

UNIVERZITET UNION
BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije



mr Miloš V. Janković

**TENDENCIJE RAZVOJA I MEHANIZMI
REGULACIJE HIPOTEKARNIH TRŽIŠTA**
Doktorska disertacija

Beograd, 2016. godine

Mentor:

Prof. dr Hasan Hanić, redovni profesor

Beogradske bankarske akademije -
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerziteta Union Beograd

Članovi komisije:

Dr Ismail Musabegović, vanredni profesor

Beogradske bankarske akademije -
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerziteta Union Beograd

Prof. dr Branko Vasiljević, redovni profesor

Fakulteta političkih nauka Beograd
Univerziteta u Beogradu

Datum odbrane doktorske disertacije: _____, u Beogradu

UNIVERZITET UNION U BEOGRADU
BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

IZJAVA O AUTORSTVU

Izjavljujem da je doktorska disertacija pod naslovom **TENDENCIJE RAZVOJA I MEHANIZMI REGULACIJE HIPOTEKARNIH TRŽIŠTA** rezultat mog samostalnog istraživačkog rada i da su korišćene bibliografske reference istinito i jasno navedene, kao i da su sumarno prezentovane u okviru Literature.

U Beogradu,

12. april 2016. godine.

Potpis autora



mr Miloš V. Janković

IZRAZI ZAHVALNOSTI

Naše istraživanje posvećeno je temi, koja obeležava čitav profesionalni razvoj autora, kroz bogato iskustvo u bankarstvu, regulaciji depozita i tržišta hartija od vrednosti, u stručnom i naučno- istraživačkom smislu.

Magistarska teza "Institucionalni mehanizmi finansiranja stambene izgradnje u tržišnoj privredi", koju sam odbranio 1998. godine na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu, kao i posebna monografija i brojni stručni radovi dali su doprinos razvoju hipotekarne misli i renesansi nacionalnog hipotekarnog tržišta, motivišući me za nastavak produbljenih naučnih istraživanja.

U obnovi i kreiranju savremenog hipotekarnog tržišta Srbije, kroz normativno- pravnu osnovu, razvoj i regulaciju novih finansijskih institucija i hipotekarnih instrumenata, doprinos su dali brojni domaći i strani profesionalci, sa kojima sam sarađivao i neke naše reformske stavove ugradio u ovaj rad.

Posebno priznanje i nemerljivo lično uvažavanje izražavam svome mentoru, prof. dr Hasanu Haniću, dekanu Beogradske bankarske akademije. Uz veliku podršku, konsultacije i preporuke ovog priznatog eksperta, vrhunskog erudite, koji iskreno teži visokim standardima i svojom srdačnošću i naučnim majstorstvom podstiče traganje za najboljim idejama, rešavanje postavljenih zadataka u izradi disertacije bilo mi je bitno olakšano.

Izraze zahvalnosti ovom prilikom upućujem i prof. dr Branku Vasiljeviću i prof. dr Ismailu Musabegoviću, članovima Komisije za ocenu podobnosti teze i kandidata, vodećim ekspertima u predmetnoj oblasti, na dragocenim sugestijama.

Zahvalnost, takođe, dugujem svim kolegama, koji su idejama i savetima, izoštravali moje poglede i davali podršku tokom mojih istraživanja. Posebno onim profesorima koji su čitali moje brojne radove i ohrabrivali me da istrajem: A. Živković, B. Živković, M. Vasiljević, D. Erić, M. Milanović i dr.

Konačno, hoću da izrazim duboku zahvalnost svojoj porodici, bez čije ljubavi, razumevanja i podrške, predmetno istraživanje ne bi dostiglo postavljene ciljeve.

A u t o r

TENDENCIJE RAZVOJA I MEHANIZMI REGULACIJE HIPOTEKARNIH TRŽIŠTA

Rezime

Aktuelnost problema daljeg razvoja i regulacije hipotekarnog tržišta, posebno za našu zemlju, proizlazi iz činjenice da krediti na bazi hipoteke mogu da postanu efektivan instrument za rešavanje stambenih problema građana, formiranje srednje klase društva, razvoj građevinske industrije i ekonomije u celini.

Na prvi pogled, hipotekarno tržište se čini kao raznorodan skup nepovezanih segmenata. U suštini, to je kompleksan sistem različitih inovativnih instrumenata, mehanizama i institucija, koje mobilišu resurse za dugoročno hipotekarno kreditiranje i obezbeđuju refinansiranje hipotekarnih kredita emisijom hartija od vrednosti.

Savremene hipotekarne sisteme u svetu karakterišu tendencije globalizacije i sekjuritizacije, socijalna usmerenost, pojačana regulacija od strane države, posebno nakon hipotekarne krize na američkom hipotekarnom tržištu 2007. godine. Brojni su programi i mere državne podrške kreditiranju pojedinih segmenata stanovništva, kao i značajne reforme na globalnom nivou, naročito sekundarnih hipotekarnih tržišta.

Jedan od osnovnih ciljeva ove doktorske disertacije jeste sistematizacija teorijskih i praktičnih pitanja, kod nas i u svetu, relevantnih za razumevanje suštine i značaja savremenih mehanizama hipotekarnih tržišta. Hipotekarni mehanizmi se razmatraju iz više aspekata - pravnih, finansijskih, investicionih, socijalnih, istorijskih, organizacionih, komparativnih, razvojnih i regulatornih. Pri tome se polazi od postavke da je savremeno hipotekarno tržište globalno tržište, koje zahteva globalnu regulaciju.

U vezi s tim, poseban značaj posvećen je izučavanju teorijsko- metodoloških osnova hipotekarnog tržišta, što čini predmet prvog dela ovog rada. Obrađuje se istorijski razvoj hipoteke, priroda finansijskih instrumenata, fundamentalni ciljevi i principi državne regulacije, tipovi i osiguranje rizika i teorijski aspekti efektivnog hipotekarnog tržišta.

U drugom delu istraživanja sprovedena je komparativna analiza stranih modela hipotekarnih tržišta razvijenih zemalja (SAD i EU), kao i zemalja u tranziciji. Pri tome, ističe se da su strani modeli hipotekarnih tržišta formirani tokom vekova, kao i da od 1900. godine nijedna hipotekarna banka u Nemačkoj nije bankrotirala. Konstatovano je da postoji približavanje američkog i evropskog modela. Date su odgovarajuće preporuke za njihovu primenu u Srbiji. Naglašava se činjenica da ni u okviru EU ne postoji potpuno harmonizovano i jedinstveno hipotekarno tržište. U ovom delu, posebno je prikazan uspon i pad, odnosno hipotekarna kriza u SAD, sa analizom osnovnih faktora i posledica krize.

Treći deo rada posvećen je bogatom istorijskom iskustvu, kao i analizi savremenih tendencija i hipotekarne renesanse u Srbiji. Posebno se naglašava da je Srbija u XIX veku imala specijalizovanu Državnu hipotekarnu banku, koja je emitovala hipotekarne hartije od vrednosti i iste prodavala na američkom i evropskom tržištu. U radu su sagledane perspektive, pravci i mogući modeli, uticaj fundamentalnih faktora, kao i date preporuke za izradu državne strategije razvoja i regulacije domaćeg hipotekarnog tržišta, uključujući kreiranje megaregulatora finansijskog tržišta.

Ključne reči: hipotekarno tržište, hipotekarni kredit, hipotekarne hartije od vrednosti, savremeni mehanizmi, razvoj, regulacija.

Naučna oblast: Ekonomski rast (JEL klasifikacija 04)

Uža naučna oblast: Finansijska tržišta (JEL klasifikacija 016)

DEVELOPMENT TENDENCIES AND MECHANISMS OF MORGAGE MARKET REGULATION

Abstract

Further development and regulation of the mortgage market is a current topic in Serbia, because mortgage based loans can be an effective instrument for solving housing issues, formation of the middle class, development of the construction industry and economy as a whole.

At first glance the mortgage market is a heterogeneous collection of unconnected segments. It is a complex system of different instruments, mechanisms and institutions, which mobilize resources for long term mortgage financing and refinancing mortgage loans with securities.

In modern conditions, mortgage systems in the world are characterized by globalization, social direction, increased regulation by the government, especially after the mortgage crisis of the American mortgage market in 2007. Numerous programs and measures of government support for financing of certain segments of the population, as well as significant reforms on a global level, especially of the secondary mortgage markets.

The research conducted in this study has a goal to systemize theoretical and practical questions, in Serbia and in the world, necessary for the understanding the substance and significance of modern mortgage markets mechanisms. Mortgage mechanisms are viewed from multiple aspects- legal, financial, investment, social, historical, organizational, comparative, developmental and regulatory. Modern mortgage market is a global market which demands global regulation.

In relation with that, a special attention is devoted to studying theoretically-methodological basis of the mortgage market, which represents the basis of the first part of this study. We are studying the historical development of the mortgage, the nature of the financial instruments, fundamental goals and principles of the government regulation, the types of risks and risk insurance, and the theoretical aspects of an effective mortgage market.

In the second part we conducted a comparative analysis of foreign mortgage market models of developed countries (USA an EU), as well as of developing countries. By doing that, we can highlight that mortgage banks have never gone bankrupt in Germany since 1900. We can detect a convergence of American and European models and we give appropriate recommendations for their applications in Serbia. We also emphasize the fact that there is no single fully harmonized mortgage market within the EU. We especially show the rise and fall, and the mortgage crisis in the US, with the analysis of basic factors and consequences.

The third part is dedicated to a historic experience, as well as to the analysis of modern tendencies and mortgage programs in Serbia. Special emphasis is given to the fact that Serbia had a specialized State mortgage bank in the XIX century, which issued mortgage securities which were sold on the US and European markets. We review the perspectives, directions and models, the influence of fundamental factors, as well as the

given recommendations for a government strategy of development and regulation of the domestic mortgage market, including the creation of a financial mega regulator.

Key words: mortgage market, mortgage loan, mortgage securities, modern mechanisms, development, regulation.

Scientific field: Economic growth (JEL classification 04)

Field of academic expertise: Financial markets (JEL classification 016)

SADRŽAJ

UVOD.....	1
1. Predmet i cilj disertacije.....	1
2. Polazne hipoteze disertacije.....	2
3. Naučne metode koje su primenjene u istraživanju	5
I DEO: TEORIJSKO - METODOLOŠKE OSNOVE I ZNAČAJ HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA	7
1. Mesto i karakteristike hipotekarnog tržišta u strukturi finansijskog tržišta	7
1.1. Istorijski razvoj i regulacija hipoteke	7
1.2. Simbioza kreditnog i tržišta hartija od vrednosti	11
1.3. Osobnosti hipotekarnog tržišta.....	13
1.4. Savremene tendencije razvoja hipotekarnih tržišta	18
2. Institucionalna struktura hipotekarnog tržišta	25
2.1. Tipovi učesnika na hipotekarnom tržištu	25
2.2. Funkcije primarnog i sekundarnog hipotekarnog tržišta	28
3. Analiza finansijskih instrumenata hipotekarnog tržišta	30
3.1. Hipotekarni krediti : tradicionalni i modifikovani - rizici i novčani tokovi	30
3.1.1. Priroda i oblici hipotekarnih kredita	30
3.1.2. Proces kreditne analize.....	33
3.1.3. Tradicionalni modeli otplate hipotekarnih kredita	36
3.1.4. Savremeni modeli otplate hipotekarnih kredita	39
3.2. Hipotekarne hartije od vrednosti- rizici i novčani tokovi	49
3.2.1. Hipotekarne obveznice	51
3.2.2. Hipotekarne založnice	55
3.2.3. Strukturirane (derivativne) hipotekarne obveznice	60
3.2.4. Kreditni derivati – svopovi kreditnog neizvršenja	65
3.3. Mehanizmi sekjuritizacije - refinansiranje hipotekarnih kredita hartijama od vrednosti.....	67
3.3.1. Pojmovna razgraničenja sekjuritizacije	67

3.3.2. Modeli sekjuritizacije	70
3.3.3. Učesnici procesa sekjuritizacije	75
3.3.4. Mehanizmi povećanja kreditnog kvaliteta	80
3.3.5. Implikacije sekjuritizacije	83
4. Mehanizmi regulacije hipotekarnog tržišta	87
4.1. Fundamentalni ciljevi i principi državne regulacije	92
4.1.1. Regulacija primarnog hipotekarnog tržišta	93
4.1.2. Regulacija sekundarnog hipotekarnog tržišta	98
4.1.3. Metode i mehanizmi regulacije	101
4.2. Samoregulacija profesionalnih učesnika	106
4.3. Tipovi i osiguranje rizika na hipotekarnom tržištu	110
4.3.1. Tipovi hipotekarnih rizika	111
4.3.2. Osiguranje rizika na hipotekarnom tržištu	121
4.4. Teorijski aspekti efektivnog tržišta	123
5. Značaj hipotekarnog tržišta za ekonomsko - socijalni razvoj	129
5.1. Multiplikativni makroekonomski efekti hipotekarnog tržišta	130
5.2. Socijalna uloga države na hipotekarnom tržištu	134
II DEO: ANALIZA SAVREMENIH MODELA HIPOTEKARNIH TRŽIŠTA I MOGUĆNOSTI NJIHOVE PRIMENE U SRBIJI	139
6. Razvoj i regulacija hipotekarnog tržišta SAD	141
6.1. Istorijski i pravni okvir	143
6.2. Institucionalna struktura	150
6.3. Karakteristike finansijskih instrumenata	154
6.4. Uspon i pad američkog hipotekarnog tržišta- globalna finansijska kriza	160
7. Razvoj i regulacija hipotekarnog tržišta EU	188
7.1. Istorijski i pravni okvir	188
7.2. Karakteristični modeli hipotekarnog tržišta odabranih zemalja	199
7.2.1. Model hipotekarnog tržišta Velike Britanije	199
7.2.2. Nemački model hipotekarnog tržišta	205

7.2.3. Francuski model hipotekarnog tržišta	215
7.2.4. Danski model hipotekarnog tržišta	221
8. Razvoj i regulacija hipotekarnih tržišta u zemljama tranzicije	222
8.1. Istorijski i pravni okvir	223
8.2. Tendencije razvoja	225
III DEO: RAZVOJ I REGULACIJA HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA SRBIJE.....	236
9. Retrospektiva analiza sistema hipotekarnog tržišta do Drugog svetskog rata	236
9.1. Istorijski i pravni okvir	237
9.2. Hipotekarni krediti i hipotekarne hartije od vrednosti Uprave fondova i Državne hipotekarne banke	240
9.3. Vrednovanje pravne tradicije i efektivnosti tržišta	249
10. Analiza savremenog hipotekarnog tržišta Srbije	256
10.1. Pravni okvir i uloga države	256
10.2. Tendencije razvoja	262
10.3. Efektivnost primenjivanih programa	270
11. Pravci, modeli i strategija razvoja hipotekarnog tržišta	275
11.1. Uticaj fundamentalnih faktora	275
11.2. Modeli dostupnosti hipotekarnih proizvoda	288
11.3. Preporuke za strategiju razvoja hipotekarnog tržišta	292
12. Izgradnja efektivnog sistema državne regulacije hipotekarnog tržišta	297
12.1. Predlozi usavršavanja pravnog i institucionalnog okvira	297
12.2. Predlog harmonizacije regulacije hipotekarnog tržišta	305
12.3. Razvoj korporativnog upravljanja i upravljanja rizicima	307
12.4. Stvaranje megaregulatora finansijskog tržišta	311
ZAKLJUČAK.....	315
LITERATURA	322

SPISAK TABELA

Tabela 1: Bazične razlike pojmova "hipoteka" i "mortgage"	10
Tabela 2: Razlike tržišta kapitala i tržišta nekretnina	15
Tabela 3: Amortizacioni plan tradicionalnog hipotekarnog kredita.....	37
Tabela 4: Komparacija nemačkih hipotekarnih obveznica i američkih hipotekarnih založnica	59
Tabela 5: Mesečni novčani tokovi CMO	62
Tabela 6: Elementi strukture cene hipotekarnog kredita	120
Tabela 7: Uporedne karakteristike osiguranja hipotekarnih instrumenata privatnih kompanija i državne FHA u SAD	122
Tabela 8: Obim hipotekarnih kredita po glavi stanovnika u odabranim zemljama	135
Tabela 9: Komparacija hipotekarnih tržišta SAD i EU u 2015. godini (u milijardama €).....	139
Tabela 10: Poređenje hipotekarnih tržišta SAD i EU	140
Tabela 11: Udeo učesnika na primarnom hipotekarnom tržištu SAD	151
Tabela 12: Pregled deset najvećih hipotekarnih kompanija u SAD	153
Tabela 13: Ukupan obim hipotekarnih kredita po zemljama EU u 2014. godini.....	192
Tabela 14: Kretanje kamatnih stopa na hipotekarnom tržištu zemalja EU u periodu od 2003 - 2014. godine.	194
Tabela 15: Isplata kamata DHB po sredstvima pribavljenim u zemlji i inostranstvu (u 000 din.).....	251
Tabela 16: Karakteristike bankarskog sektora Srbije prema poreklu kapitala.	263
Tabela 17: Struktura NPL.....	268
Tabela 18: Hipotekarni krediti i povezane varijable u Srbiji, 2004 - 2015. godine.....	278
Tabela 19: Bruto domaći proizvod Srbije i hipotekarni krediti : bazni i lančani indeksi, 2004 - 2015. godine	279
Tabela 20. Matrica koeficijenata korelacije.....	286

SPISAK SLIKA

Slika 1: Međusobni odnosi kreditora, zajmotražilaca i finansijskih posrednika na finansijskom tržištu	13
Slika 2: Povezanost hipotekarnog tržišta sa tržištima nekretnina i kapitala	14
Slika 3: Međuzavisnost faktora i tendencija globalizacije	19
Slika 4: Dinamička struktura plaćanja po hipotekarnom stambenom kreditu.....	38
Slika 5: Grafički prikaz plaćanja po kreditu sa varijabilnom kamatnom stopom.....	41
Slika 6: Šema plaćanja po kreditu sa postepenim rastom plaćanja.....	43
Slika 7: Šema vraćanja "balon" hipoteke.....	44
Slika 8: Tipovi hipotekarnih hartija od vrednosti	51
Slika 9: Mehanizam emisije hipotekarnih obveznica	53
Slika 10: Odnos hipotekarnih obveznica i neotplaćenog hipotekarnog duga 2014.....	55
Slika 11: Mehanizam emisije hipotekarne založnice	56
Slika 12: Grafički prikaz indeksa prevremene otplate 100 PSA.....	58
Slika 13: Strukturiranje novčanih tokova CMO (rizik/prinos) po principu "vodopada"	61
Slika 14: Kretanje obima kreditnih derivata CDS	65
Slika 15: Bilansna sekjuritizacija hipoteka.....	71
Slika 16: Struktura učesnika i novčanih tokova vanbilansne sekjuritizacije	72
Slika 17: Struktura učesnika i novčanih tokova sintetičke sekjuritizacije	74
Slika 18: Bazični rizici učesnika hipotekarnog tržišta	112
Slika 19: Neadekvatna procena rizika kamatne stope i preraspodela dohotka.....	117
Slika 20: Učešće obima hipotekarnih tržišta u BDP odabranih zemalja	131
Slika 21: Srednja vrednost prodatih nekretnina u SAD u periodu 1990 – 2014. godina (u dolarima i indeks)	142
Slika 22: Istorija stvaranja i krize hipotekarnog sistema SAD.....	146
Slika 23: Ukupan broj odobrenih aplikacija za hipotekarno osiguranje u SAD	147
Slika 24: Struktura učešća hipotekarnog kreditiranja po vrstama hipoteke u SAD	147
Slika 25: Godišnji obim datih hipotekarnih kredita u SAD	151

Slika 26: Pregled najvećih komercijalnih banaka na primarnom hipotekarnom tržištu SAD	153
Slika 27: Pregled realizacije hipoteka u SAD po godinama.....	156
Slika 28: Pokazatelji obima hipotekarnih kredita u portfoliju državnih agencija i privatnih institucija u SAD.....	158
Slika 29: Udeo sekjuritizovanih kredita u ukupnom obimu neotplaćenih kredita u portfelju agencija u SAD	159
Slika 30: Odnosi hipotekarnih i drugih hartija od vrednosti u SAD	159
Slika 31: Širenje subprime hipotekarne krize u SAD	162
Slika 32: Kretanje imovine američkih domaćinstava u stambenim nekretninama u periodu 1950 - 2015. godine	163
Slika 33: Kretanje kamatnih stopa po hipotekarnim stambenim kreditima u SAD (1975 - 2014.).....	165
Slika 34: Kretanje refinansiranja hipotekarnih stambenih kredita u SAD.....	165
Slika 35: Kretanje subprime hipotekarnih stambenih kredita u SAD (1990 - 2011.)	169
Slika 36: Rast tržišta CDS u SAD (bilioni \$).....	172
Slika 37: Udeli na tržištu hipotekarnog osiguranja SAD	174
Slika 38: Učešće hipotekarnog duga u BDP odabranih zemalja	193
Slika 39: Rast hipotekarnog duga u EU (u milionima evra)	194
Slika 40: Izvori finansiranja hipotekarnih kredita u EU u 2014.....	195
Slika 41: Udeo pojedinih zemalja na tržištu hipotekarnih obveznica EU u 2014.....	196
Slika 42: Stanje hipotekarnih obveznica u odnosu na neotplaćeni hipotekarni dug po zemljama EU u 2013. godini.....	197
Slika 43: Ukupna sekjuritizovana aktiva u EU u periodu 1999 - 2014. godine (bilioni €).....	198
Slika 44: Pregled emisije hipotekarnih stambenih založnica (MBS) po zemljama EU u 2014. godini	198
Slika 45: Stanje neotplaćenog duga po hipotekarnim kreditima u Velikoj Britaniji u periodu 2002 - 2015. godina (u milionima funti)	203
Slika 46: Broj egzekucije hipoteka u Velikoj Britaniji 2000 - 2014. godina.....	204
Slika 47: Stanje stambenih kredita u Nemačkoj 2003 – 2014. (u milionima €).....	206
Slika 48: Gubici po hipotekarnim stambenim kreditima u Nemačkoj 2004 - 2013. (%).207	

Slika 49: Procentualno učešće javnog finansiranja u stambenom sektoru Nemačke ...	214
Slika 50: Struktura hipotekarnih kredita u Francuskoj	215
Slika 51: Učešće NPL hipotekarnih kredita u ukupnim kreditima u Francuskoj	220
Slika 52: Procentualno učešće stambenih kredita u BDP Danske	222
Slika 53: Trend rasta primarnih hipotekarnih tržišta tranzicionih evropskih zemalja	225
Slika 54: Učešće stambenih kredita u BDP Poljske	226
Slika 55: Kretanje sredstava fondova i javnih kapitala u DHB (u din.)	247
Slika 56: Opticaj založnica i obveznica DHB	248
Slika 57: Kretanje dugoročnih hipotekarnih zajmova u DHB do 1940. godine	248
Slika 58: Devizna i dinarska štednja stanovništva u Srbiji u periodu 2008 - 2015. godine (u hiljadama dinara)	265
Slika 59: Pregled odobrenih hipotekarnih stambenih kredita u Srbiji u periodu 2005 - 2015. godine	266
Slika 60: Udeo hipotekarnih kredita u BDP u periodu 2000 - 2015.	266
Slika 61: Baza podataka u SPSS za regresionu analizu hipotekarnih kredita	280
Slika 62: Indeks cena DOMex i broj prometovanih nepokretnosti u Srbiji	290
Slika 63: Pokazatelj dostupnosti stanova prema modelu NBS	290
Slika 64: Šematski prikaz moguće regulacije učesnika finansijskog (i hipotekarnog) tržišta Srbije	313

UVOD

*“Ako sam ja uvideo više od drugih,
to je samo zato, što sam stajao na
ramenima giganata”.*

Isak Njutn

1. Predmet i cilj disertacije

Hipotekarno tržište ima veliki ekonomski i socijalni značaj i predstavlja jedan od ključnih mehanizama za mobilizaciju sredstava u cilju investiranja, posebno u sferu stambene izgradnje, uz snažne multiplikativne efekte na rast i razvoj gotovo svih grana nacionalne ekonomije, povećanje zaposlenosti i društvenog blagostanja.

Hipotekarno tržište je tesno povezano sa tržištima rada, kapitala i stanova. Prema proceni nadležnog ministarstva, za zadovoljavanje stambenih potreba oko 200 hiljada domaćinstava u Srbiji potrebno oko 7 milijardi evra kapitala. Dosadašnji kreditni mehanizmi, usled nerazvijenosti domaćeg tržišta hartija od vrednosti i problema kreditne sposobnosti stanovništva, nisu bili u stanju da mobilišu neophodna finansijska sredstva i zadovolje sve stambene potrebe.

Hipotekarno tržište (*mortgage market*), po svojoj suštini, predstavlja osobenu simbiozu tržišta kreditnih i finansijskih instrumenata, odnosno hipotekarnog kreditiranja i njegovog refinansiranja emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti, obezbeđenih zalogom nekretnina. Reč je o mehanizmu koji omogućava sučeljavanje kreditora i zajmotražilaca, prodavaca i kupaca hartija od vrednosti u sistemu uzajamne povezanosti tržišta hipotekarnog kreditiranja, tržišta osiguranja, finansijskog tržišta i tržišta nekretnina.

Predmet doktorske disertacije je celovito istraživanje relevantnih teorijsko-metodoloških i praktičnih pitanja i problema vezanih za savremene tendencije razvoja i analizu uzročno-posledičnih veza savremenih mehanizama i dominantnih svetskih modela, odnosno krize i najbolje prakse hipotekarnih tržišta, koji mogu biti od značaja za razvoj i regulaciju hipotekarnog tržišta u Srbiji.

Cilj disertacije je da se na osnovu rezultata istraživanja predlože moguća rešenja i smernica za brži i kvalitetniji razvoj hipotekarnog tržišta u Srbiji. Razumevanje prirode hipotekarnog tržišta nije moguće bez teorijske analize temelja toga tržišta, njegovih fundamentalnih elemenata i mehanizama funkcionisanja, uključujući razvojne i regulatorne dimenzije funkcionisanja hipotekarnog tržišta. U istraživanju navedene problematike koristio sam, pored domaći i inostrane literature, svoje bogato stručno i naučno iskustvo, kako u oblasti poslovnog bankarstva i hipotekarnog kreditiranja, tako i u oblasti regulacije, stečeno obavljanjem funkcije predsednik dva važna regulatorna tela - Komisija za HoV i Agencija za osiguranje depozita Republike Srbije.

Aktuelnost naučnog problema, definisanog predmetom i ciljevima ovog istraživanja, potencirana je niskim stepenom naučne razrade problema u domaćoj literaturi, odnosno

fragmentarnim istraživanjem pojedinih aspekata razvoja hipotekarnog tržišta, bez kompletne analize fundamentalnih faktora, koji opredeljuju razvoj ovog tržišta.

U domaćoj literaturi ne postoji, barem ne u dovoljnoj meri teorijsko uopštavanje ekonomske sadržine niti je rađena kompleksna analiza celine funkcionisanja stranih hipotekarnih tržišta.

Ponovni razvoj hipotekarnog tržišta u Srbiji, koji je otpočeo nakon više od sedam decenija diskontinuiteta, po obimu je još uvek neznatan, mereno potrebama stanovništva i u odnosu na BDP po stanovniku, i posebno u poređenju sa razvijenim zemljama.

Polazeći od generalnog cilja disertacije, realizovali smo sledeće naučne i stručne odnosno praktične istraživačke zadatke:

1. Kroz odgovarajući teorijsko-metodološki pristup, naučno su prezentovani ekonomska suština i specifičnosti hipotekarnog tržišta, kao dela finansijskog tržišta, institucionalna struktura učesnika, vrste finansijskih instrumenata i mehanizam sekjuritizacije, osiguranje brojnih rizika (kreditni, likvidnosni, kamatni, rizik prevremene otplate i dr.) i principi regulacije, kao i multiplikativni efekti na ekonomsko-socijalni razvoj.

2. Sprovedena je uporedna analiza osnovnih modela i mehanizama funkcionisanja hipotekarnog tržišta u praksi najrazvijenijih zemalja i zemalja u tranziciji, sa ocenom najefektivnijih mehanizama, najbolje organizovanosti i mogućnosti etapne primene kombinovanih modela u funkciji razvoja nacionalnog hipotekarnog tržišta.

3. Obrazložena je postavka o neophodnosti sprovođenja aktivne i celovite državne politike u formiranju, koordinaciji i regulaciji složenog sistema hipotekarnog procesa, u uslovima savremene Srbije, oslanjajući se i na značaj naše tradicije.

4. Istraženi su fundamentalni faktori, tražnja za hipotekarnim kreditima u uslovima nezadovoljenih potreba za stanovima i investicioni potencijal zemlje za razvoj hipotekarnog tržišta i data strategija i sistem mera za minimizaciju rizika, odnosno efektivan i masovan razvoj hipoteke, uključujući privlačnost hipotekarnih hartija od vrednosti za strane investitore.

Uzimajući u obzir dostignuća međunarodnih institucija i tela koja se bave pitanjem harmonizacije sistema, metoda i standarda, identifikovali smo najbolju praksu koja može podići efektivnost hipotekarnog sistema u našoj zemlji.

U ovom istraživanju se organski prepliću istorija, sadašnjost i budućnost, kroz analizu tendencija razvoja, kriza i regulacije hipotekarnih tržišta.

2. Polazne hipoteze disertacije

U radu su testirane tri opšte hipoteze, koje su proverene pomoću devet međusobno povezanih pomoćnih odnosno radnih hipoteza.

Hipoteza 1. Savremeno hipotekarno tržište, kao kompleksan mehanizam kreditiranja i refinansiranja emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti, može bitno da doprinese rešavanju stambenih problema, uz multiplikativne makroekonomske efekte.

Pomoćna hipoteza 1A. Hipotekarni kredit, kao instrument primarnog hipotekarnog tržišta, može na dugi rok da razreši protivrečnost između želje za stanom i visine tekućih dohodaka i štednje domaćinstava.

Pomoćna hipoteza 1B. Sekundarno hipotekarno tržište, preko mehanizama sekjuritizacije - kroz emisiju hartija od vrednosti, obezbeđuje veću fleksibilnost tržišta i veći obim dugoročnih izvora za hipotekarno investiranje, kroz različit stepen volatilnosti instrumenata i zaštitu od rizika.

Pomoćna hipoteza 1C. Hipotekarno tržište može bitno da utiče na obim investicija u stanogradnju, a time na zaposlenost, dohotke, budžet i privredni rast, sa pozitivnim ili negativnim predznakom.

Hipoteza 2. U razvoju hipotekarnog tržišta u Srbiji moguće je paralelno korišćenje američkog i evropskog modela, uz uvažavanje domaćih specifičnosti.

Pomoćna hipoteza 2A. Pošto je pre gotovo jednog veka Srbija emitovala hipotekarne hartije od vrednosti sa zlatnim pokrićem, koje je prodavala u inostranstvu, moguće je i neophodno uvođenje ovih finansijskih instrumenata na savremeno domaće hipotekarno tržište.

Pomoćna hipoteza 2B. Zemlje sa specijalizovanim hipotekarnim institucijama i mehanizmima ugovorne namenske štednje za stan imaju stabilnija hipotekarna tržišta.

Pomoćna hipoteza 2C. Nužnost etapnog prilagođavanja i usaglašavanja sistema i kriterijuma hipotekarnog kreditiranja ciljnim grupama, uz mehanizme refinansiranja.

Hipoteza 3. Čvrsta normativno-pravna regulativa i snažne institucije odlučujuće utiču na efektivnost hipotekarnog tržišta.

Pomoćna hipoteza 3A. Minimizacija rizika i obezbeđenje zaštite interesa, kako kreditora i investitora, tako i dužnika, bitan je uslov razvoja stabilnog hipotekarnog tržišta.

Pomoćna hipoteza 3B. Povećanje dostupnosti hipotekarnih proizvoda domaćinstvima sa srednjim i niskim dohocima doprinosi širini i dubini tržišta.

Pomoćna hipoteza 3C. Neadekvatna pravna regulativa i mere državne regulacije hipotekarnog tržišta dovode do porasta sistemskog rizika, što može generisati finansijsku krizu.

Sadržaj disertacije je strukturiran tako da pored uvoda i zaključka, sadrži tri relativno zaokružene tematske celine.

Prvi deo disertacije posvećen je analizi teorijsko-metodoloških osnova i značaja hipotekarnog tržišta. Ti elementi su korišćeni kao polazna baza za izlaganja i zaključivanja u daljem toku rada. Pa ipak, izlaganja u prvom delu nisu isključivo teorijska, s obzirom da je većina pitanja i problema identifikovana i verifikovana u praksi. Pri tome je akcenat na uporednoj analizi hipotekarnih tržišta, institucija, instrumenata i strategija, dat u drugom, a hipotekarnog tržišta Srbije u trećem delu rada.

Pored toga, u prvom delu rada se na početku definiše specifično mesto hipotekarnog tržišta u finansijskom sistemu, kao simbioze segmenata kreditnog i tržišta hartija od vrednosti, direktno ili indirektno obezbeđenih hipotekom. Ekonomski značaj ova dva

segmenta hipotekarnog tržišta zavisi od uloge i doprinosa mobilizaciji kapitala, što je određeno stepenom razvoja i prirodom finansijskog sistema pojedinih zemalja.

Ovde su takođe prikazane brojne osobenosti hipotekarnog tržišta, koje ga odvajaju, ali i svojstva koja ga povezuju sa drugim tržištima, posebno sa tržištima nekretnina i kapitala. Posebno su analizirane savremene tendencije i povezani faktori globalnog dinamičkog razvoja finansijskog i hipotekarnog tržišta, kao i aktivna integracija sa procesima realne ekonomske aktivnosti. Globalno hipotekarno tržište se, s jedne strane, prikazuje kao moćna, inovativna i korisna, a s druge strane, nepredvidiva, ciklična i turbulentna oblast finansija i privrede, sa brojnim rizicima i opasnostima, posebno za slabije učesnike na tržištu.

U ovom delu iscrpno je prikazana institucionalna struktura hipotekarnog tržišta, koju karakteriše brojnost različitih tipova učesnika i složenost njihovih odnosa. Pri tome se detaljnije analiziraju funkcije i veze primarnog i sekundarnog hipotekarnog tržišta, koje se razvilo znatno kasnije, a u nekim zemljama (uključujući i Srbiju) faktički još nije ni formirano.

U okviru detaljne analize finansijskih instrumenata, kao elemenata hipotekarnog tržišta, hipotekarni kredit zauzima posebno mesto. Opisan je dugi istorijski razvojni put hipoteke (od Stare Grčke do savremene Amerike) te objašnjeni su suština i specifični pravni principi funkcionisanja u različitim pravnim tradicijama (kontinentalna i anglosaksonska).

U nastavku rada prikazani su savremeni evakuacioni mehanizmi kreditne analize - ocene kreditne sposobnosti zajmotražilaca i tržišne vrednosti nekretnina i ukazano na njihovu veću složenost i odgovornost u pravnom, finansijskom i tehnološkom smislu. Posebna pažnja posvećena je izboru hipotekarnih proizvoda: tradicionalna hipoteka sa fiksnom kamatnom stopom i jednakim anuitetima, kao i brojni modifikovani hipotekarni instrumenti - alternativni tipovi otplate kredita.

Sastavni deo analize hipotekarnih instrumenata je detaljna analiza hipotekarnih hartija od vrednosti, njihove prirode, vrsta, rizika i novčanih tokova.

Na osnovu naučnih stavova vodećih savremenih teoretičara analiziran je mehanizam i vrste sekjuritizacije, sa prednostima, nedostacima i perspektivama ove kardinalne finansijske inovacije. Poseban fokus je usmeren na ciljeve, mehanizme i principe državne regulacije i efektivnosti hipotekarnog tržišta, uz prikaz tipova osiguranja i sistema upravljanja hipotekarnim rizicima. Na kraju ovog dela je apostrofirana važnost hipotekarnog tržišta za ekonomsko-socijalni razvoj, kroz multiplikativne makroekonomske efekte, uz naglašavanje uloge državnih politika.

Drugi deo rada se odnosi na komparativnu analizu dva osnovna modela hipotekarnih tržišta i ocenu mogućnosti njihove primene u Srbiji: američki i evropski.

Razlike između ova dva hipotekarna sistema su u tradiciji i istorijskom razvoju, normativno-pravnoj osnovi, specijalizovanim institucijama, prirodi finansijskih instrumenata, kao i specifičnim mehanizmima funkcionisanja.

Savremeno američko hipotekarno tržište je najveće, najrazvijenije i najsloženije u svetu, kako u pogledu institucija, tako i u pogledu finansijskih instrumenata i mehanizama. Osobnost američkog modela hipotekarnog tržišta vezana je za ključnu ulogu države u

finansijskom posredovanju, kroz osnivanje tri krupne državne kreditne agencije, koje su garantovale kredite i privlačile resurse za tržište hipoteka kupoprodajom hipotekarnih obveznica.

Posle dugotrajnog i velikog uspona, 2007. godine došlo je do sloma američkog hipotekarnog tržišta, što je pokrenulo i globalnu finansijsku krizu. Centralni deo naše kritičke analize svodi se na dokazivanje postavke da su hipotekarno tržište i njegovi učesnici, na čelu sa državom, neadekvatno procenili i upravljali kumuliranim rizicima. Lekcije aktuelne globalne krize bitno će odrediti perspektive daljeg razvoja i započete reforme globalne regulacije hipotekarnog i finansijskog tržišta.

Evropski model ima dužu tradiciju hipoteke, čvršće zakone, veću sklonost štednji za stan, stabilniji i uravnoteženiji rast hipotekarnog tržišta, odnosno manji krizni potencijal. Rad se fokusira na analizi izgradnje jedinstvenog pravnog okvira evropskog modela hipotekarnog tržišta, koji se zasniva na direktivama EU, uz analizu brojnih specifičnosti odabranih razvijenih zemalja (Velika Britanija, Francuska, Nemačka), kao i tranzicionih zemalja jugoistočne Evrope. Specifičnosti i razlike tržišta u zemljama članicama EU su i dalje prisutne, tako da još uvek ne postoji jedinstven model hipotekarnog tržišta Evropske unije.

Sekundarno hipotekarno tržište EU prihvatilo je nemački tip hipotekarne obveznice, kao specifičnu hartiju od vrednosti, čiji emitent može biti isključivo kreditna institucija, pod strogim nadzorom regulatornog tela svake zemlje.

U trećem delu rada najpre se analizira retrospektiva funkcionisanja domaćeg hipotekarnog tržišta do Drugog svetskog rata, sa naglašavanjem uloge pravne tradicije i efektivnosti hipotekarnog tržišta, hipotekarnih kredita i hartija od vrednosti Uprave fondova i Državne hipotekarne banke, a potom se analiziraju problemi i savremene tendencije hipotekarnog tržišta u Srbiji, u sklopu novog pravnog okvira, uloge države (posebno NKOSK) i banaka i daje ocena efektivnosti primenjivanih programa.

Ovaj deo rada stavlja akcenat na ocenu razvojnih perspektiva, naglašavajući značaj fundamentalnih ekonomskih faktora, uz uticaj globalnog finansijskog tržišta. Ovde su analizirani osnovni modeli dostupnosti hipotekarnih proizvoda i predložene bitne modifikacije tih modela.

Istraženi su takođe potencijali i pravci razvoja nacionalnog hipotekarnog tržišta i predloženi elementi novih državnih strategija, razvoja i regulacije, odgovarajućih državnih politika i mehanizama funkcionisanja hipotekarnog tržišta.

3. Naučne metode koje su primenjene u istraživanju

Disertacija je teorijsko-metodološki zasnovana na savremenim radovima i teorijama tržišne ekonomije, posebno teorija finansija, investicija, kredita i banaka, tržišta hartija od vrednosti, hipotekarnog kreditiranja i državnog regulisanja ekonomijom.

Polazeći od složenosti teme istraživanja, u radu je primenjeno, pored dijalektičke metode, kao osnove metodoloških principa društvenih nauka, više komplementarnih naučnih metoda logičkog zaključivanja, a posebno metode sistemskog pristupa,

induktivno-deduktivna, komparativna, kvantitativna, istorijska, metode korelacione i regresione analize, *case study* metod, i dr.

Sistemski pristup je korišćen za analizu celovitosti, konzistentnosti strukture, uvažavanja principa uzročno-posledičnih veza, formulisanja modela i prognoza razvoja, kao i strategija pozitivnih promena, uz mogućnost njihove implementacije.

Induktivno-deduktivni metod omogućio je da se iz opštih stavova i suštinske analize hipotekarnog kredita i hartija od vrednosti izvedu odgovarajući zaključci i preporuke, što je bilo od posebnog značaja kod dokazivanja osnovnih i pomoćnih hipoteza, kojima su rešavani osnovni istraživački zadaci.

Metode komparacije korišćene su u opservaciji i poređenju osnovnih sistema (modela) hipotekarnih tržišta (američki i evropski), uz plansko vođenje komparacije, sa ciljem da se izuče faktori, sličnosti i razlike i to ne samo između različitih odabranih zemalja (studija slučaja SAD, Nemačka, Francuska i zemlje u tranziciji), već i između tradicionalnih i najnovijih modifikovanih tipova hipoteke. Cilj je bio da se otkriju dinamičke pravilnosti, razvojnost i promenjivost pojava na hipotekarnom tržištu.

Istorijska metoda korišćena je u istraživanju podloge za izučavanje elemenata sistema hipotekarnog tržišta u prošlosti, kako bi se omogućilo istraživanje tendencija razvoja, kroz evolutivan pristup i efikasno funkcionisanje u budućnosti.

Statističke metode, uključujući metode korelacione i regresione analize, su korišćene u testiranju hipoteza, odnosno kvantitativnoj analizi relevantnih empirijskih podataka koji su bili dostupni, za ilustraciju uzročno-posledičnih veza i tendencija razvoja na hipotekarnom tržištu.

Metod slučaja (*case study*) je korišćen u dokazivanju, portretiranju i sistematskom zaokruživanju u jednu celinu primera najbolje prakse hipotekarnog tržišta, a posebno u analizi hipotekarne krize u SAD.

I DEO: TEORIJSKO - METODOLOŠKE OSNOVE I ZNAČAJ HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA

1. Mesto i karakteristike hipotekarnog tržišta u strukturi finansijskog tržišta

U ekonomskoj literaturi, pod finansijskim sistemom podrazumeva se ukupnost ekonomskih odnosa u složenoj strukturi finansijskih mehanizama, koju čini jedinstvo sledećih sastavnih elemenata: finansijskih tržišta, finansijskih institucija, finansijskih instrumenata, finansijskih tokova- transakcija između osnovnih učesnika, kao i organa regulacije finansijskog sistema¹.

Finansijska teorija uključuje razvoj više koncepcija i modela, a zasniva se na doktrini da finansijski sistem svake zemlje ima osnovnu funkciju da zadovolji potrebe ljudi, uključujući osnovne životne potrebe, kao što su stambene potrebe.

Dug evolutivni razvoj hipotekarnog tržišta, najpre, segmenta kreditnog bankarskog tržišta, a zatim tržišta hipotekarnih hartija od vrednosti, ima svoje zakonomernosti i specifičnosti, kao i stalne izazove regulacije koji su u fokusu naših istraživanja.

1.1. Istorijski razvoj i regulacija hipoteke

Savremeni pojam hipoteke imao je izuzetno dug razvojni put. Od pojave privatne svojine na zemlji, poslovi sa nekretninama su ostvarivani po osobitim pravilima, ali je država uvek, zbog značaja bila regulator tih procesa.

Začeci nastanka hipoteke sežu od drevnih vremena pre naše ere. Njeni oblici i specifičnosti, u različitim zemljama i istorijskim periodima, su usavršavani i razvijani, ali su suština i principi hipoteke ostali isti do današnjih dana².

Prvi put termin "hipoteka" je upotrebljen u Staroj Grčkoj u Zakonima Solona 594. godine pre naše ere. Njegov prethodnik Drakon (621. godina pre naše ere) bio je uveo surove kazne (poznate kao "drakonske kazne") za ugrožavanje privatne svojine i neispunavanje obaveza.

Sprovodeći svoje čuvene regulatorne reforme, Solon, jedan od sedam grčkih mudraca, uveo je slobodu zaveštanja imovine po svome nahođenju. Ranije je garant po obavezama bio dužnik kao ličnost, kome je u slučaju neispunjenja obaveza po dugu sledilo ropstvo³. U cilju prevođenja obezbeđenja iz lične u imovinsku odgovornost, on je uveo da se na imanjima dužnika postavi stubić sa natpisom da to zemljište služi kao obezbeđenje prava kreditora u novčanom iznosu. Upravo taj stubić nazvan je hipoteka

¹ Zvi, B., Merton, R., *Finance*. New Jersey, Prentice Hall, 2000. str. 38

² O nastanku, modifikacijama razvojnih formi i karakteristikama hipoteke, opširnije u poslednjoj knjizi iz te oblasti na srpskom jeziku: Marković, L. *Hipotekarno pravo*. Beograd: Geca Kon, 1911.; kao i Stanković, O. i M. Orlić. *Stvarno pravo*. Beograd: Pravni fakultet, 1982.

³ U to vreme nije postojao realni kredit koji je razvijen znatno kasnije (gde kapitalista veruje imovini), već lični kredit, gde dužnik daje lične garancije, a imovina služi samo radi pojačavanja ličnih garancija.

(grčki: "hipotheke" -podloga, potpora). Na tom stubiću su upisivani svi dugovi vlasnika zemlje, čime je obezbeđivana odgovarajuća javnost- informacije zainteresovanim licima iz lokalne sredine⁴. Vremenom je termin "hipoteka" počeo označavati zalog i pokretnih stvari, da bi se kasnije ponovo vezao samo na zalog nekretnina.

Ključni istorijski doprinos u razvoju hipoteke, hipotekarnih banaka i hipotekarnog zakonodavstva dalo je rimsko pravo (Rimska Imperija I vek n.e.), kojim je oficijelno uvedena u praksu zaloga nekretnina, kao instrument obezbeđenja potraživanja. Suštinska karakteristika rimske hipoteke sastojala se u tome što je kreditor imao neposredan odnos prema založenoj nekretnini. On je ukazivao veće poverenje nekretnini, nego fizičkom licu, odnosno nekretnina mu je bila "odgovornija" za dug dužnika, od njenog vlasnika (dužnika). Pri tome, evolutivno su bile razvijene tri forme hipotekarnog obezbeđenja (*fiducija*, *pignus* i hipoteka).

Fiducija (lat. *fiducia*- posao s poverenjem) je označavala predaju založene imovine (odmah pri uzimanju kredita) u vlasništvo kreditoru, tako da dužnik nije imao nikakvu zaštitu, pa je kreditor sam odlučivao šta mu je povoljnije- da li će od dužnika tražiti isplatu duga ili zadržati imovinu.

Progresivnija razvojna faza imovinskog obezbeđenja- *pignus* (lat. *pignus*- neformalni zalog) označavala je predaju založene imovine kreditoru, ne u svojini, već na raspolaganje i to samo (praktično na čuvanje, ne i korišćenje) u svojstvu garancije naplate duga, što je bila veća zaštita dužnika od samovolje kreditora. Kreditor je zadržao pravo da za slučaj neizmirenja obaveza po kreditu proda (nikako ne zadrži za sebe) nekretninu, a eventualnu razliku sredstava vrati dužniku. Ova forma zaloge obezbeđivala je sigurnost kreditoru u pogledu vraćanja kredita, ali je kreditoru stvarala i određene probleme u upravljanju nekretninom, istovremeno lišavajući dužnika mogućnosti korišćenja zaloge u cilju lakšeg vraćanja zajma.

Treća, može se reći, revolucionarna faza rimske zaloge bila je *hipotekarna*, koja je podrazumevala zadržavanje prava vladanja i korišćenja založene imovine od strane dužnika do momenta naplate potraživanja. Pri tome, zalog je mogao biti i pokretna i nepokretna imovina. Međutim, ova hipoteka nije imala dva bitna svojstva u odnosu na savremenu hipoteku - specijalnost i javnost. Rimska hipoteka imala je prost dogovorni karakter - sporazum kreditora i dužnika, kasnije potpisan i od tri svedoka, tako da kreditor nije bio uveren da ista nekretnina već nije opterećena zalogom. Pri tome je prvi (po vremenu) hipotekarni kreditor jedini imao pravo da proda nekretninu. Ostali, mladji kreditori su dolazili na njegovo mesto i bili u nepovoljnijem položaju. Naglašavamo da u savremenom hipotekarnom pravu principi specijalnosti i javnosti štite sve kreditore, uz uspostavljanje prioriteta naplate hipotekarnog potraživanja po principu: "*Prior tempore - potior jure*" - "Prvi po vremenu, jači u pravu".

Ostavljanje imovine u vlasništvu dužnika postavilo je osnovu za formiranje principijelno novog odnosa u kreditiranju na bazi obezbeđenja potraživanja zalogom nekretnina. Pri tome se posebno naglašava uloga države, kao regulatora hipotekarnih procesa, kako bi se obezbedio princip ravnopravnosti ugovornih strana hipoteke.

⁴ To je bio prvi korak u pravcu razvoja transparentnosti u sistemu državne registracije vlasništva nad nekretninama - hipoteka na nekretninama se ne može sakriti od strane dužnika.

Nakon viševjekovnog diskontinuiteta, rimska hipoteka svoj novi buran razvoj ostvaruje u srednjem veku, gde nalazi svoje mesto u zakonodavstvu pojedinih zemalja, tokom nekoliko sledećih vekova, pri čemu je pojam hipoteka bio vezan samo za zalogu nekretnina (ne i pokretne imovine).

Razvoj kapitalističkih odnosa i privatne svojine u Evropi označio je novu razvojnu etapu hipoteke, koja se registruje u javnim knjigama. Beleži se jača uloga države u zakonskom regulisanju poslovanja hipotekarnih institucija razvijenih zemalja. U Srbiji, hipoteka i hipotekarne institucije imaju svoju dugu istoriju i evoluciju u samoj regulaciji. Savremeno srpsko zakonodavstvo o hipoteci i povezanim pitanjima hipotekarnog kreditiranja, u dobroj meri je harmonizovano sa razvijenim svetom⁵.

Savremena hipoteka, u smislu teorije građanskog prava i zakonodavne hipotekarne prakse, zasniva se na sledećim pravnim principima funkcionisanja:

- a) Javnost (transparentnost, publicitet) - dostupnost informacija svakom zainteresovanom licu o podacima iz javnog registra - knjige hipoteka.
- b) Akcesornost - hipoteka je sporedno pravo obezbeđenja i pravo na realizaciju date nekretnine, koje se zasniva na osnovnom pravu potraživanja kreditora, odnosno obavezi dužnika da izmiruje plaćanja po kreditu, u skladu sa ugovorom⁶. Ustupanjem prava kreditora po hipotekarnom kreditu dužnika investitorima, istovremeno se ustupa i pravo zalogoprimca, odnosno hipoteka na nekretnini. Dakle, banka ne može, bez ustupanja kredita, ustupiti samo pravo na hipoteku, jer je ona čvrsto vezana za sudbinu kredita (kao verni pratilac).
- c) Specijalnost (specijalitet) - predmet hipoteke je uvek konkretna nekretnina, sa odgovarajućom ocenom založne vrednosti.
- d) Pouzdanost - podaci u javnim knjigama garantuju da na konkretnoj nekretnini nema drugih prava i pravnih ograničenja i da su podaci tačni.
- e) Subordinacija (prioritet) - prednost založnog prava u zavisnosti od vremena upisa u knjigu hipoteka (prva, druga, treća ili starija, mlađa hipoteka i sl.).
- f) Bespovratnost – pravo na nepokretnu imovinu označava pravo na zaštitu interesa, ali i pravo na realizaciju (prodaju), tako da se hipoteka likvidira samo u slučajevima predviđenim ugovorom (po konačnom izmirenju duga).
- g) Obaveznost (*legalitet*) - hipoteka mora obavezno biti registrovana - upisana u hipotekarnu (zemljišnu) knjigu, da bi bila stvarna za treća lica⁷.

Posebno naglašavamo da se pojam "hipoteka" primenjuje se u zakonodavstvima različitih zemalja za označavanje tri pravne kategorije:

⁵ O razvoju i regulaciji hipoteke, odnosno zakonodavnoj bazi hipotekarnih tržišta razvijenih zemalja (SAD i EU), kao i Srbiji, detaljnije raspravljamo u drugom i trećem delu disertacije.

⁶ Potraživanje po kreditu i hipoteku, kao obezbeđenje toga potraživanja, treba jasno razlikovati. Pa ipak, u poslovnoj praksi, naročito aktuelnoj, hipoteka ima glavnu ulogu. Dužnika po kreditu i vlasnika založene nepokretnosti hipoteka ne obavezuje na plaćanja po kreditu, ali hipoteka daje pravo kreditoru na realizaciju (prodaju) založene nepokretnosti.

⁷ U Srbiji banke uzimaju kao hipoteku i neuknjižene bespravno podignute objekte, što je svojevrsni pravni raritet.

1. Zaloga nekretnine - u cilju dobijanja hipotekarnog kredita (pravni aspekt hipoteke),
2. Založnica (dugovni finansijski instrument) - koja potvrđuje založno pravo zalogoprimca i
3. Hipotekarni kredit (*mortgage loan*) - izražen u novčanom iznosu (ekonomski aspekt hipoteke).

Savremena hipoteka ima ogroman značaj u globalnom svetu (kako za dužnike, kreditore, investitore, državu, tako i za ukupnu ekonomiju i društvo u celini). Najveći značaj ima, svakako, u najrazvijenijoj zemlji sveta - sa najvećom ukupnom vrednošću nekretnina i najrazvijenijim hipotekarnim tržištem (pod hipoteku založeno više od 2/3 ukupne vrednosti nekretnina).

Tabela 1: Bazične razlike pojmova "hipoteka" i "mortgage"

Redni broj	Tradicija	Kontinentalno-evropska	Anglosaksonska
1.	Naziv	Hipoteka	<i>Mortgage</i>
2.	Predmet	Samo nepokretnost	Nepokretna i pokretna imovina
3.	Suštinska razlika	Zasnivanje založnog prava - samo prava raspolaganja u korist kreditora (zalogoprimca), a vlasnik ostaje zalogodavac	Formalni prenos prava svojine (vlasništva) založene nekretnine u korist zalogoprimca
4.	Dokument	Ugovor o hipoteci sa registracijom (državnom ili notarijalnom)	Ugovor mortgage, sa javnim upisom
5.	Prednosti	Za dužnika - zalogodavca	Za kreditora
6.	Etika (lična i poslovna)	Dobra namera - lična čestitost dužnika da održava nekretninu i da otplaćuje dug	Dobra namera kreditora - povraćaj datih plasmana radi novog kreditiranja
7.	Slabosti	Složenost realizacije zaloge - sporo iseljenje iz stana (i do 2 godine)	Nedovoljna zaštita dužnika - zalogodavca (iseljenje za 2- 3 meseca)
8.	Vrline	Zaštićenost dužnika - zalogodavca, socijalna stabilnost	Uključivanje prava zaloge u promet - efektivnost hipotekarnog tržišta
9.	Pravo		Mogućnost ponovnog otkupa založene imovine od strane dužnika (1 god.)

Izvor: Autorska interpretacija

Ovde bi istakli i to da dugi istorijski razvoj hipoteke još uvek nije doveo do jedinstvene konzistentne teorije kojom se tumači pravo svojine i založno pravo. Postoje dve gradjansko - pravne tradicije: romano - germansko kodifikovano pravo- koje koristi pojam "hipoteka" i anglosaksonsko nekodifikovano precendentno pravo- koje koristi pojam

“mortgage”. Iako se koriste kao ekvivalentni pojmovi, postoje značajne razlike koje ilustruje tabela 1.:

Kao što se vidi, klasična evropska hipoteka (Nemačka, Francuska) predstavlja složeniji institut u odnosu na anglosaksonski *mortgage* (SAD, Velika Britanija), koji uz to manje štiti hipotekarnog dužnika.

Zaključujući ovu kratku raspravu o istorijskoj dimenziji razvoja i regulisanja hipoteka, možemo istaći da je ta regulacija usavršavana u borbi pravnih ideja, kao i da je najbolje razvojne etape ostvarivala u zemljama sa najrazvijenijim pravnim, ekonomskim i socijalnim ustrojstvom.

Konačno, od nekretnine, kao pukog sredstva obezbeđenja kredita, hipoteka je, težila novom kvalitetu. Kroz mehanizam emisije hartija od vrednosti, dobila je “cenovni izraz” i “slobodu kretanja”, kao i zapanjujuće brzu cirkulaciju na globalnom hipotekarnom tržištu, na kome su i potencijali i rizici osnovani.

1.2. Simbioza kreditnog i tržišta hartija od vrednosti

Transformacije savremenih finansijskih i hipotekarnih sistema uvećale su kako povezanost i međuzavisnost na globalnom nivou, tako i dinamizam i potrebu reformisanja regulacije tržišta, koja se nalaze u stalnom pokretu.

Mora se istaći da su, odnosi hipotekarnih kredita i hartija od vrednosti u strukturi hipotekarnog tržišta su različiti, kako u razvijenim, tako i u nerazvijenim i zemljama u tranziciji. Pri tome, stepen ukupnog razvoja ekonomije dominantno određuje rast i razvoj hipotekarnog tržišta.

U ekonomskoj teoriji, sa makroekonomskog stanovišta, kao i sa staništa statističkog obuhvata i analize, osnovni subjekti finansijskog tržišta se grupišu u četiri realna sektora: domaćinstva, preduzeća, država i inostranstvo.

Da bi se bolje shvatili primarni izvori hipotekarnog stambenog finansiranja, odnosno finansijski tokovi (suficiti i deficiti) između ovih sektora, u nastavku navodimo osnovne karakteristike svakog od njih, uz osvetljavanje uloge finansijskih posrednika.

Sektor domaćinstava stiče osnovne dohotke od zarada (ali i od rente, dividende, kamate, poklona, nasleđivanja i sl.), a rashoduje ih na kupovinu roba i usluga od sektora preduzeća (uključujući i investiranje u nabavku stanova), plaćanje poreza državi i drugo. Ovaj sektor više dobija nego što troši, pa je sa svojom štednjom (u formi depozita ili HoV) najsuficitniji i stoga predstavlja fundamentalni izvor resursa za hipotekarno kreditiranje. Međutim, domaćinstva ulažu svoje viškove u štednju ili investicije kupujući stanove (na kredit) ili HoV preko finansijskih posrednika (banaka i institucionalnih investitora), čime rešavaju tzv. transformacione probleme ulaganja sredstava (kvantitativne, ročne, smanjenje rizika i dr.)⁸.

⁸ Bez transformacije štednje u kapitalne aktive (investicije), nema razvoja materijalnih aktiva - nekretnina i ekonomije u celini.

Sektor privrede, uključujući i građevinsku industriju, ostvaruje dohodak realizacijom svoje proizvodnje i usluga, a rashodi se odnose na nabavku sirovina i repromaterijala, osnovnih sredstava, isplatu zarada, poreza i doprinosa⁹. To je sektor sa hroničnim manjkom sredstava i potrebom zaduživanja na finansijskom tržištu.

Državni sektor ostvaruje prihode od poreza i taksu, od prodaje svoje imovine i hartija od vrednosti, a troši ih na obezbeđenje javnih usluga, socijalne potrebe i subvencije privredi (uključujući i subvencionisanje stambenih hipotekarnih kredita). Zbog pokrivanja budžetskih deficita, ovaj sektor ima, po pravilu, neto-dužničku poziciju prema sopstvenom stanovništvu i spoljnom sektoru¹⁰.

Spoljni sektor obuhvata nerezidente, koji ostvaruju operacije sa sektorom privrede druge zemlje, a manje sa domaćinstvima (doznake) i državom (eksterno zaduživanje). Ovaj sektor je, po pravilu, neto-suficitaran, pri čemu su za hipotekarno tržište od posebnog uticaja globalni investitori.

Treba naglasiti da se sva četiri realna sektora na finansijskom i hipotekarnom tržištu pojavljuju u ulozi dužnika ili kreditora. Zajmotražiocima imaju poziciju neto-dužnika prema drugim sektorima, dok kreditori imaju suficit u odnosu na druge sektore¹¹.

Finansijska i hipotekarna tržišta imaju ulogu da direktno ili indirektno povežu deficitarni i suficitarni sektor realne ekonomije. Međusobna povezanost ponude i tražnje za kapitalom, odnosno finansijskih tokova između različitih učesnika u finansijskom sistemu prikazana je na slici 1.

Kao što se na slici vidi, finansijski tokovi idu od suficitarnih ka deficitarnim subjektima (od kreditora prema zajmotražiocima) preko finansijskih posrednika (npr. banke: štedni depozit - kredit), dok se drugi finansijski tokovi kreću preko finansijskih tržišta. Slika pokazuje takođe da višak sredstava, odnosno finansijskih tokova od finansijskih posrednika vodi prema finansijskim tržištima, ali i obrnuto, da finansijski posrednici privlače sredstva sa finansijskih tržišta.

Ovde posebno ističemo da hipotekarno tržište ima specifično mesto u strukturi finansijskog tržišta, po tome što čvrsto povezuje dva najrazvijenija segmenta: tržište bankarskih kredita i tržište hipotekarnih hartija od vrednosti¹².

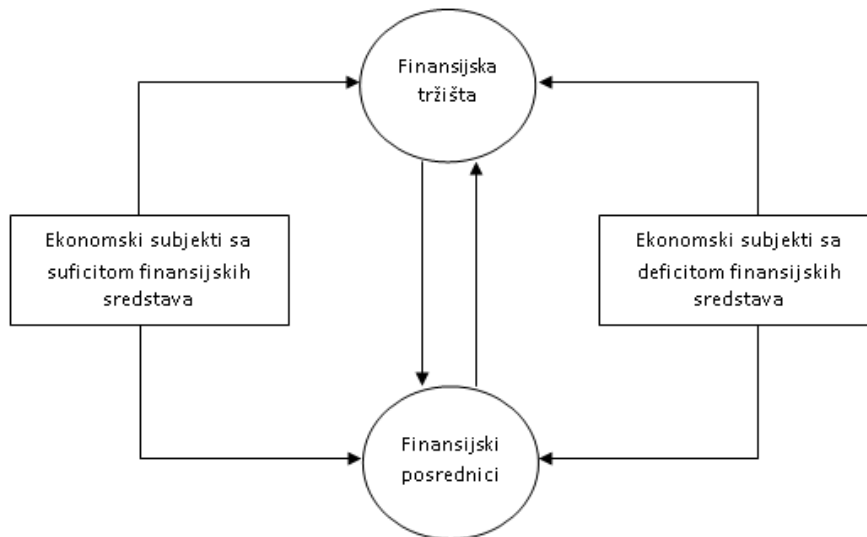
Elegantan i celovit opis prirode hipotekarnog tržišta u domaćoj literaturi prvi je dao prof. dr Branko Vasiljević, koji daje sledeću definiciju: "Hipotekarno tržište je skup operacija sa finansijskim instrumentima neposredno ili posredno obezbeđenim hipotekom. Ono se zasniva na simbiozi tržišta kreditnih i finansijskih instrumenata. Ova simbioza vidljiva je kako na primarnom tržištu, na kome je mobilizacija kapitala moguća bilo kreditnim putem (štednja domaćinstava), bilo putem emitovanja finansijskih instrumenata (korporativni

⁹ Rashodi se odnose i na dodelu stanova menadžmentu kompanija, a u našoj zemlji je dugo važio propis o obaveznom izdvajanju iz dohotka zaposlenih za stambenu izgradnju i dodelu društvenih stanova na korišćenje.

¹⁰ Finansijske institucije i država deficit unutrašnje štednje pokrivaju uvozom kapitala.

¹¹ Fizička lica koja uzimaju hipotekarne stambene kredite čine sektor stanovništva (u toj meri) deficitarnim, kao i što države izvoznice kapitala predstavljaju suficitaran sektor.

¹² Pojam "tržište hipotekarnog kreditiran" pojavio se u literaturi razvijenih zemalja relativno skoro i to najpre u stručnim radovima, da bi postepeno ušao u naučnu upotrebu.



Slika 1: Međusobni odnosi kreditora, zajmotražilaca i finansijskih posrednika na finansijskom tržištu

Izvor: Prema Bodie, Z. i R. K. Merton, *Finansije*, str. 63

sektor), tako i na sekundarnom hipotekarnom tržištu, na kome se emituju finansijski instrumenti nastali procesom sekjuritizacije, kao derivati kreditnih instrumenata (MBS, PC) i njihovih derivata (CMO, SMBS) ili se obavlja promet primarnih hipotekarnih instrumenata (obveznica)¹³.

U mnogim knjigama o finansijama i međunarodnoj praksi egzistiraju dva osnovna modela finansijskih sistema: jedan zasnovan na bankama i drugi zasnovan na tržištu HoV. Reprezenti prvog modela su Nemačka i Japan, a drugog SAD i Velika Britanija¹⁴. Može se smatrati da hipotekarno tržište, po svojoj integrišućoj prirodi kreditnih i finansijskih instrumenata, u izvesnom smislu, spaja ("miri") suprotstavljene svetske modele. Takođe, poslednjih decenija zapaža se tendencija smanjivanja razlika između dva ključna modela finansijskih sistema. U konačnom, odnos između dva osnovna segmenta u okviru hipotekarnog tržišta, zavisi od modela finansijskog sistema konkretne zemlje.

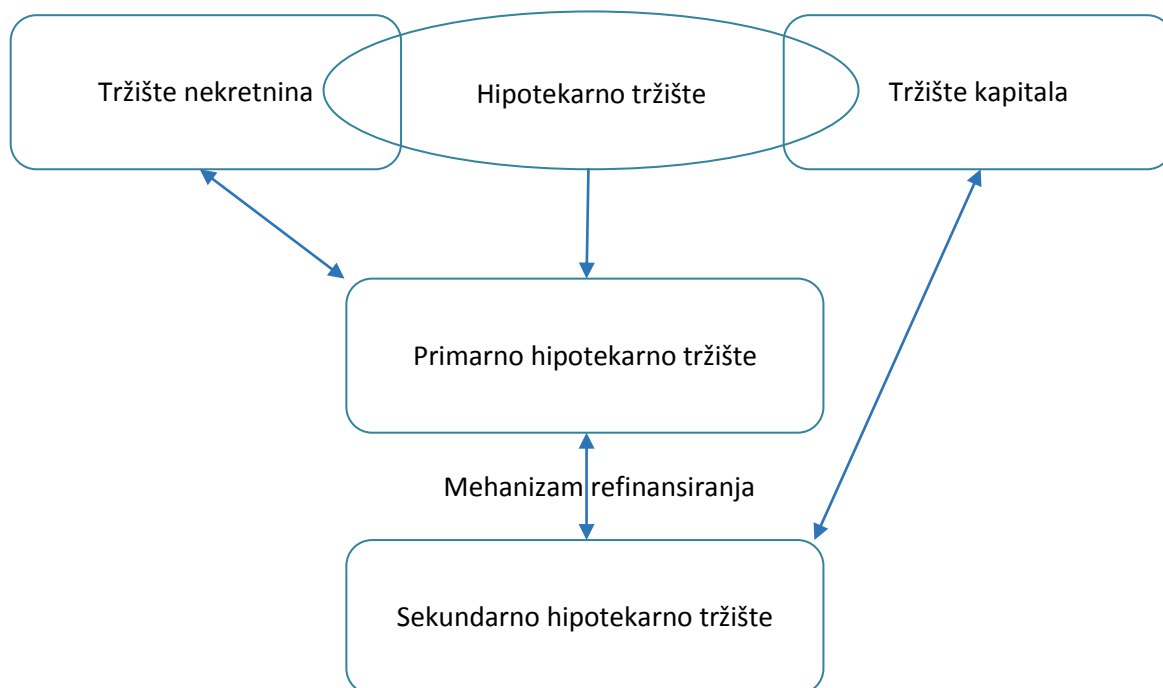
1.3. Osobnosti hipotekarnog tržišta

Teorija i praksa ukazuju na brojne specifičnosti hipotekarnog tržišta koje ga odvajaju od drugih tržišta, ali i svojstva koja ga tesno povezuju sa drugim tržištima, posebno sa tržištem nekretnina i tržištem kapitala. Ovo tržište demonstrira i svoje paradokse, vrline i vrednosti, ali i slabosti i opasnosti.

Veze, sličnosti i razlike sa tržištem nekretnina i tržištem kapitala pokazuje sledeća slika.

¹³ Vasiljević, B. (2002) Osnovi finansijskog tržišta. Beograd. IP Zavet, str 237.

¹⁴ Ćirović, M. (2007) Finansijska tržišta. Beograd. Naučno društvo Srbije, str. 6.



Slika 2: Povezanost hipotekarnog tržišta sa tržištima nekretnina i kapitala

Izvor: Autor

Kao što se vidi, tržište nekretnina ima direktne veze sa primarnim, a tržište kapitala sa sekundarnim hipotekarnim tržištem, objedinjujući primarno tržište preko mehanizma refinansiranja hipotekarnih kredita¹⁵.

Prosto rečeno, sa tržišta nekretnina "dolazi" tražnja potencijalnih zajmotražilaca za hipotekarnim kreditima, a sa tržišta kapitala ponuda izvora za hipotekarno kreditiranje. Drugim rečima, zavisnost osnovnih parametara hipotekarnog tržišta (obim resursa i kamatna stopa) ide preko dve paralelne linije (mehanizma), koje povezuju faktore tržišta nekretnina i tržišta kapitala:

- linija tražnje hipotekarnih kredita, određena visinom kamatnih stopa i spremnošću zajmotražilaca da plate tu kamatnu stopu, kao i cenu konkretnog objekta na tržištu nekretnina,
- linija ponude hipotekarnih kredita, određena obimom i cenom sredstava investitora na tržištu kapitala.

Pri tome, linija tražnje (tržište nekretnina) pokazuje veću elastičnost u odnosu na ponudu (tržište kapitala)¹⁶.

¹⁵ Treba imati u vidu da su ova dva tržišta, istovremeno, veliki konkurenti, jer ljudi prvo kupuju krov nad glavom, pa tek onda HoV. Takođe, postoji tendencija da se investicije i prinosi ciklično prelivaju između ovih tržišta. U periodima prosperiteta, građani više ulažu u element finansijske aktive, dok se u periodima recesije više troši na tržištu robe široke potrošnje i tržištu nekretnina (uključujući i zakupnine).

¹⁶ Videti Hanić, H. Istraživanje tržišta i marketing informacioni sistem. Beograd. Ekonomski fakultet. (2006)

Tabela 2: Razlike tržišta kapitala i tržišta nekretnina

Redni broj	Karakteristika	Razlike	
		Tržište kapitala	Tržište nekretnina
1	Karakter tržišta	globalni	lokalni
2	Stratifikovanost tržišta	institucionalizovano i organizovano (berze)	segmentirano i personalizovano
3	Karakter tržišnog proizvoda	standardizovanost	unikatnost, raznovrsnost, fiksiranost
4	Ponuda	visoko elastična na kratak rok	elastična na dugi rok ¹⁷
5	Tražnja	strani investitori	domaći kupci
6	Rizik/ prinos	promenljivi	relativno stabilan
7	Likvidnost	visoka	niska
8	Profitabilnost	u inflaciji opada	u inflaciji raste
9	Rok kredita	povećanje kamate	povećanje cene zbog inflacije
10	Cena kredita	rast kamatne stope	pad cena nekretnina ¹⁸
11	Cikličnost i volatilnost ¹⁹	veća	manja
12	Transparentnost	velika	mala
13	Monitoring	centralizovani	decentralizovani
14	Državna regulacija	jača	slabija

Izvor: Autor

Razume se, obezbeđivanje kontinuiteta priliva resursa za novo hipotekarno kreditiranje i sniženje kamatnih stopa, uz zadovoljavajuću profitabilnost investitora, su neophodni za širenje hipotekarnog tržišta.

Međusobna povezanost hipotekarnog i tržišta nekretnina zasnovana je na samoj suštini hipoteke- nekretnine, kao sredstva obezbeđenja ili garantovanja kredita, odnosno hipotekarnih hartija od vrednosti, u međusobnom odnosu ova dva tržišta. U literaturi, prevlađuje mišljenje da je veći uticaj hipotekarnog tržišta na tržište nekretnina, posebno

¹⁷ Ukupan stambeni fond se uveća 2- 3% godišnje. Pri tome postoji fenomen "tržišne filtracije", tj. siromašnije porodice žive u starijim stanovima, dok su kupci novih i kvalitetnijih stanova perspektivniji i imućniji segmenti društva.

¹⁸ O utvrđivanju cena nekretnina opširnije u radu autora: Vrednovanje nekretnina- značaj i metode. Beograd. Računovodstvo. br 1-2/2005.

¹⁹ Prema jednoj analizi MMF, značajniji padovi cena nekretnina događaju se otprilike jednom u 20 godina, traju oko 4 godine i uključuju pad cena oko 30%. Takođe, oko 40% bumova cena nekretnina se završava krahom.

stanova, nego obrnuto. Razni oblici državnih stimulacija stimulacija hipotekarnog tržišta, kako na primarnom, tako i na sekundarnom segmentu, standardizacija uslova kreditiranja, regulisanje kamatnih stopa, direktno subvencionisanje kredita i stimulatívno oporezivanje, koje podstíče kreditiranje nekretnina, imaju direktan uticaj na funkcionisanje i razvoj tržišta nekretnina.

U nastavku ćemo ukratko analizirati osnovne razlike između tržišta kapitala i tržišta nekretnina, kao izuzetno važnih elemenata ekonomskog sistema.

Hipotekarno tržište ima više *svojih specifičnosti*, zamki i ograničenja, koje ga odvajaju od drugih segmenata tržišta (kapitala i nekretnina):

Prvo, hipotekarno tržište bazira na simbiozi tržišta kreditnih i finansijskih instrumenata, kako na primarnom, tako i na sekundarnom tržištu.

Drugo, obezbeđenje kredita konkretnom imovinom, realnom zalogom na nepokretnosti-hipotekom, pre svega stanom koji se kreditira (u odnosu na komercijalne nekretnine hipotekarne stambene kredite karakterišu relativno manji iznosi i veliki broj zajmotražilaca).

Treće, relativno niske kamatne stope na hipotekarne stambene kredite, koje karakteriše višeslojno osiguranje, u odnosu na druge vrste kredita.

Četvrto, relativno nizak i stabilan prinos, kao i visoka privlačnost dugoročnih hipotekarnih hartija od vrednosti.

Peto, ekstremna dugoročnost. Hipotekarni krediti imaju najduže rokove dospeća (10 do 40 godina), što zahteva dugoročno poverenje kreditora i dužnika, kao i standardizaciju (iznos kredita, lično učešće, rok, kamatna stopa, uslovi otplate i dr.), kao i obezbeđenje odgovarajućih novčanih tokova (otplata o roku, pre ili posle roka) u cilju smanjenja rizika refinansiranja i širenja sekundarnog hipotekarnog tržišta. Povezana osobenost je otplata kredita amortizacionim metodom, uključiv mnogobrojne savremene modifikovane varijante vraćanja kredita.

Šesto, finansijski resursi za hipotekarno kreditiranje formiraju se iz različitih izvora koji moraju biti usklađeni sa hipotekarnim kreditima u pogledu obima, ročne i cenovne strukture.

Sedmo, hipotekarno stambeno tržište uključuje ogroman broj učesnika-zajmotražilaca, kreditora i investitora koji imaju različite interese i mogućnosti izbora (u SAD, npr, desetina miliona domaćinstava koriste hipotekarne kredite, o kojima individualno ne postoje javno dostupne informacije, kao kod emitenata akcija ili obveznica).

Osmo, hipotekarno tržište je izuzetno složena jedinstvena mnogofunkcionalana struktura, koja uključuje operacije sa više vrsta inovativnih finansijskih instrumenata (različitog kvaliteta) i više povezanih institucija, kako na primarnom, tako i na sekundarnom tržištu²⁰.

Deveto, specifičnost hipotekarnog tržišta je utrživost (marketibilnost hipotekarnih kredita) odnosno, mehanizam sekjuritizacije, što nije slučaj sa drugim instrumentima duga-obveznica.

Deseto, razvijeno hipotekarno tržište karakteriše dubina i ogroman obim trgovine (koja se u

²⁰ Detaljniji prikaz strukture savremenih hipotekarnih tržišta dat je u: Coles A., Hardt J. (2000) *Mortgage markets: why US and EU markets are so diferent*. The European Mortgage Federation.

SAD meri trilionima dolara)²¹.

Jedanaesto, državna regulacija razvoja hipotekarnog tržišta (koja je zastupljena u većoj meri u poređenju sa drugim segmentima tržišta kapitala), uključuje nužnost efektivnog nadzora i stimulacije razvoja hipotekarnog tržišta i njegovih učesnika²², od zajmotražilaca do kreditora i investitora.

Dvanesto, nacionalna hipotekarna tržišta, sa različitim sistemima, modelima i etapama razvoja, uključena su u privlačno i izazovno globalno hipotekarno tržište, koje nudi potencijalne koristi, ali nosi i opasnosti cikličnog kretanja i kriza hipotekarnog tržišta.

Navedene specifičnosti hipotekarnog tržišta suštinski utiču na ponudu i tražnju hipotekarnih proizvoda.

Ponuda hipotekarnih kredita zavisi od ukupne dinamike štednje sektora domaćinstava, odnosno tržišta kapitala. Ukupan neotplaćeni hipotekarni dug ne može rasti bez prirasta tih izvora. Pri tome, mogućnosti zaduživanja mladih zavisiće od stanja štednje starije populacije, kao i stanja globalnog finansijskog tržišta i rasta uloge institucionalnih investitora u hipotekarne hartije od vrednosti.

Tražnja hipotekarnih kredita domaćinstava uslovljena je nepodudarnošću rokova prihoda i rashoda za kupovinu stana. Upravo hipotekarni kredit omogućuje uvećanje stambene potrošnje u sadašnjosti, na račun smanjenja buduće potrošnje do kojeg smanjenja dolazi zbog otplate stambenih kredita. Mlade porodice, sa relativno malim zaradama, mogu da uzmu hipotekarni kredit na dugi rok, na osnovu projekcije uvećanja svoji budućih zarada. Razume se, ne mogu sve porodice istovremeno biti korisnici hipotekarnih kredita, već je neophodno da neke druge porodice štede, čime obezbeđuju resurse za hipotekarno kreditiranje.

Teorijska analiza standardnog životnog ciklusa štednje (F. Modigliany) pokazala je tri stadijuma štednje²³. U ranoj fazi života, odnosno u fazi produktivne aktivnosti, mladi ljudi imaju niske dohotke i malo štede, njihova štednja ima kratkoročni karakter i služi za potrošnju (putovanja, kupovina automobila i sl.) i eventualno obezbeđenje učešća za stambeni kredit.

Ulaskom u srednju fazu života, prihodi od rada rastu, dug po stambenom kreditu opada pa se otvaraju mogućnosti za štednju, uključujući i prihode od nasleđstva i polisa osiguranja, tako da između 50-te i 60-te godine života ima najviše velikih štediša.

Uštedevinu iz prethodne faze ljudi koriste u trećoj fazi životnog ciklusa radi očuvanja svoga standarda i sigurnosti života.

²¹ Hipotekarno tržište postaje jedan od najznačajnijih segmenata finansijskog tržišta u SAD. Ova su tržišta počela da se razvijaju izuzetno brzo nakon uvođenja hipotekarnog osiguranja i pojave hartija od vrednosti, obezbeđenih zalogom nekretnina.

²² Pored razvijenih državnih agencija, hipotekarnih kompanija i komercijalnih banaka, u poslednje dve decenije formirana je posebna Nacionalna asocijacija hipotekarnih brokera (NAMB), koji povezuju učesnike na hipotekarnom tržištu.

²³ Franco Modigliany, dobitnik Nobelove nagrade za ekonomiju, razvio je teoriju i modele štednje tokom životnog ciklusa domaćinstava. Pre njega je Milton Friedman, nobelovac iz 1976. Godine, razvio teoriju o stalnom, a ne godišnjem dohotku, kao faktoru za ocenu opštih rashoda za potrošnju. (Citirano prema: Ćirović, M. 1976, str. 92)

Polazeći od navedenog modela i opšte zakonitosti, hipotekarni finansijski sistem mora da izgradi mehanizme mobilizacije štednje od starijih osoba i njihovog transferisanja mlađoj populaciji²⁴.

1.4. Savremene tendencije razvoja hipotekarnih tržišta

Svet savremenih finansijskih i hipotekarnih tržišta doživeo je dramatične promene u poslednjih nekoliko decenija. Radikalno je promenjen karakter finansijskih tržišta u pravcu izmene odnosa tržišnih sila i moći državne regulacije. To je rezultiralo, s jedne strane, trendom globalizacije i ubrzanog rasta, a s druge strane, krizom hipotekarnog tržišta, koja je dovela do globalne finansijske krize²⁵. U toku su velike debate na globalnom nivou o uspesima i neuspesima ekonomske globalizacije. Termin "globalizacija" (engl. *Globe* - zemljina kugla) pojavio se osamdesetih godina prošlog veka i stekao "pravo građanstva" u svim zemljama sveta.

Pri tome, obim i nivo globalizacije finansijskog tržišta danas prevazilazi sve grane realne ekonomije. Radi se o "finansijskoj revoluciji", u kojoj uzroci novih trendova postaju posledice i obrnuto. Postoji više povezanih faktora novih trendova hipotekarnog tržišta, u okviru snažnih transformacionih procesa na globalnom finansijskom tržištu, koje razni autori različito klasifikuju²⁶.

Osnovne tendencije razvoja i faktore - "točak" globalizacije, kao i njihov uticaj na učesnike savremenog globalnog hipotekarnog tržišta možemo ilustrovati slikom broj 3.

Globalno hipotekarno tržište nalazi se u dinamičkom procesu razvoja i u aktivnoj interakciji sa procesima realne ekonomske aktivnosti²⁷. S jedne strane, ono je moćna, korisna i inovativna, a s druge strane ciklična, turbulentna i nepredvidiva oblast finansija, sa brojnim rizicima i opasnostima, posebno po slabije učesnike na tržištu, o čemu najbolje svedoči globalna finansijska kriza, od koje se svet još uvek oporavlja²⁸.

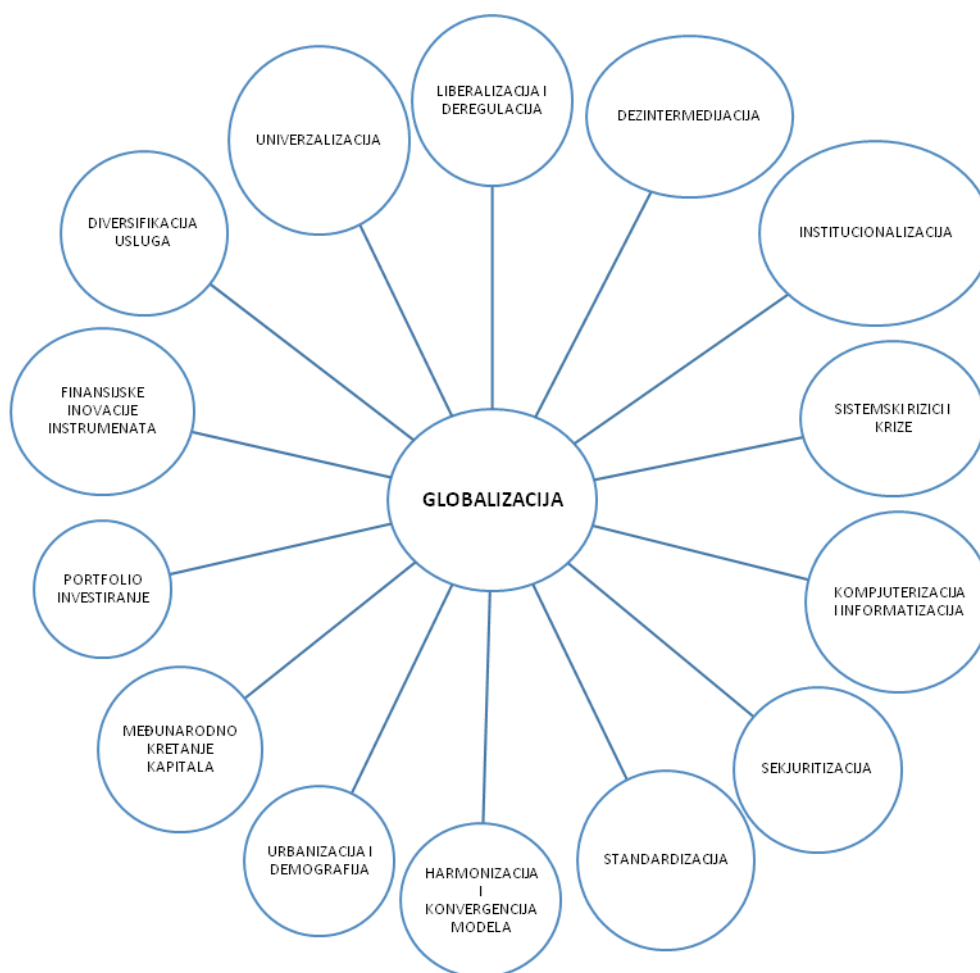
²⁴ Posmatrano na mikro planu, roditelji štede za svoju decu, odnosno roditelji štede, a deca se zadužuju.

²⁵ O savremenim trendovima, prednostima i nedostacima razvoja globalnog finansijskog tržišta napisano je mnogo radova u stranoj i domaćoj literaturi. Od stranih autora izdvajamo sledeće: P. Rose, Sinky, F. Miskin, P. Krugman, Tvi Bodie, A. Kane, A. Markus, J. Stiglic, G. Akerlof, R. Shiller, F. Fabozzi, a od domaćih autora M. Ćirović, B. Živković, J. Dušanić, O. Kovač, I. Musabegović, B. Vasiljević, D. Erić i M. Đukić.

²⁶ Sinkey, J. (2002). *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*. New Jersey. Prentice Hall. str. 32. Ovaj autor navodi pet "izacija" industrije finansijskih usluga: institucionalizacija, sekjuritizacija, globalizacija, privatizacija i modernizacija. Termin vezan za naziv hartija od vrednosti na engleskom jeziku - *Securites*.

²⁷ O tome je autor pisao u članku: Globalno tržište hartija od vrednosti- nužnost globalne regulacije. Beograd. Računovodstvo. br. 3/2001.

²⁸ Na nedavnom Globalnom ekonomskom forumu u Davosu iznet je stav da svet doživljava "statistički i ekonomski oporavak, ali humanitarnu recesiju i nezaposlenost". Osim toga, videti Reinert, S. Globalna ekonomija. Beograd. Čigoja štampa. (2006)



Slika 3: Međuzavisnost faktora i tendencija globalizacije

Izvor: Autor

1. Globalizacija označava tendenciju formiranja svetske investicione sredine i uzajamno povezanih, zavisnih i (u velikoj meri) integrisanih finansijskih tržišta u jedno, internacionalno tržište, koje nema granica. Sve više postoji jedno globalno tržište, a to je ceo svet, sa više vodećih centara. Nacionalna finansijska tržišta postaju sastavni delovi eksternog globalnog tržišta, noseći, u izvesnom smislu, drugostepeni karakter. Dakle, pojam "globalizacija" se razlikuje od pojma "internacionalizacija", koji označava aktivne veze između nezavisnih nacionalnih tržišta.

U poslednje vreme, segment bankarstva se širi (globalizuje) na zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji, gde je došlo do buma hipotekarnog kreditiranja i bankizacije finansijskih sistema. Prema tome, globalizacija se odnosi, pre svega, na investiciono, odnosno univerzalno bankarstvo²⁹.

Prirodno, mobilni kapital prelazi nacionalne granice, a investitori iz bilo koje zemlje imaju mogućnost ulaganja i u hipotekarne hartije od vrednosti, kojima se trguje u drugim zemljama sveta. Globalizacija finansijskog tržišta predstavlja lokomotivu globalizacije svetske ekonomije, svetske trgovine, stranih investicija i transfera tehnologije, pri čemu kompanije koje deluju u celom svetu menjaju svoju multinacionalnost u

²⁹ Mnogi autori ističu da značaj tradicionalnog bankarstva u finansijskom sistemu opada, zbog daleko čvršće regulacije, u odnosu na savremeno investiciono bankarstvo (koje gotovo da nije regulisano).

transnacionalnost, odvajajući se sve više od svoje "domovine". Na taj proces, koji dobija ubrzanje poput lavine, uticale su, pre svega, niske barijere za ulazak na nacionalna tržišta i razvoj elektronske trgovine hartijama od vrednosti. Globalizacija je pokrenula tendenciju formiranja globalnog finansijskog tržišta, kao svetske investicione sredine u kojoj investitori i emitenti iz različitih zemalja mogu da zadovolje svoje investicione potrebe, u uslovima velikih mogućnosti, ali i opasnosti i zahteva globalnog tržišta.³⁰

Brojni analitičari ukazuju da je došlo do radikalnih transformacija u tom smislu da nestaje svet u kome dominiraju države i da se rađa sasvim novi globalni svet, sa dominacijom finansijskih tržišta³¹.

Vodeće transnacionalne investicione banke, investicioni fondovi i drugi institucionalni lideri vode međusobnu konkurentsku borbu za klijente i profit na svim kontinentima. Pored japanskih i američkih, ogromne britanske, francuske i nemačke banke i investicioni fondovi šire svoj uticaj i povećavaju učešće na globalnom tržištu kapitala.

Rezimirajući sve rečeno, slažemo se sa stavom prof. I. Musabegovića da je globalizacija rezultat kombinacije državne politike i tržišnih tendencija³².

Američki nobelovac Džozef Stiglic svojevremeno je ocenio da "sama po sebi globalizacija nije ni dobra ni loša, sve zavisi od njene primene i konačnih efekata". On istovremeno upozorava da je "finansijski sistem danas krhkiji od onoga pre krize i da je pitanje koje visi u vazduhu: kada će se sve ovo desiti ponovo? Ono što je do sada urađeno na polju globalne finansijske reforme sasvim je loše, banke su uzele milijarde dolara od države i nastavile po starom"³³.

2. Koncentracija, odnosno centralizacija kapitala na hipotekarnom tržištu ima više različitih aspekata. U suštini, radi se o aktuelnim ekonomskim procesima, koji se odnose i na druge vrste tržišta. Osnovne razvojne tendencije su sledeće:

- Na finansijsko i hipotekarno tržište ulaze novi krupni učesnici koji se bave ovim biznisom kao svojom bazičnom profesijom,
- Odvijaju se procesi velike koncentracije vodećih profesionalaca na finansijskom tržištu, na osnovu povećanja njihovog sopstvenog kapitala,
- Prisutni su snažni procesi konsolidacije putem fuzija i akvizicija postojećih učesnika u veće globalne tržišne strukture,

³⁰ Videti: Peters, R., Hudgins, S. (2005). *Bank Management & Financial Services*, McGraw Hill. Prevod Bankarski menadžment i finansijske usluge, Beograd: Data Status; Bodie, Z., Kane A., Markus, A. J. (2001). *Essentials of Investment*. New York: Irwin; Ćirović, M. (2006, str. 8-17).

³¹ Opširnije videti: Musabegović, I. (2007, str. 20). Kao glavna obeležja globalizacije ovaj autor ističe: razvoj po diktatu krupnog kapitala, cikličnost razvoja, dualnost (država i tržišni učesnici), heterogenost i sveobuhvatnost, diferenciranost, nesavršenost, protivurečnost, dugotrajnost, institucionazovanost konkurencije i dominantnost tržišne nad državnom regulacijom.

³² Ogroman korak u pravcu globalizacije učinjen je 1999. godine, kada je 11 zemalja EU uvelo novu jedinstvenu valutu - evro, koja je doprineo povećanju svetske trgovine na globalnom finansijskom tržištu, standardizaciji i integraciji tržišta. Postoje i drugačija mišljenja - da je internacionalni regionalizam loš za globalizaciju (da je više "kamen spoticanja", nego "kamen temeljac" globalne ekonomije. Detaljnu analizu dao je Musabegović, I. (2007, str. 138).

³³ Stiglic, Dž. (2010) "Iz krize možda tek 2013." *Ekonomist magazin*. Br. 504, 14-20, str. 12.. Opširnije isti autor: Protivrečnosti globalizacije. SBM-x. (2002)

- Jačaju procesi konvergencije, pri kojima različite finansijske institucije kombinuju svoje operacije,
- Visoka koncentracija kapitala u malom broju najrazvijenijih zemalja sveta, tako da učešće tzv. Velike petorke (SAD, Japan, Velika Britanija, Francuska i Nemačka) u ukupnom svetskom tržištu hartija od vrednosti iznosi oko 75% (samo SAD učestvuje sa oko 45%),
- Brzi rast tržišta hartija od vrednosti najrazvijenije grupe među zemljama u razvoju, posebno Azije i Latinske Amerike, koje su kvantitativno posmatrano dostigle broj listiranih kompanija u razvijenim zemljama³⁴,
- Američki poreski obveznici postali su taoci tri svoje globalne banke, koje je izdašno pomogla država, jer su bile "suviše velike da bi bankrotirale" (*too big to fail*).

Sa druge strane, rastu i različite forme konkurencije, kako u bankarstvu, tako i sa nebankarskim učesnicima na globalnom finansijskom tržištu³⁵. U međunarodnu tržišnu arenu ulaze novi finansijski igrači. Tradicionalne zemlje - kreditori postaju zemlje-dužnici, a kapital ima veću mobilnost i fleksibilnost nego ikada ranije. Institucionalni investitori ulažu kapital u skladu sa sklonošću ka rizicima i očekivanim prinosima.

Globalna konkurencija, podstaknuta paralelnim procesima liberalizacije i deregulacije tržišta, ostvaruje se kroz cenovnu politiku, smanjenje troškova, kvalitet finansijskih usluga i dugoročnih odnosa sa klijentima, kao i efikasnost korporativnog upravljanja banaka i nebankarskih institucija³⁶.

Generalno, koncentracija kapitala, kroz stvaranje finansijskih konglomerata, kroz diversifikaciju usluga i homogenizaciju funkcija različitih finansijskih institucija, ima pozitivne sinergetske efekte i doprinosi procesima finansijskih i informatičkih inovacija, ali, s druge strane, negativno deluje na konkurentnost i pojačava sistemski rizik, otežavajući prudencijalnu superviziju i kontrolu ovih institucija od strane regulatornih organa³⁷.

3. Kompjuterizacija. Dramatična brzina razvoja i efektivnost informacionih i komunikacionih tehnologija (kompjuterizacija, satelitske komunikacije i Internet) ubrzali su ne samo protok informacija, već označili stvaranje nove razvojne epohe. Ove tendencije predstavljaju prvi faktor globalizacije, odnosno integracije finansijskih i hipotekarnih tržišta u jedno globalno tržište. Na taj način, učesnicima na tržištima hartija od vrednosti se nudi veći broj mogućnosti za plasiranje slobodnih finansijskih sredstava u celom svetu i to povezivanjem skoro brzinom svetlosti, u deliću sekunde. To dovodi do razvoja globalnog hipotekarnog biznisa, koji nema granice, ali i zahteva adekvatnu državnu regulaciju i nadzor, kako na nacionalnom, tako i na globalnom nivou.

³⁴ Interesantno je da većina zemalja u razvoju nije uopšte prisutna na međunarodnom tržištu kapitala.

³⁵ Pa ipak, prema podacima Svetske banke, u 2007. godini 10 najvećih svetskih banaka posedovalo je 1/5 ukupne bankarske aktive u svetu, a 100 najvećih banaka čak 3/4 globalne bankarske aktive.

³⁶ Opširnije u: Živković, A., Stankić, R. i B. Krstić (2004). Bankarsko poslovanje i platni promet. Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.

³⁷ Ubedljiv primer su negativne posledice poslovanja ovih institucija sa finansijskim derivatima, vanbilansna sekjuritizacija i slabosti upravljanja rizikom, zbog čega se s pravom smatra da su ove globalne institucije doprinele hipotekarnoj i globalnoj finansijskoj krizi.

Nove mogućnosti komunikacije, zamenjuju tradicionalni lični kontakt klijenta sa bankom-kreditorom ili brokerom, kroz "virtuelnog" klijenta i brokera. To je omogućilo povezivanje udaljenih tržišnih učesnika i brzo izvršavanje naloga, bez njihovog fizičkog okupljanja na parketu berze. Trgovina hartijama od vrednosti na globalnom elektronskom tržištu obavlja se neprekidno 24 časa dnevno, na različitim kontinentima i časovnim zonama. Nestaju geografske i fizičke barijere, koje su postojale izmedju finansijskih tržišta. U sistemu globalnog elektronskog tržišta objedinjuje se trgovina u časovnim zonama³⁸. Pristup satelitskim komunikacijama omogućio je smanjenje troškova, bez vremenskog kašnjenja u prenosu informacija na daljinu.

Internet je svojom jednostavnošću i brzinom obezbedio rast transparentnosti tržišta i smanjivanja informacione asimetrije, kroz prezentovanje prospekata, godišnjih izveštaja, bilansa i izveštaja revizora, kao i bitnih događaja iz poslovanja emitenata hartija od vrednosti. Takođe, omogućen je komforan pristup finansijskom tržištu od strane ogromnog broja investitora i to pritiskom na dugme kompjutera kod kuće. Investitori mogu dati naloge za kupovinu ili prodaju hartija brokerima i pratiti aktuelne informacije u vezi sa kretanjima cena hartija od vrednosti na tržištu.

Posledično, porasla je transparentnost poslovanja finansijskih posrednika, a time i efektivnost sekundarnog hipotekarnog tržišta. Kompjuterske analize i prognoze doprinele su upravljanju rizicima i kontroli složenih procesa, preko odgovarajućih modela, mada nisu sprečile nastanak globalne finansijske krize.

Može se očekivati da u budućnosti razvoj veštačke inteligencije nadje širu primenu na globalnom finansijskom tržištu, u raznim segmentima i operacijama, kao i u drugim sferama biznisa, a naročito na polju predviđanja i sprečavanja nastanka kriza³⁹.

4. Liberalizacija i deregulacija finansijskog sektora, odnosno ukidanje regulatornih i administrativnih barijera, predstavlja glavnu pokretačku snagu globalizacije, ali i krize finansijskih i hipotekarnih tržišta, što su mnoge očigledne činjenice nedavno potvrdile.

Liberalizacija je euforično označila ukidanje brojnih ograničenja razvoja tržišta (ulazak na tržište, uvođenje novih finansijskih instrumenata, smanjenje nadzora i poreskih tereta na finansijske transakcije itd.), ali nije označila kraj potrebe za regulacijom. Naprotiv, regulacija finansijskih tržišta je, danas, još neophodnija, jer novo globalno tržište zahteva novu globalnu regulaciju.

Harmonizacija regulative ne znači potpunu unifikaciju zakonodavnih, institucionalnih i drugih uslova za funkcionisanje hipotekarnih tržišta. Deregulacija je sladostrasno

³⁸ Dva i po časa pošto se zatvori trgovanje u Tokiju, počinje trgovanje u Londonu, a nakon dva i po časa počinje trgovanje u Njujorku. Dakle, kada Sunce izlazi u jednom delu sveta, istovremeno zalazi u drugom, tako da brokeri mogu da nastavie trgovinu sa istim hartijama od vrednosti u drugim finansijskim centrima. Može se reći da se globalno finansijsko tržište "okreće oko Sunca"- od Tokija preko Hong Konga, Singapra, Londona do Njujorka, Sidneja i Velingtona, pri čemu je London veoma dobro geografski lociran, što mu omogućava da objedinjuje trgovačke zone.

³⁹ Tehnološke promene označile su, kako geografske (od lokalnog, preko regionalnog, do globalnog tržišta), tako i krupne istorijske promene finansijskih i hipotekarnih tržišta. Od dugogodišnjeg okupljanja trgovaca, tačno u podne, pod krošnjama drveća u ulici Vol Strit, do 1792. godine kada su postavljeni temelji Njujorške berze, okupljanjem brokera na parketu berze, pa sve do savremenih *on line* brokera (koji trguju iz svog doma po celom svetu). Vol Strit (*Wall Street*), finansijski centar sveta, u prevodu znači - ulica, zid, po drvenom zidu, koji je nekada štutio da stoka ne izlazi van grada, a branio je i od upada Indijanaca.

afirmisala veću ulogu tržišne samoregulative, ali su izostali jači kontrola i nadzor svih učesnika, u uslovima povećane konkurencije i otvaranja nacionalnih finansijskih tržišta.

Pored rasta medjubankarske konkurencije, došlo je do rasta i medjusektorske konkurencije, brisanjem granica koje su nekada odvajale jedan finansijski sektor od drugog (komercijalne i investicione banke, osiguravajuća društva i dr.).

Stepen poverenja masovnih investitora u tržište hartija od vrednosti u direktnoj je zavisnosti od nivoa organizovanosti finansijskog tržišta i snage njegove regulacije. Države, preko svojih regulatornih organa, čuvaju poverenje u hipotekarno tržište, kako milioni gradjana ne bi zapali u hipotekarno kreditno ropstvo ili ostvarili gubitke, investirajući u hipotekarne hartije od vrednosti.

Savremeni procesi regulacije podrazumevaju prudencijalnu i strukturalnu regulaciju, prema aktivnostima i rizicima institucija na hipotekarnom tržištu, kako bi se smanjio sistemski rizik, odnosno domino-efekat na finansijskom tržištu⁴⁰.

5. Institucionalizacija učesnika globalizovanog finansijskog i hipotekarnog tržišta, označila je proces zamene, odnosno smanjenja uloge individualnih investitora-fizičkih lica, kroz porast uloge finansijskih institucija, posebno institucionalnih investitora.

Institucionalni investitori su zabeležili snažan rast i razvoj, nadrastajući nacionalne granice i obezbeđujući superiornost u odnosu na individualne investitore, ne samo u pogledu veličine, već i po angažovanju vrhunskih profesionalaca, finansijskih savetnika i portfolio menadžera. Kompanije za upravljanje fondovima imaju svoja predstavništva širom sveta.

Novi igrači i nove ideje dominiraju globalnim tržištem i menjaju njegov tok kretanja, prevazilazeći time tradicionalne učesnike. Globalni standardi regulacije su visoki, a razlike izmedju najuspešnijih i najlošijih učesnika na finansijskom i hipotekarnom tržištu se tokom vremena samo uvećavaju. Nova svetska ekonomija i globalno finansijsko tržište opredeljeni su odnosima medjuzavisnosti tri vodeća centra: SAD, Evropska Unija i Japan, dok posebno raste značaj i uloga Kine, kao novog ekonomskog lidera sveta.

6. Inovacije na hipotekarnom tržištu podstaknute su rastućom konkurencijom na globalnom finansijskom tržištu. Radi se o snažnom procesu usavršavanja i kreiranja sasvim novih finansijskih hipotekarnih proizvoda, novih procesa i nove organizacije institucija, odnosno novih pravaca razvoja hipotekarnog biznisa.

Inovacije su čvrsto povezane sa razvojem informacionih tehnologija. Pri tome, usavršavanje procesa predstavlja bazu za inovaciju proizvoda. I obrnuto, inovacija hipotekarnih proizvoda često dovodi do inovacije samih procesa.

Inovacija hipotekarnih proizvoda odnosi se na diversifikaciju, finansijski inženjering, brzo prilagodjavanje i stvaranje potpuno novih finansijskih instrumenata. Novi medjunarodni finansijski proizvodi imaju tržišne cene i kvalitet istog finansijskog proizvoda u bilo kojoj tački svetskog tržišta i to u realnom vremenu. Razume se, inovacije su uvek veće na

⁴⁰ Poslednjih decenija bilo je više finansijskih kriza koje su zahvatile sve kontinente, razvijena i brzorastuća tržišta i pokazale da se "istorija ponavlja" (američka kriza štedno-kreditnih organizacija 1986. godine i hipotekarnog tržišta 2007. godine, argentinska 1982. i 2001. godine, japanska 1990. godine, meksička 1994. godine, istočno azijska (Tajland, Malezija, Indonezija, Filipini i Južna Koreja, 1997. godine), ruska 1998. godina, brazilska 1999. godine i dr.).

otvorenom globalnom, nego na zatvorenom nacionalnom hipotekarnom tržištu. Najznačajnije inovacije vezane su za stvaranje derivativnih hipotekarnih finansijskih instrumenata, koji ranije nisu egzistirali. Istovremeno, finansijske inovacije donose mnogo nepoznatih rizika i opasnosti po stabilnost hipotekarnih tržišta⁴¹.

Vodeću ulogu u procesu finansijskih inovacija imale su najveće američke komercijalne i investicione banke, sa inoviranom lepezom finansijskih instrumenata⁴².

Snaga globalizacija vodi ka konvergenciji različitih inovacija i standarda, koja se često označava kao "amerikanizacija" svetskih standarda. Brojni međunarodni standardi i direktive EU stvaraju okvir finansijskih inovacija, u uslovima globalne konkurencije.

Tehnološke promene i finansijske inovacije su uvek brže od mera regulatora. Novi proizvodi su izvori rizika, samo je pitanje ko će ih snositi: država (poreski obveznici) ili tržišni učesnici?

7. Sekjuritizacija, kao kardinalna finansijska inovacija, postala je lozinka savremenih finansijskih i hipotekarnih tržišta poslednjih decenija⁴³. Ovaj proces označava transformaciju nelikvidnih, "zaledjenih" bankarskih kredita u prvoklasne i likvidne hipotekarne hartije od vrednosti, koje se emituju na njihovoj osnovi. Ranije su dugoročni hipotekarni krediti ostajali u aktivi banke na lokalnom tržištu, sve do konačne otplate, a danas hipotekarne obveznice imaju izuzetno visoku likvidnost na globalnom tržištu hartija od vrednosti. Mnogi autori su sekjuritizaciju stavljali na prvo mesto savremenih tendencija inovativnog razvoja, globalnog finansijskog i hipotekarnog tržišta. Danas sekjuritizacija zbunjuje teoretičare različitih orijentacija i regiona sveta: dok je jedni autori slave, kao rešenje svih razvojnih problema hipotekarnog tržišta, drugi je optužuju za nastanak globalne finansijske krize⁴⁴.

Hipotekarno tržište SAD doživelo je svoj bum i pad, između ostalog, zahvaljujući sekjuritizaciji, koja se najpre pojavila u SAD, pod uticajem sledećih faktora:

- nepovoljno finansijsko okruženje i regionalna ograničenja u kome su funkcionisale banke, uz snižavanje kamatnih marži,
- kriza štedno-kreditnih asocijacija, koje su ugovarale tridesetogodišnje stambene kredite sa fiksnom kamatnom stopom, a plaćale promenljive kamatne stope na štedne depozite,
- državno stimulisanje sekundarnog hipotekarnog tržišta, preko državnih agencija, uz standardizovanje hipotekarnih kreditnih procesa,

⁴¹ Spekulativni karakter finansijskih inovacija i probleme koje oni izazivaju obrađujemo u odeljku 6.4.

⁴² Finansijske derivate često upoređuju sa avionom: kada su u sigurnim rukama, oni su korisno i efikasno sredstvo, ako su u pogrešnim i nestručnim rukama, oni su opasni po život. Prisutna je i siva strana finansijskih inovacija, kada se koriste za izbegavanje regulatornih zahteva. Obim inoviranih hipotekarnih proizvoda nadmašuje mogućnost njihovog korišćenja, čime se destabilizuje ranije stvoreno stabilno stanje, pa oni postaju istovremeno i krivci i žrtve krize. Opširnije u izveštaju Međunaordnog monetarnog fonda: *Global Financial Stability Report* (April 2008).

⁴³ Kothary, V. (2003) *Securitization: The Financial Instrument of the New Millenium*. Second edition.

⁴⁴ Saglasni smo sa stavovima Dž. Štiglica da globalizacija i sekjuritizacija nisu same po sebi ni dobre ni loše, mogu da donesu korist, kao nekim zemljama Azije, ali i veliku štetu, čak i katastrofu, u drugim regionima sveta. Opširnije Stiglic Dž. E. (2002) *Protivrečnosti globalizacije*. SBM-x, Beograd. str. 18-29.

- postojanje likvidnog tržišta kapitala, sa širokim krugom krupnih investitora i dr.

U SAD se sekjuritizuje više od dve trećine svih hipotekarnih stambenih kredita.

Istovremeno, sekjuritizaciju mnogi autori stavljaju na prvo mesto uzroka savremene globalne krize. Najveći investitor na svetu, Voren Bafet, je nekoliko godina pre krize upozorio svoje akcionare, ističući da su "hipotekarni derivati oružje za masovno uništenje, koje kontrolišu ludaci"⁴⁵!

I zaista, ako tržište nastavi sa krizom nekretnina i neizmirivanjem obaveza po hipotekarnim kreditima i hartijama od vrednosti, banke i investitori će trpeti nove gubitke.

8. Regulatorna harmonizacija i kooperacija na globalnom nivou je objektivna nužnost postkriznog perioda. Postoji tendencija ujednačavanja zakona, ciljeva i principa regulacije finansijskih institucija, posebno na planu minimizacije finansijskih rizika, povećanju tržišne discipline i transparentnosti, kao i zaštite investitora i korisnika finansijskih usluga⁴⁶. Novi regulatorni pristup uključuje preispitivanje i izbor modela državne regulacije: funkcionalni model (više specijalizovanih regulatora za različite finansijske firme) ili model jedinstvenog regulatora (megaregulator).

Reforma regulatornog sistema, sprovedena u jednom broju zemalja ide u pravcu stvaranja megaregulatora finansijskog sistema, kao posledica formiranja univerzalnih finansijskih institucija- konglomerata, čija kontrola treba da se ostvaruje iz jednog centra, što se smatra racionalnijim rešenjem. Još uvek mnoge zemlje smatraju da međunarodna koordinacija i saradnja regulatora finansijskog tržišta može da obezbedi harmonizaciju i ujednačavanje standarda regulacije, a time efikasnije funkcionisanje globalnog finansijskog tržišta⁴⁷. Ovde bih podvukao da je trend megaregulacije realna zakonomernost razvoja regulatornog sistema globalnog finansijskog i hipotekarnog tržišta.

2. Institucionalna struktura hipotekarnog tržišta

2.1. Tipovi učesnika na hipotekarnom tržištu

Savremena institucionalna struktura dinamičnog globalnog hipotekarnog tržišta uključuje veliki broj različitih tipova i formi povezanih učesnika, koji se mogu klasifikovati po različitim kriterijumima. Za potrebe našeg istraživanja, koncentrišemo se na osnovne tipove finansijskih institucija⁴⁸:

1. Kreditne institucije (banke i štedno- kreditne asocijacije),
2. Institucionalni investitori (osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi i investicioni fondovi),

⁴⁵ BERKSHIRE HATHAWAY INC. (2003) Annual report. Warren Buffett- Annual letter to the investors.

⁴⁶ Balleisen, E., Moss, D. (2009) Government and Markets: Toward a New theory of Regulation. Cambridge University Press.

⁴⁷ Nakon velike hipotekarne krize u SAD, od 2007. godine intenzivirane su zajedničke regulatorne aktivnosti međunarodnih organizacija na globalnom nivou, što se može videti na internet stranicama IOSCO, BIS, Svetske banke, MMF i dr.

⁴⁸ Detaljna analiza institucionalne strukture data je u knjizi Rose, P., Marquis, M. (2012

3. Investicione banke (kao i berzanske kuće - brokeri i dileri),
4. Ostale finansijske institucije (specijalizovane i regulatorne).

U okviru grupe ostalih finansijskih institucija, posebno važnu ulogu na hipotekarnom tržištu imaju specijalizovane institucije (agencije, korporacije i sl.) osnovane od strane države ili "privezane" svojom delatnošću za državu i njene programe hipotekarnog garantovanja ili stimulativnog finansiranja. Svakako, podvlačimo i nezaobilaznu ulogu i značaj regulatornih organa hipotekarnog tržišta (centralna banka, komisija za HoV i sl.) u sistemu ukupne nacionalne i globalne regulacije. Konačno, brojni direktni ili indirektni učesnici hipotekarnog tržišta zaslužuju određenu pažnju i biće takođe razmatrani u nastavku istraživanja (građani kao štediše, individualni investitori i korisnici kredita, procenitelji nekretnina, rejting agencije, finansijske berze, specijalna pravna lica- "prenosioci posebne namene" u procesu sekjuritizacije i drugi)⁴⁹.

Napred prikazani savremeni trendovi dinamičnih promena na hipotekarnom tržištu, kako u pogledu institucija, mehanizama i instrumenata, tako i re-regulacije, dramatično menjaju ukupnu finansijsku strukturu i karakteristike hipotekarnog sistema. Pri tome, banke se transformišu u finansijske konglomerate (usluge kompanija za HoV, osiguranja i upravljanja portfoliom) i time povezuju sa tržištem kapitala. Istovremeno, nebankarske institucije - institucionalni investitori i investicione banke, sa tržišta kapitala utiču na obim hipotekarnog kreditiranja, konkurišući bankama, kako na strani pasive, tako i na strani aktive. Krupne institucionalne promene dovele su do smanjenja uloge komercijalnih banaka i stambenih štedionica, uz istovremeni rast uloge institucionalnih investora, neposredno povezanih sa globalnim hipotekarnim tržištem i procesom sekjuritizacije hipotekarnih aktiva.

Navodimo neke bazične karakteristike osnovnih grupa finansijskih institucija i najvažnije tendencije i trendove njihovih promena.

1. Kreditne institucije (banke i štedionice) imaju zajedničku karakteristiku da su depozitno-kreditne institucije. Razlike su u mobilizaciji i alokaciji resursa i posledično, regulaciji.

a. Banke tradicionalno prikupljaju depozite od sektora stanovništva i privrede (kratkoročne i oročene) i plasiraju kratkoročne kredite proizvođačima stanova i dugoročne stambene kredite građanima. Banke, kao držaoci depozita po viđenju (transakcionog novca), najvećeg dela novčane mase (pored gotovog novca) imaju sposobnost monetarne kreacije, pa su pod posebnom regulacijom i monitoringom centralne banke. Sa druge strane, oročene štedne depozite banke plasiraju u formi dugoročnih hipotekarnih stambenih kredita, čime se samo vrši preraspodela već stvorenog i raspodeljenog dohotka, što je kreditni (a ne monetarni) karakter banke, čiju superviziju i nadzor ostvaruje poseban regulatorni organ.

Organizacioni oblici banaka imaju svoj istorijski razvoj i specifičnosti, od zemlje do zemlje, pri čemu izdvajamo:

- specijalizovane hipotekarne banke za kreditiranje stambene štednje, gradskog građevinskog zemljišta i infrastrukture. Na strani pasive bilansa karakterišu ih

⁴⁹ Boleat, M. (2003) Regulation of Mortgage Lending Institutions. Housing Finance International. No 9.

hipotekarne obveznice, a na strani aktive dugoročni hipotekarni stambeni krediti, uz visok stepen usklađenosti ročne strukture.

- univerzalne banke, koje objedinjavajući usluge komercijalnih banaka i investicionog bankarstva⁵⁰.

b. Štedionice, kao nebankarske institucije, svoj potencijal obezbeđuju pretežno iz štednje, odnosno oročenih depozita stanovništva, a sredstva plasiraju, u stambene hipotekarne kredite fizičkim licima (praktično preraspodela u okviru istog sektora). Postoje brojne organizacione, pravne i vlasničke forme ovih institucija, uslovljene tradicijom i karakterom monetarno- kreditnog sistema. Najpoznatije su američke štedno-kreditne asocijacije, britanska građevinska društva i nemačke stambene štedionice⁵¹.

Prirodu ovih specijalizovanih štedionica karakterišu sledeća zajednička svojstva: (1) izuzetno duga tradicija, brojnost, heterogenost, (2) ugovorni sistem štednje, kao uslov kredita, (3) hipotekarni krediti za prvu hipoteku i manje objekte (1-4 porodice), uz uštedenu participaciju zajmotražilaca (20-25%), (4) slobodno formiranje kamatnih stopa (u paketu štednja-kredit) i poreske olakšice na kamate, (5) manje naglašen profitni motiv, u odnosu na banke, (6) nisu članice monetarnog sistema, kao što je to slučaj sa bankama, (7) izuzetno široka mreža filijala (na ulici), radi približavanja građanima, kao klijentima, (8) širok spektar nefinansijskih usluga, (9) buran razvoj u periodima prosperiteta i veliki lomovi u periodima kriza, (10) konačno, opšti trend transformacija štedionica u banke ili pripajanje bankama (kao filijale), kako bi preživele u oštroj konkurentskoj borbi na tržištu.

2. Institucionalni investitori predstavljaju blok nebankarskih institucija, koje mobilizuju usitnjene resurse stanovništva po ugovorno-štednom principu, a sredstva ne plasiraju u stambene kredite, već u velike pakete dugoročnih hartija od vrednosti (HoV), uključujući i hipotekarne, na tržištu kapitala. Ove institucije investiraju u hipotekarne HoV, ali i obveznice i akcije kompanija i državne obveznice, radi odgovarajućeg strukturiranja svoga portfolija, koji je daleko likvidniji od kreditnih aktiva banaka. Ovi investitori imaju ključni značaj za razvoj i produbljivanje sekundarnog hipotekarnog tržišta.

- Osiguravajuće kompanije pribavljaju dugoročna sredstva, kroz mesečne uplate premije osiguranja života (ugovorna - "automatska štednja"), na osnovu zakona velikih brojeva, a plasiraju sredstva oprezno i to u dugoročne finansijske aktive: hipotekarne i druge obveznice, akcije i nekretnine⁵².

- Penzioni fondovi su formirani prema dva modela. Prvi model, na osnovu kapitalizacije ranijih penzijskih uplata (SAD, Velika Britanija, Kanada, Holandija i dr.), predstavljaju najvažniju grupu investitora. Fond ulaže u pakete dugoročnih državnih ili hipotekarnih obveznica ili nekretnine. Dugi rokovi investicija povezani su sa malom potrebom za likvidnošću, tj. činjenicom da se penzijska akumulacija štednje ne isplaćuje osiguranicima do odlaska u penziju. Drugi model, prisutan u većini kontinentalnih zemalja EU, gde su penzioni fondovi nerazvijeniji, zasniva se na sistemu penzijskog obezbeđenja putem uplata tekućih doprinosa, tako da se tekuće isplate penzija

⁵⁰ Omogućeno ukidanjem Glas-Stigalovog zakona o bankama (1993) i donošenjem novog Zakona o finansijskoj modernizaciji, Zakon Grama-Lara- Blejli (1999).

⁵¹ Njihovu prirodu i funkcionisanje opširnije razmatramo u drugom delu rada.

⁵² Polisa osiguranja predstavlja aktivu domaćinstava i kompanija, odnosno dugovnu obavezu osiguravajućih kompanija koje ih prodaju.

finansiraju delimično na teret tekućih poreza, odnosno budžeta. To je rezultat, kako tradicije, tako i socijalne uloge države i ustanovljenih penzijskih programa olakšica.

- Investicioni fondovi su investicione kompanije, odnosno institucije kolektivnog investiranja u investicioni portfolio. Suština fonda je u akumulaciji štednje velikog dela stanovništva, preko emisije sopstvenih HoV (investicionih jedinica, akcija i sl.), predaja sredstava te štednje profesionalnom investicionom menadžeru (društvo za upravljanje fondom) radi ulaganja u različite oblike aktive. Na taj način, mali individualni investitor diversifikuje svoj portfolio investicija i time smanjuje rizike, ostvarujući pravo na deo u raspodeli dohotka fonda, srazmerno broju svojih investicionih jedinica ili akcija i može u svakom trenutku prodati svoj udeo u fondu po tržišnoj ceni. Cena se menja svakoga dana, u zavisnosti od toga da li se kupuju nove ili prodaju stare akcije fonda. Postoje dva tipa investicionih fondova: otvoreni i zatvoreni. Odvojeni fond ili uzajamni fond je preovlađujući, jer ima obavezu da otkupi svoje udele od klijenata u svakom trenutku, kada izrazi želju da proda bilo koji iznos udela. Zbog toga se iznos njihovih emitovanih akcija ili investicionih jedinica stalno menja u zavisnosti od ponude i tražnje. To utiče na cenu udela, koja se menja na dnevnoj osnovi, kao razlika aktive i pasive fonda, podeljena sa brojem udela u prometu. Prednosti učešća u otvorenom fondu su brojne, od kojih navodimo sledeće: (1) profesionalni menadžment i sigurnost, (2) diversifikacija portfolia i smanjenje rizika (veliki broj malih uloga plasira se u manji broj velikih paketa aktiva), (3) profitabilnost (smanjenje troškova zbog ekonomije obima investicija i trgovine), (4) visoka likvidnost (zbog obaveze fonda da otkupi investicione jedinice kada god poželi investitor) i drugo.

Zatvoreni fond emituje i prodaje samo određen broj običnih akcija. Ovde se cena ne utvrđuje kao neto vrednost aktive obračunate po akciji, već se cena utvrđuje na berzi, preko brokera. Pošto je fond zatvoren, on ne učestvuje u transakcijama na berzi, već kupac ovih akcija mora da pronađe drugog investitora-prodavca akcija fonda.

3. Investicione banke spadaju u red najvažnijih, ali i najrizičnijih institucija u finansijskom sistemu. To su nedepozitne i nekreditne institucije, koje učestvuju u mobilizaciji kapitala sa globalnog tržišta, pružanjem savetodavnih usluga i organizacijom emisije HoV, uključujući i hipotekarne HoV (naročito, velikih državnih hipotekarnih agencija u SAD). Investicione banke upisuju novu emisiju, otkupljuju je od emitenata i prodaju investitorima, po višoj ceni. Zbog te uloge pokrovitelja emisije, kroz preprodaju, preuzimaju rizik smanjenja tržišne cene HoV, koji osiguravaju preko derivativne zaštite. U velikoj hipotekarnoj krizi pretrpele su ogromne gubitke. Ove banke imaju (pored uloge organizatora) i ulogu garanta emitentima da će obim emisije biti uspešno plasiran po unapred definisanim uslovima. Na sekundarnom tržištu kapitala značajna je uloga brokerskih i dilerskih firmi, uključujući i specijalizovane hipotekarne, koje se poslednjih godina spajaju sa investicionim bankama⁵³.

2.2. Funkcije primarnog i sekundarnog hipotekarnog tržišta

Evolucija hipotekarnog sistema dovela je do složene dvostepene strukture hipotekarnog tržišta. Mnogo vekova hipotekarno tržište se razvijalo dominantno kao primarno

⁵³ U SAD postoji Asocijacija hipotekarnih brokera: www.mba.org

(kreditno) tržište, dok se sekundarno hipotekarno tržište razvilo znatno kasnije (u SAD tek 1968. godine), a u mnogim zemljama, uključujući i Srbiju, još uvek nije formirano.

Primarno hipotekarno tržište uključuje ukupnost institucija i odnosa između kreditora i dužnika po hipotekarnim kreditima, odnosno emitentima hipotekarnih obveznica i prodaje primarnim kupcima.

Sekundarno hipotekarno tržište obuhvata celinu učesnika tržišta i odnosa u procesu sekundarnog prometa, odnosno transformacije personalizovanih hipotekarnih kredita iz kreditnog portfolia kreditora u bezlične hipotekarne HoV namenjene investitorima.

Hipotekarno tržište, kao karika koja povezuje tržište hipotekarnih kredita i tržište hipotekarnih hartija od vrednosti, u suštini, pretvara štednju, odnosno investicioni kapital u realno bogatstvo - nekretnine⁵⁴. Pri tome, naglašavamo da kapital poseduje tri bitne karakteristike: (1) retkost, odnosno izražena tražnja na globalnom nivou, (2) velika globalna mobilnost, (3) naglašena senzibilnost prema promenama u ekonomskom i političkom okruženju⁵⁵.

U svetu postoje brojni modeli, oblici i principi međusobne povezanosti primarnih i sekundarnih hipotekarnih tržišta. Te veze su neraskidive: efektivnost sekundarnog, direktno zavisi od uspešnosti i kvaliteta primarnog hipotekarnog tržišta, i obrnuto.

Uloga savremenih hipotekarnog tržišta može se sagledati kroz njegove osnovne funkcije, koje su kompatibilne sa opštim funkcijama drugih elemenata finansijskog sistema odnosno finansijskog tržišta i finansijskih posrednika.

Oslanjajući se na stavova eminentnih autora, može se reći da hipotekarno tržište treba da obezbedi⁵⁶:

1. mobilizaciju sredstava štediša i kapitala investitora, radi transformacije i alokacije prema hipotekarnim korisnicima,
2. uvećanje dostupnosti stanova za većinu stanovništva korišćenjem hipotekarnih stambenih kredita,
3. širenje kruga hipotekarnih investitora, uključujući dinamičke i geografske migracije globalnog kapitala,
4. očuvanje realne vrednosti uloženi sredstava štediša, kreditora i investitora,
5. razvoj balansiranog sistema finansijskih instrumenata i infrastrukture hipotekarnog tržišta, koja sprečava manipulacije na hipotekarnom tržištu,
6. ispunjenje ugovora, uz osiguranje pravne sigurnosti učesnika,
7. disperziju, transfer i podelu rizika, kao i kvalitetan monitoring i upravljanje hipotekarnim rizicima,
8. smanjenje asimetričnosti informacija – negativne selekcije i moralnog hazarda,
9. minimiziranje operativnih troškova (troškovi vremena i novca pri izvršavanju finansijskih operacija po hipotekarnim instrumentima),

⁵⁴ Prvo, može se reći pionirsko istraživanje ove tematike u nas sproveo je 2003. Profesor Dejan Erić i objavio u knjizi *Finansijska tržišta i instrumenti* (Beograd: Čigoja štampa).

⁵⁵ Pogodna sredina za privlačenje kapitala je ona u kojoj političke snage otvoreno pozivaju inostrani kapital, i koje vode «politiku otvorenih vrata». Kapital beži iz onih zemalja koje izražavaju bojazan u pogledu zavisnosti od inostranog kapitala.

⁵⁶ Opširnije u: Miškin, F.S. (2004) i Bodie, Z., Merton, R.S. (2000).

10. aktiviranje tržišta nekretnina i razvoj građevinskog kompleksa, u cilju oživljavanja nacionalne ekonomije i očuvanja socijalno-ekonomske stabilnosti, odnosno harmonizacije odnosa u društvu.

Većina radova naglašava značaj relacije između hipotekarnog tržišta i države. Drugim rečima, nema efektivnog i stabilnog funkcionisanja hipotekarnog tržišta, bez adekvatnog sistema regulacije, koji štiti štediše i investitore i sprečava manipulacije na hipotekarnom tržištu.

3. Analiza finansijskih instrumenata hipotekarnog tržišta

Iako ne postoji jedinstvena teorija kojom bi se objasnili svi finansijski instrumenti hipotekarnog tržišta, postoje dve osnovne grupe hipotekarnih instrumenata (kredit i hartije od vrednosti), kojima se objašnjavaju tendencije razvoja hipotekarnog tržišta.

3.1. Hipotekarni krediti : tradicionalni i modifikovani - rizici i novčani tokovi

Savremeni hipotekarni kredit imao je svoj izrazito dugi istorijski razvojni put, uključujući i brojne transformacije (pre i posle nove ere), koji je bio uslovljen razvojem društveno-ekonomskih odnosa i potreba društva. Kao najstariji oblik kredita, nosio je pečat vremena, i specifičnosti oblika u pojedinim zemljama.

3.1.1. Priroda i oblici hipotekarnih kredita

Razmotrimo sada prirodu i oblike hipotekarnog kredita, obzirom na to da ovi aspekti nisu dovoljno istraživani u domaćoj literaturi.

Ekonomska priroda hipotekarnog kredita je izraz njegovih funkcija u sferi ekonomskih odnosa, od kojih su tri osnovne: (1) mobilizacija finansijskih resursa radi hipotekarnog kreditiranja, (2) stimulisanje tržišta nekretnina, finansiranjem izgradnje i pribavljanja nekretnina, (3) razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta, kao dela investicionog tržišta.

Hipotekarno- investiciona analiza, u suštini pokazuje prirodu efektivnosti korišćenja zajmovnog kapitala, iz ugla osnovnih nosilaca: zajmotražioca i kreditora, pri čemu postoji mnogo dokaznog materijala koji pokazuje da se kreditni odnos bazira na dvema ključnim rečima (hipotezama): poverenje i obezbeđenje⁵⁷. Prva pretpostavka- poverenje se zasniva na oceni čestitosti i sigurnosti zajmotražioca, kao i njegovim ekonomskim mogućnostima za izmirenje kreditnih obaveza. Drugačije rečeno, kreditor traži odgovor na pitanje: da li će dužnik hteti ili moći da otplaćuje traženi kredit. Kako nas uči iskustvo, uprkos ukazanom poverenju, ekonomska pozicija dužnika i opšta konjunktura mogu se bitno izmeniti u pravcu koji ni dužnik, ni kreditor nisu mogli predvideti. Zbog toga je važan drugi faktor- zaloga nekretnine, kao obezbeđenje vraćanja dugoročnog kredita, sa ciljem

⁵⁷ Sama reč "kredit" potiče od latinske reči "credo"- poverenje, a reč "credere" znači verovati.

zaštite kreditora. Većina specijalista iz ove oblasti sugeriše da je ključna zaštita kreditora, ali je dosta savremenih autora koji svojim nalazima i zaključcima, bacaju drugo svetlo na ovaj odnos⁵⁸.

U tom smislu, od posebnog značaja je adekvatan sistem regulacije i zakonodavnih rešenja, koja treba da štite kreditora, ali i hipotekarnog dužnika. Objašnjenje za to je u sledećem: kreditor je ekonomski jača i finansijski bolje obaveštena strana u međusobnom pravnom odnosu. Utoliko veći značaj imaju Opšti uslovi poslovanja banaka i drugih hipotekarnih kreditora (kao zakonska obaveza u skladu sa Međunarodnim standardima i direktivama), čiji je cilj zaštita interesa korisnika finansijskih usluga⁵⁹.

Prirodno, hipotekarni kredit omogućuje zajmotražiocu da pribavi objekat koji prevazilazi sopstvena sredstva, obezbeđuje diversifikaciju investicioniog portfelja, dugoročno finansira pribavljanje nekretnine iz prihoda koji ona donosi, ostvari veću stopu prinosa na sopstveni kapital i druge efekte.

S druge strane, kreditor dobija prinos na kapital, mogućnost kontrole kreditiranog objekta tokom perioda otplate, pravnu garanciju ispunjenja ugovorenih obaveza, kroz zalog nekretnine (koja ima izuzetno dug fizički i ekonomski vek trajanja), ugovornu mogućnost fleksibilnog reagovanja na ekonomske promene ili položaj dužnika do kraja vraćanja kredita, mogućnost da emituje hipotekarne hartije od vrednosti radi pribavljanja resursa na sekundarnom tržištu i slično.

Razume se, sve navedeno dobro funkcioniše u vremenima ekonomskog rasta i stabilnosti. Istorija nas uči da ti periodi ne mogu večno da traju.

Pravna priroda hipotekarnog kreditiranja zasniva se na založnom pravu, odnosno uzajamnim odnosima zalagodavca (dužnika) i zalogoprimca (kreditora), o kojima je već bilo reči.

Finansijsko-organizaciona priroda hipotekarnog kreditiranja proizilazi iz istaknutih specifičnosti hipotekarnog tržišta, kao i principa, mehanizama i modela hipotekarnog kreditiranja i refinansiranja.

Istražujući prirodu hipotekarnog kredita, u ekonomskoj literaturi nailazimo na različite *definicije*. Najkraću i najefektniju definiciju dao je vodeći profesor Fabozzi, koja glasi: "Hipotekarni kredit - to je kredit, obezbeđen nekretninom"⁶⁰. Nešto kasnije, isti autor u svom novom delu daje širu definiciju: "Hipotekarni kredit - to je kredit, obezbeđen zalogom posebne nekretnine i po kome je dužnik obavezan da plaća određeni iznos sredstava. U slučaju *defolta* dužnika, kreditor dobija u svojinu založenu nekretninu"⁶¹.

U rečniku savremenog engleskog jezika navode se dve definicije "*mortgage*", odnosno "*mortgage loans*": "*Mortgage*"- dati nekome, obično banci, pravo svojine nad kućom,

⁵⁸ Naročito su zapaženi citirani radovi nobelovaca J. Stiglic, P. Krugman, Dž. Akerlof i drugi, čiji su stavovi i nama bliski.

⁵⁹ Zbog toga evropski sudovi cene transparentnost, pravednost i jasnoću Opštih uslova poslovanja i sve češće staju na stranu hipotekarnih dužnika. Vode se i dalje diskusije o tome da li individualno prihvaćeni uslovi imaju primat u odnosu na Opšte uslove poslovanja, ukoliko isti grubo narušavaju interese korisnika kredita.

⁶⁰ Fabozzi, F.J. (1995, 471).

⁶¹ Fabozzi F.J. (2004, str. 2999).

zemljištem ili imovinom, za slučaj da ne možete da vratite novac koji su vam pozajmili, u određenom vremenskom periodu⁶². "Mortgage loan"- pravni aranžman po kome se pozajmljuje novac od banke ili slične institucije radi kupovine kuće, a novac se vraća tokom ugovorenog perioda".

Iz domaće literature izdvajamo definiciju profesora Branka Vasiljevića koja sadrži tri ključna međusobno povezana elementa: "Hipoteka je obezbedjenje duga (zajma, kredita) realnom imovinom. Kredit obezbedjen prenošenjem svojine nad zemljištem, zgradama, stanovima, opremom i sl., na poverioca u slučaju da se kredit ne vrati je hipotekarni kredit. Obveznica čija je otplata osigurana imovinom je hipotekarna obveznica"⁶³.

U savremenoj ekonomskoj i pravnoj literaturi, sam pojam "hipoteka" razmatra se kao sinonim, sa više značenja⁶⁴.

Kao što se vidi, definisanju hipotekarnog kredita, logički prethodi određenje pojma hipoteke - kao zaloge. Pri tome, hipoteka, po našem mišljenju, ne predstavlja samo zalogu imovine, već i ukupan sistem ekonomsko-pravne ocene, uključujući ekspertske vrednovanje, dugoročno održavanje i monitoring, kao i ugovorenu prodaju zaloge, ali i kredita (zajedno sa zalogom) na sekundarnom tržištu hipoteka. Posebno naglašavamo da su potraživanja po kreditu i hipoteka neraskidivo vezani, pa tako potraživanje ne može biti ustupljeno bez hipoteke.

Po našem mišljenju, kratka definicija hipotekarnog kredita *F. Fabozzi-ija* ("hipotekarni kredit – to je kredit obezbedjen zalogom nekretnine") je data u užem smislu – sa bankarskog aspekta, koji podrazumeva neposredne ugovorne odnose kreditora i dužnika, što predstavlja osnovu primarnog hipotekarnog tržišta⁶⁵.

Za potrebe našeg daljeg istraživanja, fokus je na sistemu hipotekarnog kreditiranja. Pod njim podrazumevamo ukupnost ciljeva, principa, institucija, mehanizama i instrumenata, koji obezbeđuju preraspodelu finansijskih resursa, sa finansijskog tržišta, ka zajmotražiocima hipotekarnih kredita. Pri tome, posebno naglašavamo suštinski značaj osnovnih principa hipotekarnih finansijskih instrumenata (ročnost, plativost, obezbeđenost i diferenciranost), koji u praksi odražavaju suštinu i funkcije hipotekarnog kredita i hipotekarne HoV. Drugim rečima, principi su uslov realizacije ciljeva i suštine funkcionisanja kredita. Kao što ćemo videti, u praksi navedeni principi deluju povezano i uslovljeno (kao matrica) određujući razvoj metoda, mehanizama i formi hipotekarnih instrumenata⁶⁶. Više je nego očigledno, još od nastanka hipotekarnog kreditiranja pa do današnjih dana, da nepoštovanje osnovnih principa kreditiranja, nanosi višestruku štetu

⁶² *Longman Dictionary of Contemporary English* (2000, str. 926).

⁶³ Vasiljević, B. (1999, str. 238).

⁶⁴ Pod hipotekom se podrazumeva:

- Zalog nekretnine zajmotražioca, u cilju dobijanja hipotekarnog kredita (pravni aspekt hipoteke).
- Založnica-dugovni instrument koji potvrđuje založno pravo zalogoprimca,
- Hipotekarni dug-kredit, kao izraz poverenja kreditora u dužnika i sredstvo obezbedjenja svoga potraživanja.
- Hipoteka - stambeno kreditiranje.

⁶⁵ I pored ugovora, kreditor uvek rizikuje, čak i kada kreditira najpoverljivijeg čoveka, jer kreditor daje sredstva, a dužnik obećava vraćanje i pruža samo garanciju u obliku imovine.

⁶⁶ Opširnije u mojoj knjizi *Hipotekarno tržište - Razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje*. Beograd. Udruženje banaka i Čigoja štampa. (1999) str. 65.

za kreditore, investitore, dužnike i finansijsku stabilnost zemlje. Može se reći da su principi kredita- srce hipotekarnog kreditiranja, a njegova regulacija mozak jedinstvenog organizma funkcionisanja hipoteke.

Dalja teorijska i uporedna analiza specifičnosti hipotekarnog kreditiranja pokazaće brojne oblike hipotekarnih kredita, prema različitim kriterijumima kao što su: bliža namena, tip kreditora, vrsta zajmotražioca, vid obezbeđenja, bliži uslovi kredita, način korišćenja, alternativni instrumenti otplate i prevremene otplate, načini realizacije hipoteke, modeli finansiranja i refinansiranja emisijom hartija od vrednosti, uloga države u pogledu subvencionisanja, garantovanja, regulacije i nadzora hipotekarnih institucija i tržišta i dr.

3.1.2. Proces kreditne analize

Razvoj hipotekarnog kreditiranja u savremenom globalnom svetu postaje kompleksniji, a procesi kreditne analize zahtevniji, zbog brojnih rizika, kako za kreditora, tako i za korisnika kredita, u pravnom, finansijskom i tehnološkom smislu. Regulatorni okvir hipotekarnog kreditnog procesa čine aktuelna pravna regulativa, mere državne politike, sistem korporativnog upravljanja, opšti uslovi poslovanja i upravljanje rizicima kreditne institucije. Rizici i složenost pristupa odnose se na sve tri etape kreditne analize: (1) pripremu i donošenje kreditnih odluka, (2) zaključivanje ugovora o kreditu i (3) monitoring (praćenje vraćanja) kredita.

1) Preliminarna kvalifikacija zajmotražioca predstavlja prvu etapu, koja uključuje razgovor saradnika banke sa potencijalnim klijentom i pružanje svih informacija o uslovima kreditiranja⁶⁷. Ovo je komercijalna etapa sa mogućnošću međusobnog izbora: klijent bira banku koja će najbolje zadovoljiti njegove potrebe, a banka bira potencijalno kvalitetnog klijenta, na dug rok posmatrano⁶⁸.

Ova faza, zatim, podrazumeva podnošenje zahteva za kredit sa više dokumenata o klijentu, kao i proveru svih informacija dobijenih od klijenta, posebno o njegovom finansijskom stanju, zaposlenosti, porodičnoj situaciji, aktivama i planiranom kreditu. Pisani zahtev za kredit sa svim relevantnim podacima i provera informacija o zajmotražiocu iz više izvora, kako bi se ukrštanjem podataka proverila njihova verodostojnost, predstavljaju osnov analize kreditne sposobnosti i donošenje kreditne odluke. Odluka može biti pozitivna, negativna ili uslovna. U zavisnosti od organizacije kreditora i njegove poslovne politike, odluku o odobravanju kredita donosi kreditni odbor, komitet ili komisija, na raznim hijerarhijskim nivoima. Pri odlučivanju o konkretnom hipotekarnom kreditu, moraju se imati u vidu sledeći elementi rizika: a) stepen prihvatljivosti kreditnog rizika i, sledstveno, utvrđivanje premije za procenjeni rizik u strukturi kamatne stope, b) usklađenost sa strukturom limitima hipotekarnih plasmana, u cilju diversifikacije portfolija i smanjenja kreditnog rizika, c) dodatni iznos kapitala banke-

⁶⁷ U uslovima povećanja konkurencije, građani prvi kontakt sa bankom u cilju kreditiranja sve ređe ostvaruju na šalteru banke, već predstavnik banke ili hipotekarni agent sam ide u osvajanje klijenata i prodaju hipotekarnih proizvoda.

⁶⁸ U skladu sa savremenom regulativom i procedurom "Upoznaj svog klijenta", kao i obavezom banaka za zaštitu korisnika finansijskih usluga, klijent mora dobiti potpunu informaciju-ponudu u pisanoj formi, kao i sva usmena dodatna razjašnjenja. Videti: Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga, "Sl. glasnik RS", br. 36/2011.

kreditora za svaki dodatni iznos plasmana, zbog povećanja tzv. kreditne izloženosti, kao i bilansne mogućnosti u pogledu slobodnog kreditnog potencijala.

Ocena kreditne sposobnosti zajmotražilaca obuhvata kompleks aktivnosti vezanih za ocenu rizika urednog vraćanja kredita, a ima dva značenja pozajmica novca i poverenje.

U tom smislu se tradicionalno uzimaju četiri poznata pravila- "4C", koja se odnose na: karakter zajmotražioca (character), kapacitet zaduženja (capacity to borrow), kapital (capital) i obezbeđenje (collateral). Na osnovu iskustva, mi smo predložili još dva standarda, odnosno pravilo "6C": uslovi (conditions) - uvažavanje makroekonomskih i drugih promena (nezaposlenost, inflacija i dr.), koje mogu bitno uticati na otplatu kredita, kao i kompenzatorni faktori (compensation) - ako je jedan pokazatelj loš (zarada), ponuditi bolji drugi (veća hipoteka i sl.). Ovo podrazumeva individualni pristup i realizaciju principa "Upoznaj svog klijenta", a ne samo automatsku kvalifikaciju klijenta, kroz kompjuterski program (FICO skor).

- Ocena izvora prihoda klijenta (zarada, dopunski rad, bonusi, dividende, kamate, zakupnine i dr.) i rashoda (stalni mesečni porodični rashodi i rashodi vezani za otplatu kredita, poreza, osiguranja i dr.). Ključno za ocenu sposobnosti klijenta da vrati kredit je stabilnost u pogledu zaposlenosti, procena budućeg rasta dohodaka, grana privrede, profesionalno obrazovanje, radno iskustvo, uzrast i slično). Mlađi zajmotražioc, dobro obrazovanje i perspektivne kvalifikacije, predstavljaju preimućstva zajmotražioca (npr. mladi lekari, inžinjeri i sl.).

- Ocena kreditne istorije, kao pokazatelja odnosa klijenta prema preuzetim obavezama, koliko se može verovati konkretnom zajmotražiocu, na osnovu subjektivnih karakteristika njegove ličnosti. Podatke o kreditnoj neurednosti otplate (posebno u poslednjih 12 meseci) banke dobijaju od Kreditnog biroa, a o urednom izmirivanju drugih obaveza od javnih i komunalnih preduzeća (porezi, telefonski računi, električna energija, komunalne usluge i dr.)⁶⁹.

- Ocena izvora novčanih sredstava za lično učešće po kreditu i pokriće ostalih troškova vezanih za kredit i nekretninu (lična štednja, sredstva od prodaje pokretne i nepokretne imovine, pokloni porodice, pomoć poslodavca, državne subvencije i dr.).

- Ocena adekvatnosti procene vrednosti nekretnine, kao i odnosa prema traženom iznosu kredita, pravnog statusa odnosno «čistote» vlasništva nekretnine i fizičko-tehničkog stanja nekretnine.

U cilju minimizacije rizika, u savremenu stranu i domaću praksu je uvedena standardizacija i unifikacija uslova i pokazatelja odobravanja hipotekarnih kredita. Pri tome, bitna su dva klasična "koeficijenta rizika", tj. do definisanje dva ključna parametra koji određuju kreditnu sposobnost zajmotražioca i obezbeđenost kredita.

Sa stanovišta mogućnosti izbora zajmotražioca hipotekarnog kredita bitna su dva faktora: odnos obima kredita i procenjene vrednosti nekretnine, kao i rok vraćanja

⁶⁹ Ukoliko banka naknadno utvrdi da je zajmotražilac utajio informacije o nekim svojim obavezama, u skladu sa ugovorom o kreditu, ona može proglasiti kredit dospelim u celini i tražiti prinudnu naplatu kredita.

kredita⁷⁰. Povećanje vrednosti ovih koeficijenata povećava iznos kredita, ali i ukupne obaveze po njemu. Sa produžavanjem roka vraćanja kredita, smanjuje se mesečna obaveza, ali rastu ukupne obaveze po kreditu. Takođe, porast odnosa "kredit – zaloga" od 50% do 90% označava povećanje i mesečnih obaveza i ukupne vrednosti kredita. Duži rok vraćanja kredita i niže lično učešće mogu da umanje mesečna plaćanja, ali dovode do porasta ukupnog troška.

2) Zaključivanje kreditnog ugovora je faza sporazumnog utvrđivanja uslova, koji zadovoljavaju potrebe i interese obe ugovorne strane – kreditora i dužnika.

U suštini, ugovor o kreditu uključuje, u praksi, sve bazične principe hipotekarnog kreditiranja: ročnost, plativost, pokriće i diferenciranost kredita (namena, lično učešće, način otplate, zaštitne klauzule) i druge uslove kreditiranja.

U ovoj fazi zaključuje se i ugovor o hipoteci (*real estate mortgage*), kao i ugovor o osiguranju predmeta hipoteke i života dužnika i drugo.

Faza strukturiranja kredita se završava puštanjem kredita u tečaj isplatom kredita, najčešće, prodavcu stana.

3) Monitoring kredita, kao treća faza, je proces praćenja i servisiranja kredita, koji podrazumeva ne samo tehničke poslove naplate dospelih anuiteta i kontrolu stanja zaloge, već, kontinuelno aktivno praćenje kredita u operativnoj funkciji (tzv. živi krediti banke).

Monitoring obuhvata praćenje performansi svakog pojedinačnog kredita i preuzimanje korektivnih akcija prema dužniku, ali i ocenu kvaliteta ukupnog kreditnog portfolija, od čega zavisi potreba korekcije visine rezervi i kapitala banke, u cilju pokrića gubitaka po delu plasmana.

Monitoring hipotekarnih kredita, kao svojevrsna kultura interne revizije, treba da blagovremeno otkriva, klasifikuje i predlaže mere za pojedinačne ili grupne problemske zajmove. Pri tome, treba praviti razliku između substandardnih (krediti sa odstupanjem performansi od predviđenih), sumnjivih (porast rizika nenaplative) i kredita sa gubitkom, koji znače otpis kredita, ukoliko se ne plati kamata i rata u roku od 90 dana. Otpis ide na teret operativnih rezervi ili kapitala banke. Praksa pokazuje da se gotovo jedna polovina otpisanih hipotekarnih kredita kasnije naplati.

Sa razvojem sekundarnog hipotekarnog tržišta, procesi opsluživanja (servisiranje i monitoring) hipotekarnih kredita od strane banke, dobijaju suštinski značaj za efikasno hipotekarno tržište, kroz obezbeđivanje kontinuiranih novčanih tokova otplate kredita,

⁷⁰ Ne samo ilustrativan, već i značajan je primer Švedske, gde je nedavno donet Zakon o hipoteci, kojim se ograničava rok vraćanja kredita za novoizgrađene kuće na 105 godina (do sada se u praksi otplata protezala na 140 godina), korišćenjem tzv štafetnog principa, da otplatu preuzimaju naslednici, koji u tom objektu žive (pretpostavljeni rok amortizacije stana je 100 godina). Na ovaj način, omogućavanjem mesečnog plaćanja kamate i minimalno glavnice, postiže se veća kreditna sposobnost zajmotražioca, međugeneracijska ravnopravnost, podstiče nova stambena izgradnja, uz ograničavanje rasta cena.

tokom ukupnog "životnog veka", odnosno uzajamnih odnosa dužnika, kreditora i investitora⁷¹.

Razvoj efektivnosti bankarskog servisiranja hipotekarnih kredita uključuje: (1) prikupljanje mesečnih uplata (glavnice i kamate), izradu novog plana otplate kredita i obaveštavanje dužnika, (3) knjiženja kredita, (4) praćenje prevremene otplate, (5) obračun rezervacija po kreditima, u zavisnosti od stepena rizika, (6) aktivnosti sa problematičnim kreditima, (7) stalna kontrola stanja založene imovine dužnika, (8) ukoliko dužnik ne izvršava svoje obaveze, sprovođenje procesa javne prodaje založene nekretnine i prinudna naplata kredita, (9) nakon izmirenja svih ugovornih obaveza dužnika, likvidacija hipotekarnog duga, uz davanje potvrde o konačnoj otplati duga i brisanje zaloge nekretnine, (10) servisno opsluživanje kredita je dosta odgovorna, ali i profitabilna aktivnost imajući u vidu da se visina naknade se kreću od 0,25% do 0,33% od ostatka hipotekarnog duga.

3.1.3. Tradicionalni modeli otplate hipotekarnih kredita

U razvoju mehanizama hipotekarnog kreditiranja značajno mesto ima izbor instrumenata otplate kredita i plaćanja kamate, kao oblika novčanih tokova po hipotekarnom kreditu.

Izbor ovih instrumenata treba da zadovolji kako interese kreditora (veći prinos, uz niže rizike), tako i interese hipotekarnih dužnika (dostupnost, jednostavnost obračuna i prilagodljivost otplate)⁷². Naravno, izbor hipotekarnih instrumenata uslovljen je brojnim ekonomskim faktorima (dohoci stanovništva, inflacija, razvoj hipotekarnog sistema i fondova za hipotekarno kreditiranje i dr.).

Osnovni, najstariji i najrasprostranjeniji tip hipotekarnih instrumenata, u svetu, sve do 90-ih godina prošlog veka, bio je hipotekarni kredit sa fiksnom kamatnom stopom (*fixed-rate mortgage - FRM*) i jednakim mesečnim plaćanjima (*level-payment*) tokom čvrstog roka vraćanja. Zbog toga se ovaj tip kredita naziva anuitetskim kreditom (*annuity loan*)⁷³.

Amortizacija ovog hipotekarnog instrumenta podrazumeva: uplatu kamate u visini 1/12 fiksne godišnje kamatne stope, obračunate na ostatak duga prethodnog meseca, i uplatu dela neotplaćene glavnice (nominala) tokom ugovorenog perioda otplate, odnosno životnog veka hipoteke.

U ovom modelu kredit se amortizuje postepeno, u jednakim mesečnim anuitetima. Tokom dugog perioda otplate bitno se menja samo struktura mesečnog anuiteta, tako

⁷¹ Nakon prodaje hipotekarnih bankarskih kredita učesnicima sekundarnog hipotekarnog tržišta (uz zadržavanje funkcije opsluživanja od strane banke), kao i emisije i prodaje hipotekarnih hartija od vrednosti investitorima, od procesa opsluživanja kredita u dobroj meri zavisi efikasnost i efektivnost tržišta (redovno dobijanje prinosa investitora i tražnja za ovim hartijama od vrednosti).

⁷² Opširnije u: Friedman, J., Nordway (1989, str. 141), Vasiljević, B. (1999, str. 238), Fabozzi, F. (2004, str. 303), Chiquier, L.M. L. (2002, str. 49).

⁷³ U literaturi se susreće i mnogo drugih naziva za tradicionalni model, kao što su: obična (konvencionalna) hipoteka, standardna hipoteka, klasična hipoteka, stalna hipoteka, kredit sa tvrdom kamatnom stopom, permanentni kredit, samoamortizujući kredit i slično. Neki autori u SAD tradicionalni model hipotekarnog kredita vezuju za štedno-kreditne asocijacije, koje su sve do početka 80-ih godina prošlog veka odobravale kredite, uz fiksnu kamatnu stopu (koja se plaća periodično) i jednokratno vraćanje glavnice na dan dospeća kredita. Videti u: Pallock, A. J. (1999) i Brueggman W., Jeffrey F. (2002).

što se u početnim godinama, veći deo anuiteta odnosi na kamatu, dok kasnije raste udeo otplate glavnice. Posledično, smanjenje ostatka duga (kao osnovice za obračun kamatne stope) smanjuje i iznos kamate. Pri tome je, razlika između mesečnog anuiteta i kamate jednaka veličini otplate, tj. iznosu smanjenja duga.

Karakteristike mesečnog novčanog toka tradicionalnog hipotekarnog kredita, mogu se uočiti iz podataka sledećeg amortizacionog plana.

Kao što se iz tabele 3. vidi, jednak mesečni anuitet od 742,5\$, tokom svih 30 godina otplate, menja svoju strukturu. Tako se u prvom mesecu otplate na kamatu odnosi 677,08\$, a na otplatu glavnice samo 65,41\$. Obrnuto, u poslednjem, 360-om mesecu otplate, na kamatu se odnosi samo 4,99\$, a na otplatu glavnice 737,50\$.

Primećujemo da kreditni bilans (neotplaćeni dug na kraju prvog meseca otplate) iznosi 99.934,59\$, dok je hipotekarni bilans na kraju poslednjeg meseca otplate jednak 0, što znači da je hipotekarni dug kreditoru u potpunosti isplaćen.

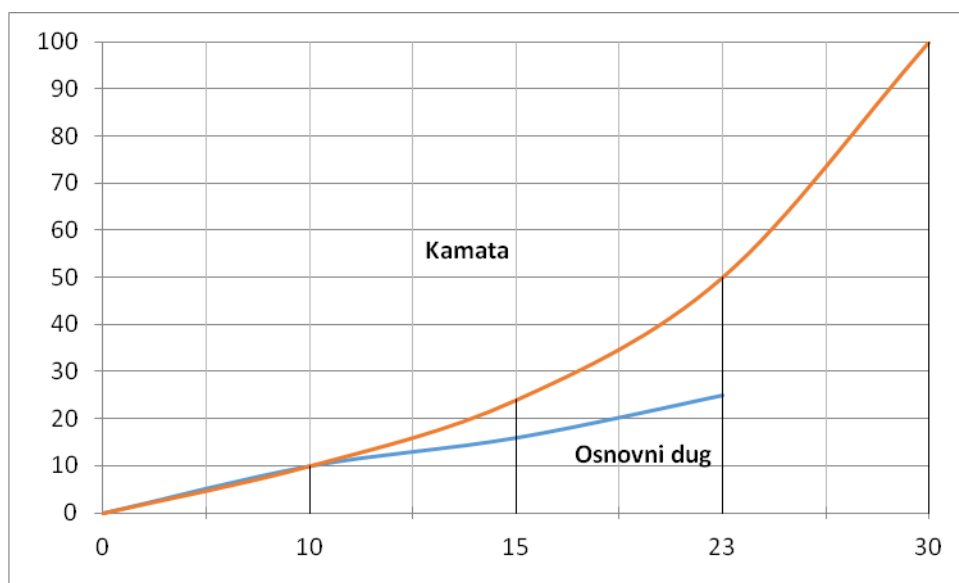
Tabela 3: *Amortizacioni plan tradicionalnog hipotekarnog kredita*

(Iznos 100.000\$, rok vraćanja 30 godina, kamatna stopa 8,125%, mesečni anuitet 742,50\$)

Mesec	Kreditni bilans		Mesečni		
	Stanje	Procenat otplate	Anuitet	Kamata	Otplata glavnice
1	2	3	4 (5+6)	5	6
0	100.000,00	100,00%	-	-	-
1	99.934,59	99,93%	742,50	677,08	65,41
2	99.868,73	99,93%	742,50	676,64	65,86
3	99.802,43	99,93%	742,50	676,19	66,30
25	98.224,62	98,42%	742,50	665,58	76,91
75	93.635,15	95,33%	742,50	634,72	107,78
185	75.994,99	81,16%	742,50	516,08	226,41
290	41.284,30	54,33%	742,50	282,64	459,85
360	0,00	0,00%	742,50	4,99	737,50

Izvor: Fabozzi, F.J. (2004, str. 305).

Ovde podvlačimo da se u prvim godina otplate, zaduženost smanjuje relativno sporo, za prvih 10 godina zaduženost (glavnica) se smanjuje za 10%. Zatim, za 15 godina (polovina roka vraćanja kredita) zaduženost se smanjuje za 25%, a za 23 godine tek za 50%. Ubrzanje smanjivanja zaduženosti beleži se u poslednjim godinama otplate hipotekarnog kredita, što ilustruje sledeća slika:



Slika 4: Dinamička struktura plaćanja po hipotekarnom stambenom kreditu

Izvor: Autorski prikaz

Matematičko izračunavanje mesečnog anuiteta po konkretnom kreditu vrši se pomoću standardne anuitetske formule⁷⁴:

$$MP = MBo \left[\frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1} \right]$$

gde je:

MP - mesečno plaćanje- anuitet

Mbo - glavnica- početna suma neotplaćenog duga

i - mesečna kamatna stopa (godišnja kamatna stopa/ 12)

n - broj meseci.

Izraz u srednjoj zagradi navedene formule naziva se anuitetskim faktorom ili faktorom plaćanja. Numeričke vrednosti ovog faktora, za različite rokove i kamatne stope (karta kreditnih koeficijenata) služe za lakše izračunavanje mesečnog anuiteta.

Literatura koja obrađuje ovaj tradicionalni hipotekarni instrument naglašava da on može dobro da funkcioniše u uslovima stabilne ekonomije, sa niskom inflacijom i stabilnom vrednošću finansijskih resursa, što je bio slučaj u SAD više od osam decenija, (više od polovine hipotekarnih kredita je sa fiksnom kamatnom stopom). Ovaj tip kredita omogućava dužniku da tačno zna svoje mesečne kreditne obaveze i ima pravo prevremene otplate u bilo koje vreme i u bilo kom iznosu, što mu omogućava da efikasno upravlja svojim dugom. U tom smislu, kod ovog anuitetskog načina plaćanja kreiran je, hipotekarni proizvod sa dvonedeljnim načinom otplate, koji više odgovara dužniku, zbog dinamike isplata zarada. Plaćanjem polovine mesečnog anuiteta, jednom u dve nedelje,

⁷⁴ Detaljnije matematičko modeliranje može se videti u F. Fabozzi (2004, str. 306) i Taff. L. (2003, str 100).

iznos kamate koju dužnik plaća je bitno manji, ali je obaveza uplata češća. Pošto se na ovaj način realizuje 26 uplata godišnje (što čini 13 meseci tokom godine), konačan dug se otplati mnogo ranije (kredit sa rokom od 30 godina prosečno se otplati za 21 godinu). Kreditor dolazi do bržeg povraćaja plasiranih sredstava, ali dobija ukupno manju sumu kamate, nego pri mesečnom plaćanju. Takođe, sa prevremenom otplatom, kreditor ima određene rizike i potencijalne gubitke.

Problemi fiksacije kamatne stope na izrazito duge rokove hipotekarnih kredita vezani su za rizike drastičnih promena odnosa kreditnih plaćanja i smanjenja dohodka dužnika. Brojni su primeri pogrešnog izbora standardnih hipotekarnih instrumenata, koji su u uslovima visoke inflacije, doveli do topljenja osnovnog duga dužnika i kraha kreditnih institucija (SAD, Turska, Srbija i druga).

Sve u svemu, u savremenim uslovima razvoja globalnog finansijskog i hipotekarnog tržišta koje karakterišu velike turbulencije i krize, ovaj tradicionalni hipotekarni instrument relativno gubi na značaju i primeni.

3.1.4. Savremeni modeli otplate hipotekarnih kredita

Alternativni - netradicionalni instrumenti hipotekarnog kreditiranja, koji se razlikuju po uslovima i metodama gašenja zaduženosti, dobili su na značaju u teoriji i praksi sa porastom inflacije, očekivanih zarada i rastom vrednosti stanova⁷⁵.

Visoki rast inflacije (zemlje Latinske Amerike, Izrael, Turska i dr.), podstaklo je kreditore i dužnike da kreiraju i prihvate brojne nove instrumente hipotekarnih kredita. Radi se o činjenici da je, u takvim uslovima realna kamatna stopa po ranije datim dugoročnim hipotekarnim kreditima sa fiksnom kamatnom stopom postajala negativna, a da su otplate i ostatak duga po kreditu sistematski obezvređivani. Kreditore su bili suočeni sa velikim gubicima "na supstanci", pa su želeli da uvećaju kamatne stope pri samom odobravanju novih kredita. Rast nominalnih kamatnih stopa imao je, međutim, negativan uticaj na dostupnost kredita za većinu zajmotražilaca. Kreditore su se, s druge strane, suočavali sa povećanim rizicima kamatne stope i prevremene otplate kredita.

To je dovelo do razvoja mehanizama i različitih shema alternativnih instrumenata, koji (za razliku od tradicionalnih instrumenata) u većoj meri štite interese kreditora, ali istovremeno obezbeđuju i veću dostupnost kredita zajmotražiocima⁷⁶. Svakako, nema jednog idealnog instrumenta koji će sasvim zadovoljiti interese zajmotražilaca i kreditora. Pri tome, treba imati u vidu da razvijenija hipotekarna tržišta imaju veći izbor kreativnih hipotekarnih proizvoda, koji treba da smanje rizike kreditora u dugom životnom ciklusu kredita i da omoguće veću dostupnost stanova, uz manje kreditne šokove u životnom veku dužnika.

⁷⁵ Miles, D., Pillonca, V. (2007) Financial Innovation and European Housing and Mortgage Market. Morgan Stanley Research Europe. No 18; Najadmalayeri, A. (2011) Wages, inflation and mortgage design. Journal of Economics and Business. No 63.

⁷⁶ Vasiljević, B. (1997, str. 241).

U literaturi postoje različite podele odnosno sistematizacije alternativnih hipotekarnih mehanizama, kao rezultat brojnih kombinacija u strukturiranju otplate duga i plaćanja kamate, kao i drugih elemenata posmatranih iz ugla kreditora i zajmotražioca. Postoji, uz to, tendencija neprestanih modifikacija instrumenata, u cilju veće efektivnosti hipotekarnog tržišta⁷⁷.

Jedna od bitnih demarkacionih linija između tradicionalnih i netradicionalnih instrumenata vezana je za nivo inflacije. Pri umerenoj stopi inflacije dobro funkcionišu hipotekarni krediti sa promenljivim plaćanjima, kako oni kod kojih se visina otplate (obično uz fiksnu kamatnu stopu) određuje prilikom zaključenja ugovora o kreditu, tako i onih kod kojih se ugovorom čvrsto definišu načini promene otplate.

U uslovima izrazito visoke i volatilne inflacije, sa velikom magnitudom potresa, kada nije moguće koristiti tradicionalne instrumente sa fiksnom kamatnom stopom, ali ni sa promenljivim kamatnim stopama, primenjuju se mehanizmi indeksacije, koji bolje uvažavaju i promene tempa inflacije ili cene kreditnih resursa. Pri tome, najjednostavniji i najčešći hipotekarni kredit, a posebno u zemljama u tranziciji, vezan je za stranu valutu (evro, švajcarski frank, dolar i sl.), čime se smanjuje kamatni rizik, s obzirom da se devizni kurs, uglavnom, kreće u smeru kretanja inflacije.

Naš je stav da, netradicionalni hipotekarni instrumenti obuhvataju sve forme, mehanizme i modele otplate hipotekarnih kredita, osim tradicionalnog instrumenta⁷⁸. Svaki od alternativnih instrumenata zadovoljava preferencije pojedinih kategorija korisnika i, naravno, ima svoje prednosti i nedostatke⁷⁹.

Ovde bih posebno podvukao da treba praviti bitnu razliku između kredita sa alternativnim modelima otplate od substandardnih kredita, koji ne ispunjavaju opšte uslove kreditne sposobnosti za odobravanje kredita (*subprime, Alt A* i dr.)⁸⁰.

U nastavku ćemo detaljnije analizirati karakteristike i oceniti pojedine savremene modele otplate, svrstane u nekoliko grupa: (1) veličina plaćanja se određuje prilikom zaključenja odgovora, (2) promenljive otplate, uz fiksiranje pravila izmene veličine i dinamike plaćanja, (3) odgovarajuća indeksacija kredita, (4) učešće kreditora i investitora u prirastu vrednosti nekretnine.

Važno je pri tom imati u vidu da različite varijante strukturiranja novčanih tokova hipotekarnih kredita bitno utiču na novčane tokove hipotekarnih hartija od vrednosti, odnosno na proces sekjuritizacije i zaštitu investitora. Opisaćemo ukratko samo neke osnovne modifikovane hipotekarne instrumente:

1. Kredit sa varijabilnom kamatnom stopom (*adjustable rate mortgage - ARM*) ima posebno mesto u hipotekarnom kreditiranju, posebno u zemljama sa umerenom inflacijom⁸¹. Suština ovoga instrumenta je u preispitivanju kamatne stope, u okviru

⁷⁷ Friedman, J., Ordway, N. (1989, str. 152).

⁷⁸ Detaljnije informacije o modifikovanim modelima otplate hipotekarnih kredita sadržane su u aktima poslovne politike i odgovarajućim brošurama koje banke nude klijentima.

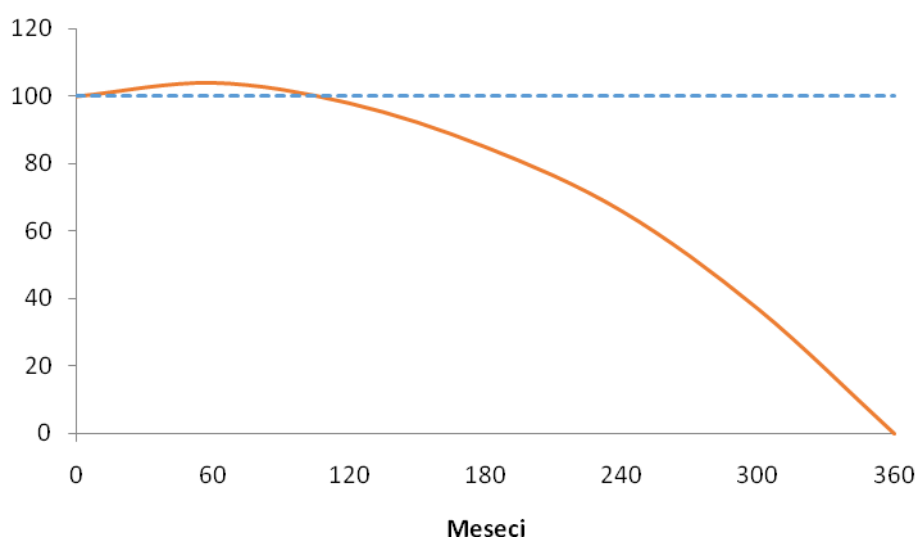
⁷⁹ Taff, L. (2003, str. 112).

⁸⁰ Ovi "inovativni" modeli hipotekarnog kreditiranja sami po sebi su bili instrumenti hipotekarnog kasina, koji je nastupio u SAD, što opširno obrađujemo u tački 6.4.

⁸¹ Ovaj instrument uveden je 80-ih godina u SAD na osnovu posebnog zakona, posle masovnog kraha S&Ls, u uslovima povećanih inflacionih očekivanja i tržišnih kamatnih stopa. Opširnije u Kidwell, D.,

ugovorenog roka vraćanja, u zavisnosti od kretanja na finansijskom tržištu, u pogledu cene kreditnih resursa.

Široka popularnost ovog kreditnog proizvoda kod zajmotražilaca (učešće od 20% i rok 30 godina, kao kod hipoteke sa fiksnom kamatnom stopom) zasniva se na nižim fiksnim kamatama (1,5- 2% niže u odnosu na standardni instrument) u prvim godinama kreditiranja (2 - 10 godina), ali bez negativne amortizacije kredita. Time se obezbeđuje veća dostupnost kredita (u najtežem periodu otplate), ali se kasnije izmene kamatne stope prebacuju na dužnika, čime kreditor smanjuje rizik kamatne stope. Jasno je da ova shema kreditiranja u sebi sadrži elemente tržišne igre, s obzirom da buduće otplate nisu sasvim poznate. Ako tržišne kamatne stope padaju, smanjuju se obaveze dužnika, ali problem za dužnika nastaje kada ove veličine rastu⁸².



Slika 5: Grafički prikaz plaćanja po kreditu sa varijabilnom kamatnom stopom

Izvor: Federal Home Loan Bank

Strukturiranje ovog kreditnog instrumenta je, u početku, po formuli standardnog anuitetskog hipotekarnog kredita. Korekcija/indeksacija kamatnih stopa i novi obračun plaćanja sprovodi se automatski (krajem godine) prema ugovorenom roku (posle 1 do 5 godina - SAD, ili 10 godina - Nemačka). Pri tome je važna visina efektivne kamatne stope, koja ključno zavisi od izbora indeksa/pokazatelja koji se koristi (prinos državnih hartija od vrednosti, kamatna stopa na međubankarskom tržištu, oficijelna stopa inflacije, indeks zarada i dr.). Svakako, najbolji indeks je onaj koji reprezentuje cenu resursa za hipotekarno kreditiranje i koji mora biti odrediv i objavljen.

Pored unapred ugovorenog načina promene kamatne stope, postoje i agresivnije hipotekarne tehnologije, koje daju pravo kreditorima da imaju niže startne kamatne stope, koje kasnije menjaju krajnje proizvoljno i ekstremno (nezavisno od inflacije ili

Peterson, R., Blackwell, D. (2000) Financial Institutions, Markets and Money. New York. Harcourt Inc. str. 264.

⁸² Gitman, L., Joehnk, M. (1990, str. 708).

stanja na finansijskom tržištu), prema sopstvenim ekonomskim interesima. Usled neizvesnih i često nerealnih budućih kretanja ukupnih otplata, dužnici se suočavaju sa "kreditnim šokom", čime raste i udeo nevraćenih kredita (više od polovine nevraćenih kredita su upravo instrumenti sa promenljivima kamatama). Postoji mišljenje da se ovde radi o smišljenom "navlačećem" instrumentu - tzv. kamati navlakuši, čiji je cilj da se "ubedi" ili čak prevari zajmotražilac da uzme hipotekarni kredit. Kreditor štiti svoje interese, prebacivanjem rizika kamatne stope na dužnika, čime posledično, raste kreditni rizik kreditora.

Da bi se sprečile te pojave i obezbedila tražnja i privlačnost hipotekarnih kredita s fleksibilnom kamatnom stopom, primenjuje se drugi (dopunski) regulatorni mehanizam, ugradnjom limitatora kamatnih stopa, u odnosu na rast inflacije, ili druge tržišne promene, koji smanjuje rizik dužnika. Pri tome se formira svojevrsni koridor, koji je omeđen maksimalno dozvoljenom visinom rasta kamatnih stopa- gornja granica (tzv. *vertical cap*), gde se rizik prenosi na kreditora, i donjom granicom pada kamatnih stopa – minimalna kamatna stopa, koja prenosi rizik na dužnika. U praksi postoje različiti modaliteti ugovaranja ovih limitatora kamatnih stopa (rast– pad)- godišnji, polugodišnji, mesečni, ali i za ceo period otplate⁸³.

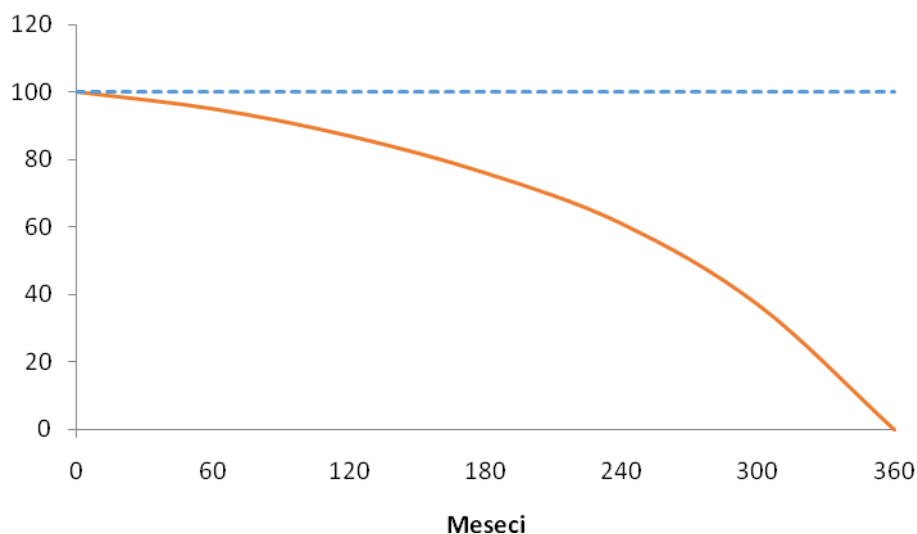
Smatramo da ovaj kreditni instrument može dobro da funkcioniše u razvijenim ekonomijama sa stabilnim finansijskim tržištem i niskom inflacijom. Njegove negativne osobine vezane su za probleme izbora adekvatnog parametra (indeksa), koji najbolje odražava uslove na finansijskom tržištu, kao i česte promene kamatne stope i složen način obračuna novih obaveza dužnika, koje ne koincidiraju uvek sa kretanjem njegovih zarada i slično, što je bilo vidljivo u savremenoj hipotekarnoj i finansijskoj krizi.

2. Kredit sa postepenim rastom plaćanja (*graduated payment mortgage - GPM*) polazi od obračuna tradicionalnog hipotekarnog kredita (fiksna kamatna stopa i rok otplate), ali promenljive otplate. Strukturiranje plaćanja je takvo da su u početku (prvih 3-5 godina) mesečne otplate kredita manje (negativna amortizacija, koja pripisom uvećava "osnovni dug"), da bi se nakon tog perioda iznos plaćanja "kompenzovao", nastavljajući da raste (obično 2 godine), odnosno sve dok se ne dostigne nivo anuiteta tradicionalnog kredita, koji obezbeđuje punu mesečnu amortizaciju kredita, sistemom jednakih anuiteta, u preostalom periodu otplate. Ovaj instrument ima karakter samoamortizujućeg kredita i, u izvesnom smislu, predstavlja prelaz, od tradicionalnog ka inflacionom modelu. Prikaz hipoteke sa postepenim rastom plaćanja (GPM) i standardnog hipotekarnog kredita (FPM) daje slika 6.

3. Ovaj instrument je pogodan za zajmotražioce (perspektivnih zanimanja), koji očekuju rast svojih dohodaka, a koji su pri tom sakupili neophodan početni kapital, kao lično učešće za kredit. Primenjuje se uz minimalno lično učešće (5-10%), sa rokom od 30 godina, u cilju povećanja kreditne sposobnosti mladih porodica, s procenom stalno rastućih dohodaka, kao i zakupodavaca, koji takođe imaju rast dohodaka u skladu sa inflacijom⁸⁴.

⁸³ Kao najčešći instrument ograničenja kamatnih stopa uzima se maksimalan rast od 2% u toku godine i 6% tokom celog perioda otplate.

⁸⁴ Instrument je prvi put uveden 1977. godine od strane Federalne stambene administracija SAD (FHA).



Slika 6: Šema plaćanja po kreditu sa postepenim rastom plaćanja

Izvor: Isti.

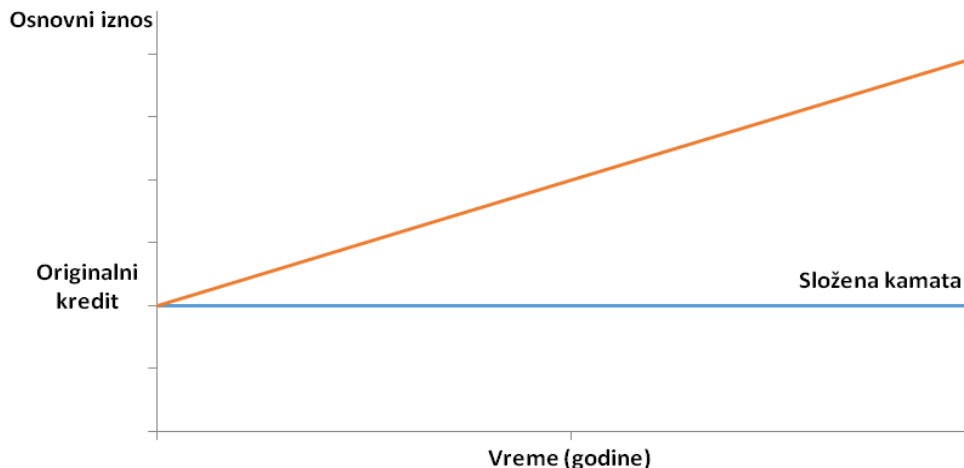
Ovaj instrument je našao široku primenu i pore toga što je vrlo rizičan instrument, kako za kreditora, tako i za dužnika.

Ukoliko je dobra prognoza rasta dohotka zajmotražioca, ovaj instrument obezbeđuje veću dostupnost kredita. U slučaju neostvarivanja prognoze, raste kreditni rizik kreditora. Za dužnika ovaj instrument nosi, ukupno posmatrano, nepredvidivu i višu kamatnu stopu, u odnosu na standardni instrument, zbog zahteva da se negativna amortizacija kredita u prvim godinama otplate koriguje povećanim kasnijim otplatama, tako da protokom vremena dug raste, umesto da se opada.

U SAD i Velikoj Britaniji dizajnirane su fleksibilne hipoteke sa plaćanjem samo kamate (*interest-only mortgages*), uz kasniju akceleraciju otplate glavnice.

3. Krediti sa fiksiranim uvećanim plaćanjima glavnice (*growing equity mortgage - GEM*), predstavlja instrument sa ugovorenim većim (ravnimernim i fiksnim) otplatama glavnice, sa fiksnom kamatnom stopom i fiksnim rokom vraćanja (obično 30 godina)⁸⁵. Ovaj instrument je sličan kreditu sa postepenim rastom plaćanja (GPM), ali je bitna razlika u tom što se ovde radi o uvećanim plaćanjima glavnice, tako da se rok otplate skraćuje (obično 12-15 godina). Mehanizam "gašenja" kredita sa većim uplatama osnovnog duga podrazumeva zatim opadajuće (promenljive) mesečne otplate, sa opadajućim iznosima kamate (u meri smanjenja glavnice - ostatka duga). Suština ovoga instrumenta je da svaka uvećana uplata osnovnog duga (u odnosu na standardni instrument) povlači smanjenje kamata, a time i opadajući trend ukupne otplate kredita. Ovaj tip kredita je privlačan za one korisnike koji žele brzo da otplate kredit sa visokom kamatnom stopom, ali i za one kreditore koji ne žele da svoje resurse vezuju na duže rokove.

⁸⁵ Dakle, to je hipoteka sa fiksnom kamatnom stopom, ali ne i fiksnim (već rastućim) otplatama. Više u: Fabozzi, F. (2004, str. 311).



Slika 7: Šema vraćanja "balon" hipoteke

Izvor: Isti

4. Kredit sa "balon" plaćanjem (*balloon mortgage - BM*) ili neamortizovana hipoteka (*non amortizing mortgage*) podrazumeva jednokratnu otplatu ukupne sume kredita (uvećane kao vazdušni balon), obično tek na kraju ugovorenog roka vraćanja⁸⁶. Razmotrimo tri modela strukturiranja ovog tipa kredita:

a. Plaćanje samo kamate (*interest-only payments*), dok se otplata glavnice zamrzava i uplaćuje jednokratno – na kraju ugovorenog roka hipoteke. Plaćanje kamate može biti dvojako strukturirano: u ravnomernom fiksnom ili rastućem iznosu, što ilustruje slika 7.

b. Kredit sa zamrzavanjem i glavnice i kamatne stope (*dormant interest until maturity*), sve do konačnog roka vraćanja kredita, kada se jednokratno izmiruju ukupne (uvećane) obaveze prema kreditoru⁸⁷.

Ova forma hipoteke se koristi relativno retko, uglavnom kod spekulativnih poslova sa zemljištem. U SAD je pre Velike depresije, ova forma "totalno" negativne amortizacije kredita bila široko rasprostranjena.

c. Delimično samoamortizujući hipotekarni kredit i (obično fiksne) kamate, uz konačnu veliku završnu otplatu kredita u celini.

Razume se, prisutne su i mnoge druge šeme strukturiranja ovog hipotekarnog instrumenta, na liniji odnosa kreditor - zajmotražilac. Obično se ovi krediti daju uz 20% sopstvenih sredstava, na kraći rok (1-7 godina), nakon čega se, po potrebi, kredit može refinansirati, ali po tekućoj kamatnoj stopi. Kreditor, u suštini, plasira dugoročne resurse u kratkoročne hipotekarne kredite, jer je realna dužina kredita, manja od utvrđene. Ovaj model se koristi u spekulativne svrhe kod kupovine zemljišta ili na kraći rok, pri kreditiranju porodica koje menjaju mesto stanovanja i vraćanje kredita realizuju iz prodajne cene postojećeg stana.

⁸⁶ Ovaj tip hipoteke korišćen je u SAD do Velike depresije, a 1990. godine ponovo je uveden u praksu Freddie Mac i Fannie Mae.

⁸⁷ U ovom modelu hipotekarni kredit se stavlja u stanje mirovanja, «zimskog sna» ili «kreditnog raspusta» u pogledu otplate kredita, sve do krajnjeg roka vraćanja.

5. Kanadski revolving kredit (*Canadian rollover mortgage - CRM*) je prolongirajuća, obnavljajuća ili refinansirajuća hipoteka, sa promenljivom ili novougovorenom kamatnom stopom. Ovaj hipotekarni kredit ima relativno kraće rokove dospeća (5-10 godina) i period fiksacije kamatne stope (npr. 2- 5 godina), nakon čega se (shodno ranije ugovorenom intervalu) neotplaćeni saldo kredita refinansira novoodobrenim kreditom, ali po novim tržišnim uslovima: novom fiksnom kamatnom stopom (smanjenom) i novim rokom otplate. U proseku, ukupan rok kredita se tako kreće od 25-30 godina. Ovaj vid kredita, prema tome, uključuje periodično refinansiranje kredita i periodičnu korekciju kamatne stope, u skladu sa tržišnim uslovima⁸⁸.

6. Konvertujuća hipoteka s promenljivom kamatnom stopom (*convertible mortgage - CM*), predstavlja simbiozu (hibrid) najboljih svojstava hipoteke sa promenljivom i hipoteke sa fiksnom kamatnom stopom. Suština ovog kreditnog instrumenta zasniva se na ugovorenoj mogućnosti izbora dužnika da, pri određenim uslovima, zameni ili konvertuje kredit sa promenljivom kamatnom stopom u kredit sa fiksnom kamatnom stopom. U momentu odobravanja kredita zajmotražilac se opredeljuje za promenljivu kamatnu stopu, koja je obično niža za 1,5-2,0 procentna poena od fiksne kamatne stope, čime u startu podiže nivo njegove kreditne sposobnosti. U sledećoj fazi životnog veka kredita, kada promenljive kamatne stope pokazuju tendenciju rasta, dužnik koristi svoje ugovorno pravo za konverziju postojećeg kredita u kredit sa fiksnom kamatnom stopom. U slučaju da tržišna kamatna stopa pokazuju tendenciju pada, za dužnika su povoljnije promenljive kamatne stope. U toj situaciji on može refinansirati konvertovanu hipoteku sa fiksnom kamatnom stopom uzimanjem kredita ili sa nižom kamatnom stopom ili sa promenljivom kamatnom stopom (koja je tada, takođe, niža).

Obično se period dozvoljene konverzije ograničava (npr. krajem prve i do sredine druge godine otplate i sl.), a dužnik ima obavezu i da plati odgovarajuću naknadu za konverziju kredita (u fiksnom, relativno malom iznosu, npr. 0,25- 0,50%). Mehanizam konverzije kredita je povoljniji za dužnika u odnosu na mehanizam refinansiranja, koji je dosta nepovoljniji (obično 2 - 4% od stanja kredita).

Očigledno je da postoji potreba za dubljom analizom i ocenom i ovog kreditnog instrumenta ne samo za dužnika, već i za kreditora – u pogledu rizika i odgovarajućih novčanih tokova po hipotekarnom kreditu.

7. Kredit sa obrnutim anuitetom (*reverse annuity mortgage - RAM*), spada u grupu kreditnih instrumenata tzv. obrnute rentne hipoteke, koja je namenjena starijoj populaciji. Pri tome, zajmotražilac (najčešće penzioner), uzima kredit pod zalog postojećeg stana u kome živi, sa ciljem ostvarivanja stalnog novčanog dohotka, kao dopunskih sredstava za tekuće rashode- neka vrsta kreditnog rentiranja stana. Uslovi kredita su izuzetno povoljni: bez ličnog učešća, uz fiksnu kamatnu stopu i fiksiran rok vraćanja od 20 godina ili kraći, ali može biti dat i sa rokom- do kraja života zajmotražioca. Mehanizam korišćenja (isplate) odobrenog kredita je najčešće mesečni ili u celini, jednokratno, dok mehanizam vraćanja kredita podrazumeva jednokratno gašenje kredita o ugovorenom

⁸⁸ Ovaj tip hipoteke je ostvario razvoj u Kanadi (otuda i naziv - kanadska), ali se primenjuje i u drugim razvijenim zemljama, sa umerenom inflacijom, i to u različitim formama modifikacije.

roku vraćanja, prodajom prava na nekretnini (a ne novčanom uplatom korisnika)⁸⁹. Na ovaj način, osnovnoj sumi kredita pripisuje se obračunata kamata, tako da se ukupna obaveza dužnika uvećava (a ne smanjuje, kao što je to slučaj kod većine ostalih kreditnih instrumenata).

Ovaj instrument ima sličnosti sa tzv. "balon" kreditom, u pogledu jednokratne otplate kredita, na kraju ugovorenog roka vraćanja, ali je razlika u tome što je kod "balon" kredita otplata u novčanom obliku, a kod obrnute hipoteke u realnom obliku- predajom nekretnine dužnika kreditoru. Pri tome, rokovi vraćanja mogu biti oročeni, ali i neoročeni (s obzirom da se smrt ne može isplanirati, naročito u uslovima produžavanja životnog veka). U tom smislu, ovaj kreditni instrument – tzv. "doživotne" rente ili pomoći ljudima – zajmotražiocima koji je široko rasprostranjen u najrazvijenijim zemljama (SAD, V. Britanija, Kanada, Francuska, Nemačka), pomalo gubi na značaju.

U novije vreme koriste se i dve druge forme obrnutih hipoteka: (a) prodaja nekretnine sa zadržavanjem prava doživotnog stanovanja (*life estate transaction*), pri čemu ovaj finansijski aranžman ima drugačiju pravnu i finansijsku prirodu i (b) prodaja nekretnine, uz uslov istovremenog dugoročnog zakupa iste i korišćenje dugoročne rente ("prodaj, pa zakupi"- *sale and leaseback*). Ovaj tip instrumenta ima široku primenu, a cilj je pribavljanje dopunskog kapitala, za finansiranje ostalih potreba korisnika, korišćenjem više različitih mehanizama, često i spekulativnog profitnog karaktera– korišćenje kreditnih i fiskalnih olakšica i slično. Tako se korišćenjem hipotekarnog kredita za kupovinu nekretnina ostvaruje finansijski leveridž, zatim se prodajom te nekretnine, uz hipotekarni kredit, sa jednokratnom isplatom doživotne rente, omogućava investiranje u novu nekretninu ili druge profitabilne projekte.

Ugovoreni rokovi rente izuzetno su dugi (50 godina u SAD, u V. Britaniji čak 99 godina). Ovaj vid finansiranja ima brojne modalitete, uključujući ugovaranje dugoročnog rentiranja, uz mogućnost kasnijeg pribavljanja nekretnine u svojini (sličnost sa lizingom).

8. Kredit sa učešćem kreditora u prirastu vrednosti hipoteke (*shared appreciation mortgage- SAM*), predstavlja vid participativnog kredita ili hibridne zaduženosti, koja uključuje hipotekarni kredit i svojevrsnu opciju kreditora na buduće uvećanje vrednosti nekretnine (dobija svoj udeo u svojini).

Cilj ovog kreditnog instrumenta je da se zajmotražiocu omoguće povoljniji uslovi kreditiranja (u pogledu visine kamatne stope, otplate, rokova kredita i sl.) u zamenu i punu kompenzaciju za odgovarajući prirast vrednosti nekretnine, posle njene prodaje⁹⁰. Obično je ovaj kredit sa fiksnom kamatnom stopom, uz rok od 10 godina, dok se učešće kreditora u prirastu vrednosti nekretnine kreće u proseku do 50% (što je iznad kamate po kreditu). Na primer, smanjenje kamatne stope za polovinu, daje kreditoru pravo da sa istim procentom učestvuje u podeli sume prirasta vrednosti imovine. Reč je o kompenzaciji kreditoru za umanjenje kamate, njegovim garantovanim učešćem u profitu, nakon prodaje nekretnine korisnika kredita.

⁸⁹ Dok su kod klasičnih hipotekarnih stambenih kredita isplate jednokratne - odmah, a otplate mesečne, kod ovog tipa kredita je sve obrnuto - korišćenje kredita mesečno, a otplata kredita jednokratno. Otuda i potiče sam naziv.

⁹⁰ Sličan pristup primenjuje se u islamskom bankarstvu, s tim što se reč "kredit" zamenjuje kovanicom «zajedničko učešće u projektu». Opširnije o tome autor ovih redovao pisao je u radu "Karakteristike i potencijali bankarstva arapskih zemalja" (*Jugoslovensko bankarstvo*, br. 9-10, 2002)

Specifičnost ovog kreditnog instrumenta je što se učešće kreditora ne uplaćuje na početku kreditnog procesa, već na samom kraju - pri prodaji nekretnine, prilikom otplate kredita u celini ili pri refinansiranju.

Zajednički interes kreditora i dužnika sastoji se u mogućnosti različitih kreditnih kombinacija u pogledu korišćenja povoljnijeg poreskog tretmana, pa se često koristi u finansiranju procesa izgradnje nekretnine.

9. Kredit sa zajedničkim učešćem kreditora i investitora u prirastu vrednosti hipoteke (*shared equity mortgage - SEM*), karakteriše učešće tri subjekta u hipotekarnom kreditiranju: zajmotražilac, kreditor i investitor, koji učestvuju i u raspodeli dohotka od prirasta kapitala odnosno vrednosti nekretnine. U odnosu na prethodni kreditni instrument (*SAM*), ovaj instrument podrazumeva participaciju investitora, kako u obezbeđenju startnog učešća za kredit, tako i u otplati mesečnih anuiteta. Na ovaj način se ostvaruje povezanost kreditnog i tržišta kapitala, uz učešće investitora u konstrukciji finansiranja nekretnina. Razume se, ovaj mehanizam podrazumeva artikulaciju i podelu rizika i dohotka učesnika u procesu finansiranja i prirasta vrednosti nekretnina.

10. Završna poslednja hipoteka (*wraparound mortgage - WAM*), predstavlja formu sekundarnog subordiniranog finansiranja, pri čemu poslednja hipoteka za razliku od obične (mlađa, *junior mortgage*), uključuje u svoj bilans jedan ili više prethodnih hipotekarnih kredita i zbog toga je uvek veća od prethodnih hipoteka.

Ova hipoteka je popularna u većini razvijenih zapadnih zemalja, posebno u SAD. Hipotekarni kredit je tako strukturiran da pretpostavlja najmanje dva kreditora, ali se zajmodavac susreće samo sa novim (poslednjim) kreditorom, koji mu odobrava novi kredit i uzima na sebe obavezu sakupljanja mesečnih anuiteta po ranijim kreditima i usmeravanja istih mlađim kreditorima.

Generalno uzevši, sve sekundarne hipoteke, bez obzira kako su strukturirane, zbog prisutnih visokih rizika, imaju višu kamatnu stopu i kraći rok otplate. Iznos kredita sekundarne hipoteke se definiše kao razlika poslednje tržišne vrednosti nekretnine i iznosa prve ili prethodnih hipoteka. Tako, ako se prva hipoteka uzima kao 80% vrednosti nekretnine, druga hipoteka iznosi oko 50%.

Smisao sekundarne hipoteke je u dopunskom kreditiranju, a povezan je sa rastom vrednosti nekretnine od uspostavljanja prve hipoteke ili sa smanjenjem većeg dela duga po ranije uzetom kreditu.

Konačno, sve subordinirane hipoteke mogu da budu različito strukturirane u zavisnosti od uslova završne hipoteke (interna subordinacija kredita) ili od uslova prethodnih kredita, imajući u vidu finansijske, pravne i tehnološke aspekte svih kredita (opšta subordinacija).

11. Hipoteka korigovana nivoom cena (*price-level adjustable mortgage - PLAM*) je jedan od popularnijih alternativnih indeksiranih instrumenata sa fiksnom kamatnom stopom⁹¹.

Ovaj alternativni instrument direktno uključuje promenu nivoa inflacije (potrošačkih cena) u obračun kreditnih anuiteta. Radi se o kreditnom instrumentu sa fiksnom kamatnom

⁹¹ Nejadmalayeri, A. (2011) Wages, inflation and mortgage design. *Journal of Economics and Business*, No 62. str 503- 516.

stopom, koja se zasniva samo na realnoj vrednosti resursa u momentu kreditiranja (bez računanja inflacije). Tako utvrđena kamatna stopa ostaje tokom ukupnog otplatnog perioda, dok se bilans glavnice i kamate periodično menja u zavisnosti od odgovarajućeg pokazatelja- indeksa potrošačkih cena, indeksa zarada, kamata na kratkoročne kredite i sl. Tehnologija promene anuiteta sprovodi se mesečno, tromesečno, polugodišnje ili godišnje. Za kreditora je najpovoljnije mesečno usklađivanje anuiteta, odnosno osnovnog duga (kako ne bi gubio zbog inflacije), mada raste rizik prevremenog vraćanja kredita.

Kao dobra strana ovog kreditnog instrumenta može se uzeti niži startni anuitet sa niskom fiksnom kamatnom stopom, koja odgovara ceni resursa, bez uključivanja inflacije, čime se povećava dostupnost kredita. Slaba strana je u tome što se inflacioni rizik u celini prenosi na dužnika, čime raste kreditni rizik kreditora. Naime, u praksi može doći do nesinhronizacije indeksa potrošačkih cena i sporijeg rasta dohodaka dužnika, što dovodi do masovnog *defolta* kredita⁹².

12. Hipoteka sa dvojnim indeksom (*dual index mortgage - DIM*) predstavlja usavršeni model hipoteke sa korekcijom nivoa cena, pošto ravnomernije deli rizike između kreditora i dužnika u uslovima visoke inflacije. Ovaj instrument uključuje dva finansijska indeksa, pri čemu jedan indeks odražava promene nivoa inflacije ili cene kreditnih resursa, dok drugi indeks pokazuje rast dohodaka stanovništva ili zarade. Na taj način obezbeđuje se realna zaštita sredstava kreditora i profitabilnost hipotekarnog kredita, ali i veća stabilnost odnosa dohodaka građana i obaveza po otplati kredita. Prvi anuiteti utvrđuju se na osnovu fiksne kamatne stope, dok je rok vraćanja kredita promenljiv (kraći ili duži u odnosu na ugovoreni rok) u zavisnosti od sinhronizacije tempa rasta dohodaka sa tempom inflacije. Ukoliko indeks zarada zaostaje za indeksom inflacije, rok otplate kredita se produžava, sve dok ne bude u potpunosti amortizovan. Obrnuto, ukoliko indeks zarada nadmašuje indeks inflacije, rok vraćanja kredita se skraćuje u odnosu na ugovoreni rok. Pri tome, značajan je "koeficijent prenosa rokova kredita", koji može biti veći od 50%, u smislu smanjenja ili produženja roka kreditiranja, što potencijalno negativno utiče na ukupnu ekonomiju zemlje.

Zbog tih efekata država se aktivno uključuje svojim merama regulacije hipotekarnog tržišta (garancije, državne hartije od vrednosti, sekjuritizacija aktiva, direktna pomoć kreditorima, specijalni porezi i dr.). Posebno ukazujemo na činjenicu da se, kao maksimalna podrška države, primenjuje politika potpunog preuzimanja bilansa neotplaćenog duga (npr. nakon 20 godina redovne otplate korisnika hipotekarnog kredita). Postoje i razni modeli refinansiranja kredita, pri čemu se rokovi kredita produžavaju onoliko dugo, koliko je neophodno da bi ih dužnici otplatili, imajući u vidu kretanje rasta zarada i inflacije. Postoji mogućnost i negativne amortizacije glavnice. Ovaj kreditni model zaslužuje posebnu pažnju, zbog njegove efektivnosti u uslovima nestabilnih ekonomskih kretanja, jer balansirano uvažava interese kreditora (profitabilnost) i interese dužnika (veća dostupnost, bez ekstremnih kreditnih "šokova")⁹³.

⁹² Ovaj alternativni instrument je primenjivan u uslovima izrazito visoke inflacije u mnogim zemljama u razvoju (Meksiko, Čile i druge), ali i u Italiji, Australiji i drugim zemljama.

⁹³ Prvi put ovaj instrument je primenjen u Turskoj 70-tih godina prošlog veka, kada su krediti odobreni na 15 godina, usled brzog rasta zarada, bili vraćeni tri puta brže (za 5 godina). Kasnije, 1976. godine, sa promenom trenda - negativni rast zarada u Turskoj, došlo je do produžavanja rokova vraćanja kredita (prosečno za još 5 godina). U Poljskoj je ovaj instrument primenjivan masovno i vrlo uspešno u periodu visoke inflacije (1990 - 1995. godine), koristeći indeks rasta zarada. U Meksiku je korišćen indeks minimalne zarade, a od 1996. godine indeks rasta cena potrošačke korpe.

Konačno, izloženi tip indeksacije kredita je povoljniji za dužnike (u poređenju sa svim navedenim alternativnim instrumentima), ali je teži za kreditore, zbog čega podrška i finansijska kompenzacija kreditora od strane države predstavlja nezaobilazan uslov za njegovu implementaciju.

Pri vrednovanju alternativnih instrumenata na ove hipoteke, ističemo mnogo veću složenost u odnosu na tradicionalne hipotekarnih instrumenata. Zbog toga je neophodna veća opreznost prilikom uvođenja i kontrole funkcionisanja ovog instrumenta, da bi se izbegle negativne posledice, koje mogu da nastanu zbog pogrešnog izbora indeksa, kamata, rokova i slično (merenog odnosom zarada i inflacije). Indeksi moraju biti ne samo pravilni, već i svima jasni u smislu punog i objektivnog odraza dinamike izmena profita i cene kreditnih resursa, mogućnosti česte promene anuiteta - mesečno ili kvartalno, kao i opšte izvesnosti i dostupnosti informacija.

Na kraju ovog poglavlja želimo da naglasimo da su tendencije razvoja hipotekarnog tržišta dovele do brojnih drugih oblika hipoteke, kao rezultat neprestane težnje korisnika da dizajniraju i kreiraju profitabilne nove ili varijante postojećih alternativnih instrumenata, u zavisnosti od mnogih faktora (makroekonomski uslovi, inflacija, zarade zajmotražilaca, poreski tretman, tehnološke inovacije, deregulacija, usponi i krize hipotekarnog tržišta i drugo). Sa druge strane izbor alternativnog hipotekarnog proizvoda je od izuzetne važnosti za svakog zajmotražioca, zbog ekstremno dugih rokova otplate.

3.2. Hipotekarne hartije od vrednosti- rizici i novčani tokovi

Pojava hipotekarnih HoV označila je prelaz u novu fazu ubrzanog i kompleksnog razvoja hipotekarnog tržišta⁹⁴.

Postoje različita pravna i ekonomska određenja HoV, uključujući i hipotekarne HoV. Po našem mišljenju, najpotpuniju definiciju dao je nobelovac Šarp, koji ističe: "hartija od vrednosti predstavlja list papira, kao pravo svojine investitora i opredeljuje uslove, pri kojima se može koristiti to pravo"...to je "zakonski priznat dokaz prava na dobijanje očekivanih budućih dohodaka pri konkretnim uslovima"⁹⁵.

U najkraćem, može se reći da, hartije od vrednosti, uključujući i hipotekarne, predstavljaju pravo na resurse. Drugim rečima, to je dokument koji dobija investitor od onoga kome je pozajmio svoj kapital na privremeno korišćenje⁹⁶.

Evolucija hipotekarnog tržišta bila je usmerena na stalno usavršavanje i razvoj novih finansijskih instrumenata sekundarnog tržišta, u cilju mobilizacije dugoročnih resursa, putem tržišta hartija od vrednosti. Osnovna ideja je bila da se ogroman iznos nelikvidnih "zamrznutih" kredita, koje su plasirale banke i štedno - kreditne asocijacije, konvertuje u

⁹⁴ Opširnije kod: Hanić, H. at al (2015.9 Mortgage Securities as Funding Course for Mortgage Loans in the European Union. Economic Analysis, vol 48. No 1-2. str. 69- 85.

⁹⁵ Opširnij prikaz dat je u izvanrednoj knjizi: Sharpe, W., Gordon, A., Bailey, J. *Investments* (1995). Čirovića Finansijska tržišta, (2007) Beograd

⁹⁶ www.iosco.org (Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti).

visokolikvidne hipotekarne obveznice, čijom prodajom se dolazi do mobilizacije sredstava za novi ciklus kreditiranja⁹⁷.

Širenjem obima resursne baze, uz osiguranje i snižavanje cena hipotekarnih hartija od vrednosti, obezbeđivane su niže cene i veća dostupnost hipotekarnih kredita.

Mehanizmi refinansiranja hipotekarnih kredita, emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti imaju istu ekonomsko - finansijsku prirodu, koja se svodi na to da kupac hipotekarne obveznice pozajmljuje sredstva emitentu, čime ga kreditira, a emitent postaje dužnik (koji je obavezan da vrati sredstva o roku i plati kamatu). Međutim, u svetu postoji različita pravna priroda i finansijske šeme, odnosno tipovi hipotekarnih hartija od vrednosti. Klasifikacija ovih HoV se može vršiti prema različitim kriterijumima. Npr, prema modelu sekjuritizacije, osnovne hipotekarne hartije od vrednosti se dele na hipotekarne obveznice (bilansna sekjuritizacija: Nemačka) i hipotekarne založnice ili uputnice (vanbilansna sekjuritizacija: SAD).

Vodeći svetski ekspert u oblasti tržišta obveznica, Frank Fabozzi, hipotekarne uputnice (založnice u SAD) deli na kolateralizovane hipotekarne obveznice (CMO) i segmentirane hartije od vrednosti obezbeđene hipotekama (SMBS)⁹⁸. Stoga ćemo najpre razmotriti specifičnosti dva osnovna tipa (evropskih i američkih) hipotekarnih hartija od vrednosti, a potom dva osnovna tipa derivata tih hartija od vrednosti:

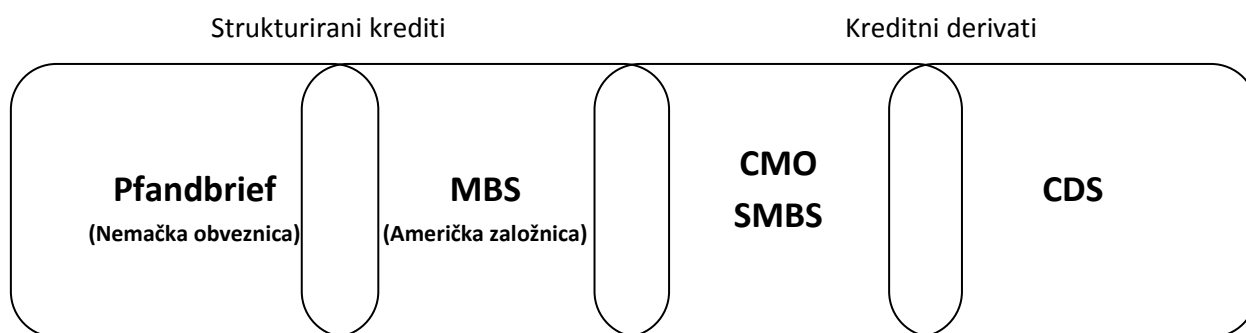
1. Hipotekarne obveznice - regulisane posebnom regulativom, pokrivene pažljivo odabranim portfolijom hipotekarnih kredita i tradicionalnom strukturom novčanih tokova (reprezent Nemački *Pfandbrief*, koji emituju hipotekarne banke),
2. Hipotekarne založnice - uputnice (*mortgage pass-through security*), predstavljaju udeo u novčanim tokovima pula hipotekarnih kredita, u procesu sekjuritizacije, sa dva savremena oblika: PTS-prosleđeni certifikat (*pass-through security*) i certifikat o udelu - PC (*participation certificat* - reprezent Američke, tzv. prolazne MBS),
3. Derivativne (strukturirane hipotekarne obveznice sa više različitih tranši (klasa) i dve osnovne podvrste: kolateralizovana hipotekarna obveznica (*collateralized mortgage obligation* - CMO) i segmentirana hipotekarna obveznica (*stripped mortgage security* - SMBS).
4. Kreditni derivati (*credit derivatives*) – svopovi kreditnog neizvršenja (*credit default swap* - CDS)⁹⁹.

Navedeni osnovni sekundarni hipotekarni instrumenti prikazani su na sledećoj slici.

⁹⁷ O konverziji hipotekarnih kredita u hipotekarne obveznice može se opširnije naći u knjizi (1995) Sharpe, W., Gordon, A., Bailey, J. i u knjizi *Bankarstvo* (2006) profesora Milutina Čirovića

⁹⁸ F. Fabozzi je, svakako, ime broj 1 u svetu u oblasti tržišta obveznica. Pored desetine objavljenih knjiga videti posebno njegovo delo: Fabozzi, F. (2004) *Bond Markets, Analysis and Strategies* i (1995) *Investment Management*.

⁹⁹ Za razliku od hipotekarnih obveznica i založnica kojima se trguje radi ostvarenja dohotka, finansijski derivati se kupuju i prodaju radi zaštite toga dohotka.



Slika 8: Tipovi hipotekarnih hartija od vrednosti

Izvor: Autor

U nastavku detaljnije analiziramo osnovne karakteristike i specifičnosti pojedinih tipova sekundarnih hipotekarnih instrumenata.

3.2.1. Hipotekarne obveznice

Hipotekarne obveznice, obezbeđene nekretninama (*covered bond- mortgage bond*), predstavljaju najstariji i osnovni hipotekarni instrument na tržištu kapitala, u okviru evropskog kontinentalnog hipotekarnog sistema¹⁰⁰.

Reprezent ovog hipotekarnog instrumenta je obična Nemačka *Pfandbrief*, nastala davne 1900. godine, što u bukvalnom prevodu znači založno pismo (*Pfand-zaloga, Briefe-pismo*)¹⁰¹.

Prvobitno je *Pfandbrief*, zaista, bio dokument, koji predstavlja pravo njegovog vlasnika na imovinu dužnika, u slučaju neizmirenja njegovih obaveza. Sličnost savremene hipotekarne obveznice (*Pfandbrief*) sa tradicionalnom je, samo u tome, što imaju zajedničku osnovu (hipotekarni kredit), uz zalog nekretnine.

Hipotekarne obveznice spadaju u grupu pokrivenih obveznica (*covered bonds*).

Hipotekarne obveznice su slične korporativnim obveznicama, odnosno bankarskim obveznicama, jer predstavljaju opštu dužničku obavezu emitenta, sa poznatim rokom dospeća i plaćanja prinosa obveznice.

Hipotekarne (nemačke) obveznice su, po svojoj prirodi, slične običnim američkim (i britanskim) MBS-hipotekarnim založnicama, jer se emituju na bazi hipotekarnih aktiva, koje predstavljaju njihovo pokriće¹⁰². Razlike, odnosno prednosti hipotekarnih obveznica tiču se pravnih osnova i finansijskih mehanizama, od kojih ističemo:

Prvo, *Pfandbrief* su mogle emitovati isključivo hipotekarne banke, a od 2005. godine to pravo je dato i univerzalnim bankama.

¹⁰⁰ Nemačka obveznica i nemački hipotekarni sistem nije čisto nacionalni, već služe i kao uzoran primer, koji prihvataju druge evropske zemlje, posebno one u tranziciji. Nemačko tržište *Pfandbrief* je najveće tržište dugovnih instrumenata u EU i šesto po veličini na svetu.

¹⁰¹ Opširnije u: The *Pfandbrief*. The European Credit Benchmark. FACTS AND FIGURES. Association of German Mortgage Banks. Bonn. (2000, tr. 8). (www.pfandbrief.org).

¹⁰² Termin "pokriće" koristimo kao sinonim termina "obezbeđenje" i "zaloga" hipotekarne obveznice.

Drugo, *Pfanbrief* ostaje u bilansu stanja inicijatora hipoteke.

Treće, kao pokriće, *Pfandbrief*, saglasno Zakonu o hipotekarnim bankama, služi kvalitetan i dinamičan portfolio hipotekarnih stambenih kredita fizičkim licima (*mortgage pfandbrief*) i kredita javnom sektoru (*public pfandbriefe*), ali i ukupna imovina dužnika (kao kod korporativnih obveznica).

Četvrto, investitori u ove obveznice imaju privilegije za slučaj bankrotiranja banke-emitenta, jer se obezbeđenje isključuje iz stečajne mase.

Peto, najmarkantnija karakteristika i posebna specifičnost ove hartije od vrednosti je relativna bezrizičnost. Od 1900. godine, kada je donet Zakon o hipotekarnim bankama nije bilo kreditnog *defolta pfandbrief*, niti bankrotstva hipotekarnih banaka¹⁰³. Čvrsta regulacija i stalni nadzor ovlašćenog lica regulatornog organa u poštovanju zakona, od emisije, do prometa i isplate prinosa.

Šesto, Banka koja emituje *pfandbrief* garant je emisije (a ne neke državno-sponzorisanе agencije, kao kod MBS). Hipotekarne banke mogu emitovati ove hartije od vrednosti u dokumentarnoj ili elektronskoj formi. Mogu glasiti na ime ili na donosioca i mogu biti konvertovane iz jednog oblika u drugi.

Sedmo, prospektom se definišu uslovi emisije, tj. odnosi između hipotekarne banke i investitora. Po pravilu, radi se o relativno prostoj strukturi novčanih tokova obveznice. Osnovni dug se isplaćuje po isteku roka obveznice - jednokratno, a fiksna kamata u kraćim rokovima (najčešće, jednom godišnje)¹⁰⁴. To praktično znači da isplate prinosa hipotekarne obveznice ne zavise direktno od plaćanja mesečnih anuiteta po hipotekarnim kreditima, koji služe kao osnova emisije¹⁰⁵. Investitor dobija list hipotekarne obveznice i kamatni list, koji sadrži kamatne kupone (najčešće, jedan do dva godišnje), do dospeća obveznice. Da bi naplatio kamatu, investitor dostavlja kupon banci, koja ga gasi.

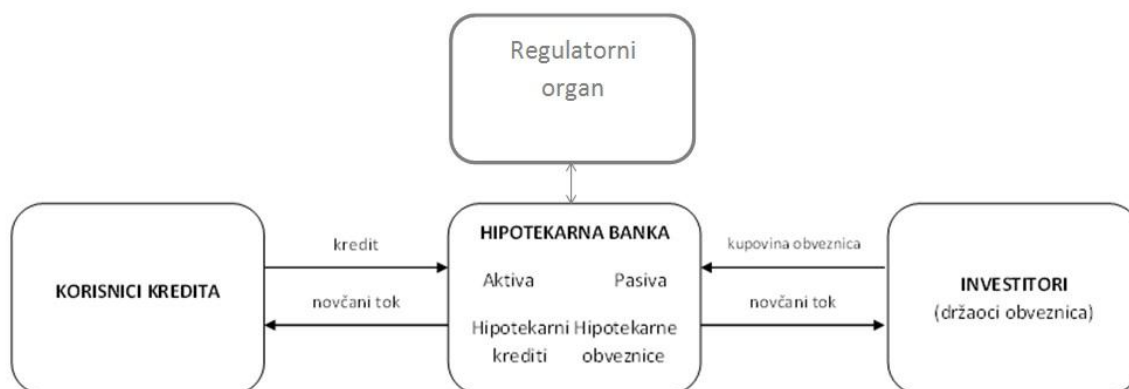
Ove obveznice se emituju na rokove od jedne do deset godina (što je dosta kraći period u odnosu na hipotekarne kredite), a prosečan rok dospeća novoemitovanih hipotekarnih obveznica je nešto duži u odnosu na državne obveznice.

Mehanizam emisije tradicionalnih hipotekarnih obveznica investitorima, koje emituju hipotekarne banke direktno investitorima ilustruje sledeća slika:

¹⁰³ Bitno je istaći da je Zakonom o hipotekarnim bankama zabranjeno prevremeno vraćanje hipotekarnog kredita (za razliku od MBS), što mnogi smatraju važnim faktorom vekovne stabilnosti hipotekarnog tržišta *pfandbrief*.

¹⁰⁴ To je netradicionalni način otplate, tzv. "balon tip" isplate osnovnog hipotekarnog duga, koji smo već detaljnije opisali.

¹⁰⁵ Drugim rečima, portfolio hipotekarnih kredita (kao obezbeđenje emisije) i kamate po istima, su i dalje vlasništvo emitenta, a investitor je vlasnik obveznice i prinosa koje ona nosi.



Slika 9: *Mehanizam emisije hipotekarnih obveznica*

Izvor: Autor

Dakle, slika jasno pokazuje scenario emisije hipotekarnih obveznica (tipa *Pfandbrief*), koji sadrži više koraka i specifičnih postupaka učesnika hipotekarnog tržišta:

- Hipotekarna banka odobrava zajmotražiocima hipotekarne stambene kredite, koji ostaju u njenom bilansu,
- Hipotekarna banka, na bazi zaloge potraživanja hipotekarnih kredita, emituje hipotekarne obveznice i obavezuje se da će po njima plaćati osnovni dug i kamatu,
- Investitori dobijaju od banke uplate kamate i povraćaj glavnice, prema utvrđenom roku,
- Regulatorni organ banaka sprovodi specijalnu nezavisnu kontrolu poštovanja standarda emisije, definisanih zakonom, posebno adekvatnosti pokriva hipotekarnih obveznica.

Kao posebnu karakteristiku naglašavamo da se u bilansu stanja hipotekarne banke zadržavaju i hipotekarni krediti (aktiva) i hipotekarne obveznice (pasiva bilansa). Banka-emitent je istovremeno originator, vlasnik i serviser hipotekarnog kredita i nosi kreditni rizik obveznice.

Banka, u suštini, emisijom hipotekarnih obveznica refinansira svoju kreditnu aktivu, čime ponovo kreira svoj kreditni potencijal, zadržavajući pravo na obezbeđenje emisije. Privlačnost za investitore sastoji se kako u visokom kvalitetu i dinamičnom portfoliju-pokrivenost emisije u svakom trenutku i rejtingu obveznice, tako i unapred utvrđenim i sigurnim novčanim tokovima, sa fiksnom kamatnom stopom.

Posebnost se ogleda u tome što po zakonu pokriva hipotekarnih obveznica čini, ne samo pul hipotekarnih kredita, već i novčana sredstva, hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti, što praktično znači celokupna aktiva hipotekarne banke. Zahvaljujući višestrukoj zaštiti prava investitora od strane same banke, kao garanta emisije, ove obveznice su dobile oreol najsigurnije hartije od vrednosti u Nemačkoj¹⁰⁶.

¹⁰⁶ U SAD emisiju agencijskih MBS garantuje država preko specijalizovanih agencija.

U cilju zaštite investitora, hipotekarna banka mora striktno poštovati tri bazična zakonska principa poslovanja: princip specijalizacije, princip obezbeđenja i princip kongruencije.

Princip specijalizacije označava da su hipotekarnim bankama dozvoljeni samo neki vidovi poslovanja, pre svega, hipotekarno stambeno kreditiranje i emisija hipotekarnih obveznica¹⁰⁷.

Zakonom se definiše više uslova hipotekarnog kreditiranja u pogledu ocene predmeta hipoteke, restriktivnog limita kredita (60%) i to u odnosu na procenjenu računovodstvenu dugoročnu vrednost nekretnine (a ne tržišne), kao i obaveze precizne ocene kreditne sposobnosti i monitoringa zajmotražioca, a sve u cilju snižavanja kreditnog rizika.

Princip specijalizacije istovremeno doprinosi racionalnijem poslovanju hipotekarnih banaka, sa manjim brojem zaposlenih, većom ekonomskom efektivnošću i sigurnošću (minimizacija rizika bankrotstva).

Princip obezbeđenja naglašava obavezu hipotekarne banke da hipotekarne obveznice (u vlasništvu investitora) budu obezbeđene zalogom hipotekarnih kredita. Ti krediti moraju biti odgovarajućeg standarda i registrovani u posebnom hipotekarnom registru, radi visoke transparentnosti i lakše dostupnosti informacija od strane investitora i nadzora regulatornog tela.

Princip kongruencije označava izbalansiranost odnosa hipotekarne banke, kako sa korisnicima hipotekarnih kredita, tako i sa investitorima njenih hipotekarnih obveznica. Drugim rečima, hipotekarna banka mora imati sinhronizovane obe svoje uloge: kreditora građana i dužnika prema investitorima.

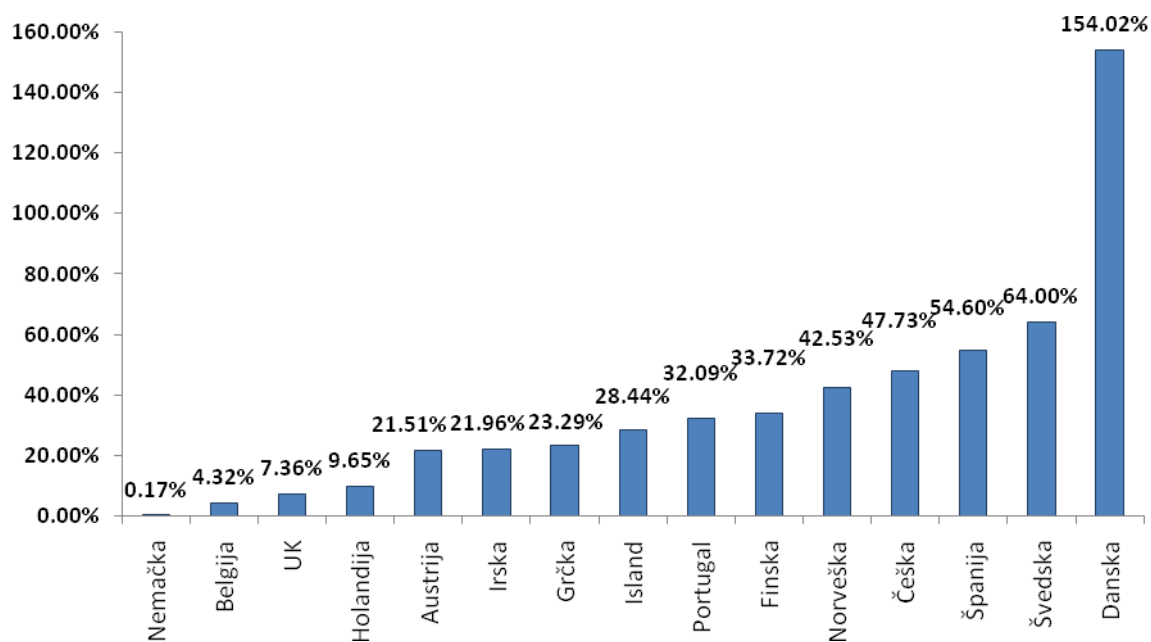
Kongruencija podrazumeva pravila da ukupna emisiona vrednost emitovanih hipotekarnih obveznica ne može biti veća od stanja duga po hipotekarnim kreditima, a da prihodi od kamate po hipotekarnim kreditima treba da budu malo veći od kamatnih rashoda po obveznicama. Rokovi dospeća hipotekarnih obveznica takođe moraju biti usklađeni sa rokovima hipotekarnih kredita.

Navedena kretanja, po zemljama EU, pokazuje slika 10.

Poseban problem predstavlja različit karakter novčanih tokova hipotekarnih kredita (mesečni anuiteti sa fiksnom kamatom) i novčanih tokova hipotekarnih obveznica (jednokratna isplata duga o roku dospeća), što otežava upravljanje aktivom i pasivom banke. Radi otklanjanja ovih rizika, zakonom je zabranjena prevremena otplata hipotekarnih kredita.

S obzirom da se bilansna vrednost ostatka duga po hipotekarnom kreditu (kao obezbeđenju obveznice), dinamički smanjuje, neophodni su stalno novi hipotekarni krediti, kao dopuna hipotekarnog pula. Takođe, ukoliko se evidentira kašnjenje u otplati pojedinih kredita, ta problematična aktiva se odmah zamenjuje kvalitetnom aktivom. U roku dospeća hipotekarne obveznice, hipotekarna banka mora imati likvidne instrumente u visini 20% osnovnog duga, što sve daje sigurnost i zaštitu investitora.

¹⁰⁷ Ovaj princip je ukinut izmenama matičnog Zakona o hipotekarnim bankama 2005. godine, kada je dozvoljena emisija hipotekarnih obveznica i univerzalnim bankama.



Slika 10: Odnos hipotekarnih obveznica i neotplaćenog hipotekarnog duga 2014.

Izvor: www.hypo.org

3.2.2. Hipotekarne založnice

Hipotekarne založnice- uputnice (*Mortgage Backed pass-through Securities - MBS*), kao instrument sekundarnog tržišta, pojavile su se tek 1970. godine u SAD, sa pojavom sekjuritizacije hipotekarnih kredita. Tako je inicijator hipotekarnih kredita dobio mogućnost da proda kredite SPV, koji na bazi njihovih novčanih tokova kreira i emituje MBS. Ove najjednostavnije obične hipotekarne obveznice emituju hipotekarne institucije na osnovu pula standardizovanih hipotekarnih kredita, obezbeđenih hipotekom (kao i *Pfandbrief*), ali, obično, uz garanciju države ili ih neposredno emituju državne hipotekarne agencije¹⁰⁸. Privatne (neagencijske) hipotekarne uputnice koje emituju kreditori (hipotekarne kompanije, komercijalne banke, S&L i dr.), bez državne garancije, moraju da dobiju poboljšanje kredita, putem garancija banke i osiguranja, moraju imati odgovarajući kreditni rejting i obavezno podležu registraciji kod Komisije za hartije od vrednosti (SEC).

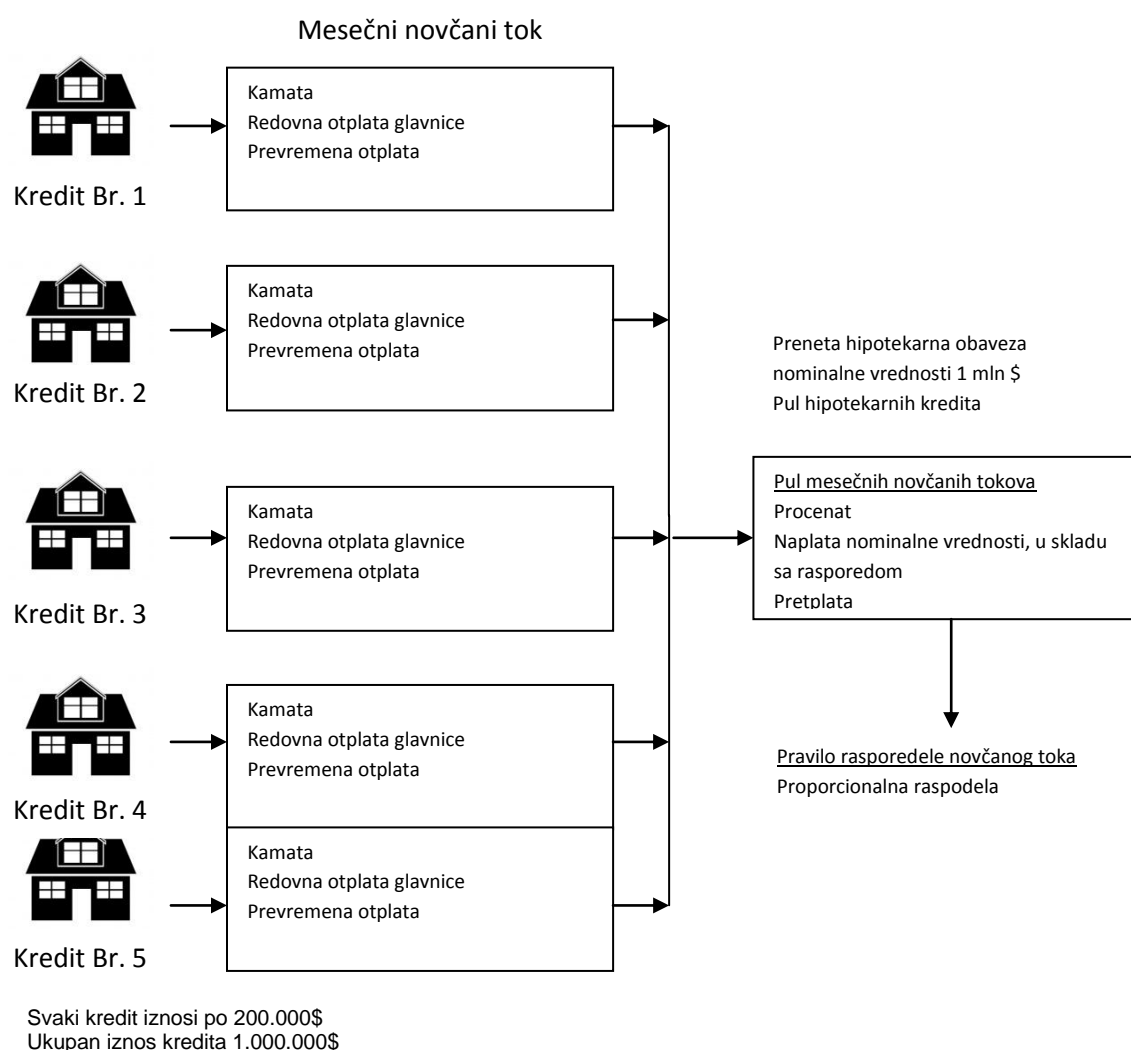
Kupci (investitori) ovih uputnica dobijaju nedeljivi deo (pravo učešća ili certifikat o učešću-participation certification) u pulu hipotekarnih kredita (slično zatvorenom investicionom fondu), koji im daje pravo na srazmerni (proporcionalni) deo novčanog prinosa pula (kamata, redovna otplata dela glavnice i prevremena isplata glavnice)¹⁰⁹. Cela emisija založnica ima identične karakteristike - samo jednu klasu, sa istim datumom i identičnim novčanim tokovima, jednakim pravima svih vlasnika i rokom dospeća. Ako novčani tok hipotekarnog plaćanja u nekom mesecu bude niži od utvrđenog, svi

¹⁰⁸ O različitim programima i standardima tri američke državne hipotekarne agencije videti www.fanniemae.com, www.freddiemac.com i www.ginniemae.gov. Zbog garancije države ove hartije od vrednosti imaju niži kreditni rizik i višu likvidnost.

¹⁰⁹ Na primer, ukoliko investitor kupi 1% udela u hipotekarnom pulu, ostvaruje pravo na prinos u istom procentu u tom pulu kredita.

“suvlasnici” toga pula dobijaju srazmerno umanjena plaćanja. Pri tome, anuitetski novčani tokovi pula hipotekarnih kredita su različiti od novčanih tokova založnice, pošto je mesečna otplata korisnika kredita prvog u mesecu, a sredstva investitorima stižu sa izvesnim zakašnjenjem. Takođe, iznos novčanog toka hipotekarnih založnica je manji od novčanog toka pula hipotekarnih kredita za iznos provizija po garanciji i servisiranju (koje se plaćaju garantu i serviseru). Emisija MBS ima i neke specifične (unikatne) karakteristike i uslove hipotekarnih kredita, koji čine obezbeđenje te emisije¹¹⁰. Tako jedan hipotekarni pul MBS može obuhvatiti svega nekoliko većih kredita, ali i više hiljada hipotekarnih kredita. Primećuje se da hipotekarni dužnik ostaje nepromenjen do isplate poslednjeg anuiteta, dok hipotekarne založnice menjaju vlasnike na sekundarnom tržištu¹¹¹.

Mehanizam emisije hipotekarnih založnica, formiranje pula hipoteka i prosleđivanje njegovih novčanih tokova i upućivanje prinosa pula investitorima, prikazuje slika 11.



Slika 11: Mehanizam emisije hipotekarne založnice

Izvor: Fabozzi, F. (2004) Bond Markets, Analysis and Strategies. op. cit. p. 323.

¹¹⁰ Fabozzi, F. (2004, str. 321).

¹¹¹ Ćirović, M. (2007, str. 70).

Najvažnija osobenost američkih hipotekarnih založnica-uputnica sastoji se u tome što kolateral u formi pula hipotekarnih kredita "odlazi" iz aktive bilansa banke-emitenta, dok kod evropskih hipotekarnih obveznica hipotekarni krediti dugoročno "ostaju" u bilansu emitenta, kao nelikvidni deo aktive, sve do konačne likvidacije kredita.

Za razliku od tradicionalnih hipotekarnih obveznica, kod hipotekarnih založnica dinamika i iznos isplata investitorima odgovaraju mesečnom prilivu po osnovu kredita. Pošto se otplate po kreditu, preko emitovane založnice, u suštini "transliraju" (prevode), odnosno upućuju od korisnika kredita ka investitoru (preko specijalnog operatora), ove hartije se nazivaju i uputnicama, prevodnim hartijama od vrednosti ili hartijama od vrednosti "direktnog dejstva"¹¹².

Prihvaćena je činjenica da hipotekarne uputnice-založnice nose veliki specifični rizik reinvestiranja, odnosno prevremene otplate (dakle, mimo utvrđenog amortizacionog plana-*cash flow*). Taj rizik preuzima investitor, a da unapred ne zna tačan datum prevremenog gašenja kredita, kao pravo opcije, koje ima korisnik kredita¹¹³. Pošto prevremena otplata kredita nije unapred poznata veličina, to predstavlja veliki problem za prognoziranje novčanog toka, odnosno utvrđivanje prinosa i cene hipotekarne uputnice. Tempo, odnosno brzina prevremene otplate ne može se precizno, već samo uslovno proceniti, na osnovu prakse tržišnih učesnika.

S tim u vezi, razvijena su dva modela prevremene otplate: uslovna stopa prevremene otplate (*conditional prepayment rate - CPR*) i indeks prevremene otplate PSA (*public securities association*), koji se razlikuju u pogledu preciznosti.

Prvi model - obračun uslovne stope prevremene otplate (CPR), bazira se na pretpostavci da se tokom ukupnog perioda otplate kredita svakog meseca deo nominalne vrednosti pula prevremeno otplati (npr. 0,2%)¹¹⁴, što je relativno nepouzdan parametar.

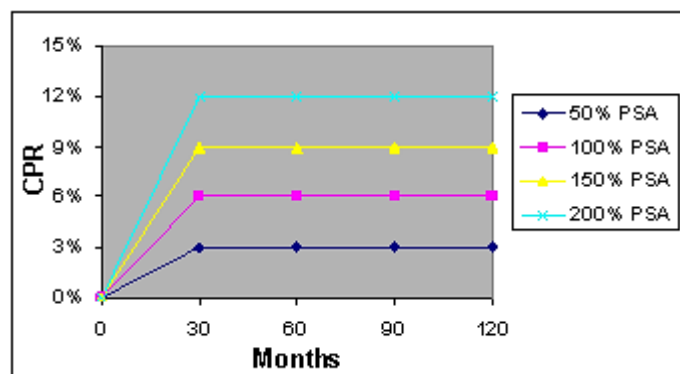
Drugi model - indeks PSA, zasniva se na pristupu da je prevremena otplata "mladih" kredita manja u odnosu na ranije uzete kredite. Tako se za hipotekarni kredit sa rokom od 30 godina i fiksnom kamatom, uzima da će se u prvom mesecu prevremeno otplatiti 0,2% kredita, a svakog narednog meseca se uvećava za 0,2%, sve do tridesetog meseca ("zrelost kredita"), kada PSA dostiže 6% godišnje i na tom nivou se zadržava do kraja otplatnog perioda¹¹⁵.

¹¹² Vasiljević, B. (1999, str. 246).

¹¹³ Odobreni tridesetogodišnji hipotekarni kredit u SAD se otplati znatno ranije - u proseku za 17,5 godina (PSA indeks).

¹¹⁴ Prvo istraživanje brzine prevremene otplate sprovela je državna agencija FHA, koja je, na bazi istorijskih podataka, utvrdila da posle 30 meseci brzina prevremene otplate prestaje da raste i zadržava se na 6% do krajnjeg roka dospeća.

¹¹⁵ Taj indeks se naziva "100% PSA" ili kraće "100 PSA".



Slika 12: Grafički prikaz indeksa prevremene otplate 100 PSA

Izvor: Fabozzi, F. (2004, str. 331).

Svakako i ovaj indeks (100 PSA) ima slabosti, jer ne uzima u obzir tip obezbeđenja, različite rokove, kamatne stope, osiguranje kredita i drugo.

Na prevremenu otplatu utiču brojni faktori: kao što je dominantna kamatna stopa, karakteristike pula, sezonski uticaji, opšte ekonomsko stanje i drugi.

U cilju kompenzacije rizika prevremene otplate, investitori zahtevaju višu cenu (kamatnu stopu), odnosno niži prinos do dospeća založnice, u odnosu na dugoročne državne obveznice. Rizik prevremene otplate (koji je dostigao 6% godišnje) ima kao negativnu posledicu rast cene hipotekarne uputnice, kao dugoročnog bezopcionog instrumenta. To, dakle, nameće potrebu reinvestiranja po nižoj kamatnoj stopi.

Na efektivnost upravljanja ovom vrstom rizika utiču struktura aktiva i pasiva investitora, kao i razvijeni metodi statističke analize. Visina kamatnih stopa na hipotekarne založnice, posledično, utiče na cenu pasive banaka-kreditora.

Nedostatak ovog tipa hartije od vrednosti posebno ističu depozitne institucije (naročito komercijalne banke), čiji su izvori sredstava kratkoročne prirode. Na primer, ako vlasnici hipotekarnih založnica (investitori) kupuju ove hartije po hipotekarnoj stopi (kamati) od 10% godišnje, korisnici hipotekarnih kredita plaćaju 10,50% godišnje, pri čemu razlika od 0,50% pripada banci serviseru (0,40%) i garantu (0,10%).

U cilju smanjenja rizika prevremene otplate, u SAD je došlo do velikih finansijskih inovacija i razvoja derivata hipotekarnih uputnica-založnica¹¹⁶.

Uporedni pregled karakteristika dva navedena osnovna tipa tradicionalnih hipotekarnih hartija od vrednosti dat je tabeli 4.

¹¹⁶ Tako, hipotekarne založnice, služe kao osnova emisije dve druge-izvedene hartije od vrednosti obezbeđene hipotekama: kolateralna hipotekarna obveznica (CMO) i segmentirana hipotekarna obveznica (SMBS).

Tabela 4: Komparacija nemačkih hipotekarnih obveznica i američkih hipotekarnih založnica

R.b.	Kriterijumi	Hipotekarna obveznica (Nemački Pfandbrief)	Hipotekarna založnica (Američki MBS)
1	Proizvodnja hipotekarnog kredita	Povezan proces sve tri faze (originacija, vlasništvo, servisiranje)	Odvojene sve tri faze
2	Tip sekjuritizacije	Bilansna-aktive ostaju u bilansu kreditora	Vanbilansna-aktive prelaze iz bilansa kreditora
3	Izvori plaćanja kamate i glavnice	Sve aktive banke	Novčani tok hipotekarnih kredita, koji obezbeđuje MBS
4	Raspodela rizika - kreditni rizik - tržišni rizik - rizik prevremene otplate	Na strani emitenta Na strani investitora Na strani emitenta	Na strani investitora Na strani investitora Na strani investitora
5	Zaštita investitora u slučaju bankrota emitenta	Privilegija vlasnika obveznica-prioritetno pravo naplate iz hipotekarnog obezbeđenja	Bankrot kreditora ne utiče na investitore MBS
6	Kreditni kvalitet	Pored opštih zahteva prema kvalitetu kreditnog portfolija, postoje dopunski zakonski zahtevi prema hipotekarnim kreditima i emitentima	Nema zakonskih ograničenja, kreditni kvalitet zavisi od standarda institucija sekundarnog tržišta i tržišne prakse
7	Struktura obezbeđenja (pula hipotekarnih kredita)	Pojedine komponente aktiva pula mogu biti zamenjene U osnovi istorodne aktive Prihvatljive aktive regulisane zakonom (zahtevi LTV, metod ocene nekretnina, over-kolateralizacija i sl.)	Komponente aktiva pula ne mogu biti zamenjene U osnovi istorodne aktive Prihvatljive aktive nisu regulisane zakonom, već tržišnom praksom
8	Plaćanje kamate	Obično godišnje	Obično mesečno
9	Isplata glavnice	Jednokratno plaćanje o roku dospeća obveznice	Prema amortizacionom planu
10	Prevremena otplata	Ne postoji mogućnost-zakonska zabrana	Postoji mogućnost prevremene otplate
11	Način trgovine	Terminska transakcija-realno postoji obveznica	Generička transakcija - uputnica još ne postoji jer nije poznat pul

Izvor: Modifikovan prikaz European Mortgage Federation

3.2.3. Strukturirane (derivativne) hipotekarne obveznice

Kao rezultat razvoja tržišta hipotekarnih založnica (MBS), u SAD su se pojavile strukturirane (derivativne) hipotekarne hartije od vrednosti. Cilj je bio da se, tehnikom finansijskog inženjeringa, podigne kvalitet hipotekarnih instrumenata i time proširi krug potencijalnih investitora, uz ostavljanje pune slobode emitentu. Dosadašnji razvoj (kako u SAD, tako i EU) doneo je veliki broj oblika i varijanti strukturiranja, odnosno raspodele rizika pula hipotekarnih aktiva na više klasa (*multi class*) hipotekarnih hartija od vrednosti.

Strukturirane hipotekarne obveznice proizvedene su kao prethodni derivati fundamentalnih vrednosti hipotekarnih kredita (kao njihovih "prodaja"), odnosno neposredni derivati hipotekarnih založnica (MBS- derivati derivata)¹¹⁷.

U nastavku analize, pažnju posvećujemo osnovnim vrstama derivativnih hartija od vrednosti¹¹⁸: (a) kolateralizovane hipotekarne obveznice (*Collateralized Mortgage Obligations- CMO*) i (b) segmentirane hipotekarne založnice (*Stripped Mortgage – Backed Securities - SMBS*).

a. Kolateralizovane hipotekarne obveznice

Kolateralizovane hipotekarne obveznice (CMO), počivaju na osnovnoj ideji strukturiranja, odnosno subordinacije, kao unutrašnjeg mehanizma podizanja kreditnog kvaliteta hipotekarnih hartija od vrednosti u procesu sekjuritizacije pula hipotekarnih kredita. Prve CMO emitovane su tek 1983. godine od strane agencije *FHLMC* i *First Boston* korporacije.

CMO se razlikuju od MBS po tome, što je svaka emisija podeljena na nekoliko različitih klasa odnosno tranši (u okviru iste emisije), a svaka tranša se razlikuje po rokovima, kuponskim stopama i prioritetima plaćanja, što njihovim vlasnicima daje različita prava, odnosno zadovoljava njihove različite investicione preferencije, uz preuzimanje odgovarajućih nivoa rizika¹¹⁹.

Različite klase CMO (kreću se od najmanje 3, obično 4 do 50 i više klasa), nose različite kamatne stope u odnosu na kamatne stope obezbeđenja, tako da taj dužnički instrument ima različite koeficijente na skali "rizik/prinos", što investitorima daje ogromne mogućnosti izbora.

Kreiranjem CMO otklanjaju se slabosti i nedostaci hipotekarnih založnica (MBS), kao što su: (1) uniformisanost jedne emisije MBS, zamenjena unikatnošću svake tranše u okviru iste emisije, (2) rizik prevremene otplate, odnosno nepredvidivost i veća kolebljivost novčanog toka MBS, smanjuje se izborom tranši CMO od strane grupa investitora, (3) rizik reinvestiranja, usled izuzetno dugih rokova otplate hipotekarnih kredita, minimizira se izborom pojedinih tranši od strane različitih grupa investitora: banke (sa dominantnom

¹¹⁷ Emisija strukturiranih obveznica, direktno, na osnovu hipotekarnih kredita kao obezbeđenja, bez sekjuritizacije, odnosi se na velike džambo kredite, čiji se novčani tokovi usmeravaju direktno na različite klase ovih obveznica. Pa ipak, te obveznice nisu prosta kopija svojih "roditelja".

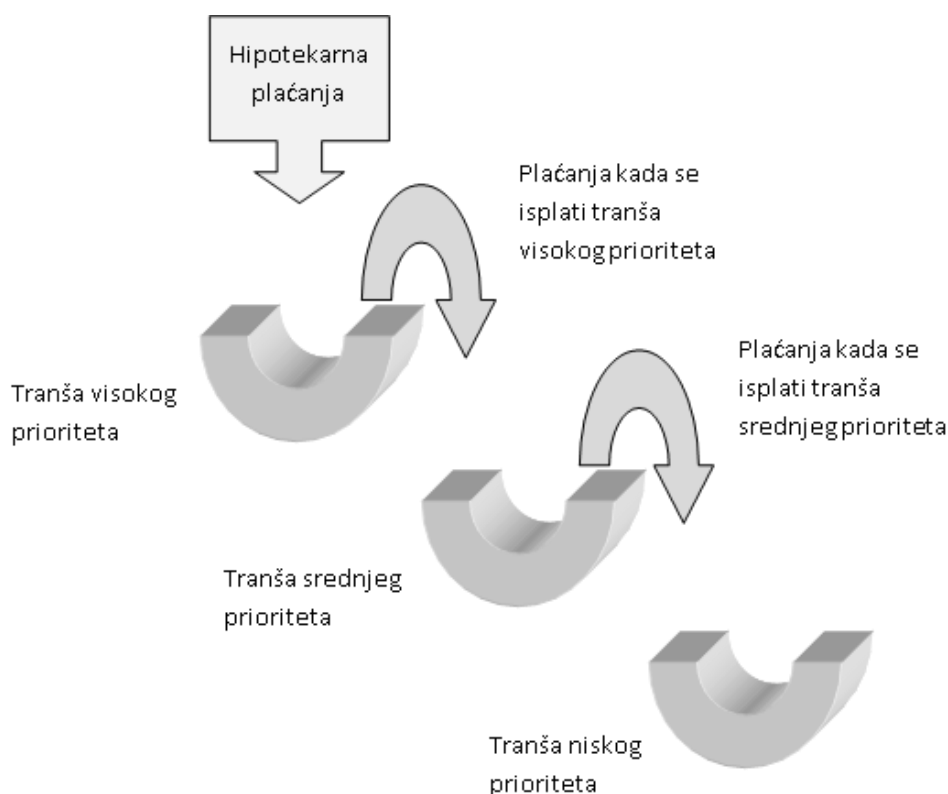
¹¹⁸ Ostale vrste (agencijske strukturirane hipotekarne obveznice, obveznice sa planskom amortizacijom - PAS i dr.) biće razmatrane u delu koji se odnosi na komparativnu analizu SAD i EU.

¹¹⁹ Reč "tranša" ("*tranche*" - na francuskom znači kriška) koristi se kao sinonim reči "klasa", "segment" i sl.

strukturuom kratkoročnih depozita), preferiraju kraće ili srednje rokove ulaganja i za to plaćaju nešto višu cenu u odnosu na hipotekarnu založnicu ili hipotekarni kredit, dok osiguravajuće kompanije traže tranše sa srednjim, a penzioni fondovi sa dužim rokovima, (4) ograničavanje na administrativno servisiranje i prosto prosleđivanje kreditnih anuiteta MBS investitorima, zamenjuje se aktivnim upravljanjem generisanim novčanim tokovima hipotekarnog pula za različite tranše CMO, (5) ne postoje ograničenja u pogledu kolaterala CMO (ne mora biti hipotekarni kredit).

Osnovni pokretači brzog rasta strukturiranih hipotekarnih proizvoda u SAD vezuju se za garancije federalnih hipotekarnih agencija, razvijenost i izuzetnu likvidnost sekundarnog tržišta hartija od vrednosti, kao i znatno viši hipotekarni prinos u odnosu na državne obveznice.

Dakle, kod CMO emitent ne redistribuira novčane tokove na proporcionalnoj (pro-rata) bazi, već definiše različite klase, koje doprinose distribuciji rizika, jer imaju različite rokove dospeća, kuponske stope i prioritete plaćanja¹²⁰.



Slika 13. Strukturiranje novčanih tokova CMO (rizik/prinos) po principu "vodopada"

Izvor: SIFMA i Rose, P., Marquis, M. (2011, str. 101).

Takođe, zaštita od rizika ostvaruje se strukturiranjem novčanih tokova (kao "sirovine") CMO, tako što tranše jednog pula nose različite nivoe rizika. Tranše sa većim prioritetom imaju manje rizike i veći rejting, pa povlače i niže kamate (njih, zbog sigurnosti, preferiraju penzioni fondovi, dok hedž fondovi imaju veću toleranciju prema riziku, pa kupuju tranše CMO nižeg prioriteta). Gubitke po hipotekarnim kreditima apsorbuju

¹²⁰ Pošto se rizik prevremene otplate ne može neutralisati, isti se raspodeljuje na više klasa CMO, a time na više grupa investitora.

različite tranše - prvo najniža - kapitalna (*equity*) klasa, potom sledeća (juniorska) i na kraju seniorska klasa. Smanjenje rizika tranše A, vrši se na račun povećanja rizika drugih tranši. U cilju veće transparentnosti, zahteva se rejting svih klasa, osim *equity* klase.

Ključne principe podređenosti prilikom isplate glavnice i kamate ilustruje slika 13.

Kao što se jasno vidi, najniži rejting, najviši rizik i najveći prinos ima *equity* (najmlađa) klasa, koja se, po pravilu, ne prodaje na tržištu kapitala. Rizik koji nosi ova klasa je ograničen i nosi ga hipotekarna banka koja inicira transakciju. Manji iznos rizika pula pokrivaju mezanin (srednji) i senior (najstarija) klasa, koje imaju rejting BBB, odnosno AAA, respektivno¹²¹.

Ovde posebno ističemo da se različiti krediti iz pula ne vezuju unapred (*ex-ante*) za određenu klasu, već *ex-post*, iz čega proizilazi da prvi gubitak apsorbuje *equity* klasa, sve dok on ne stigne do sledeće klase. Ovaj princip prioritete raspodele novčanih tokova podseća na vodopad (*“waterfaall principle”*), jer puni bazene jedan ispod drugog. Raspodela glavnice ide po principu odozgo-nadole, dok je raspodela mogućih gubitaka obrnuta: odozdo-nagore. To znači da subordinirane klase obezbeđuju kreditnu podršku starijoj klasi, što predstavlja dopunsku zaštitu starije klase od gubitaka investitora. Posledično, investitori u srednje i mlađe klase ulažu u rizičnije hartije od vrednosti, koje nose veći prinos. Sa stanovišta rizika, samo se seniorska klasa CMO može porediti sa MBS i *Pfandbrief* (niži kreditni rizik).

Tabela 5: Mesečni novčani tokovi CMO

Mesec	Tranša A			Tranša B			Mesec	Tranša C			Tranša D		
	Bilans	Nominal	Kamata	Bilans	Nominal	Kamata		Bilans	Nominal	Kamata	Bilans	Nominal	Kamata
1	194.500.000	709.923	1.215.625	36.000.000	0	225.000	1	96.500.000	0	603.125	73.000.000	0	456.250
2	193.790.077	821.896	1.211.188	36.000.000	0	225.000	2	96.500.000	0	603.125	73.000.000	0	456.250
3	192.968.181	933.560	1.206.051	36.000.000	0	225.000	3	96.500.000	0	603.125	73.000.000	0	456.250
4	192.034.621	1.044.822	1.200.216	36.000.000	0	225.000	4	96.500.000	0	603.125	73.000.000	0	456.250
5	190.989.799	1.155.586	1.193.686	36.000.000	0	225.000	5	96.500.000	0	603.125	73.000.000	0	456.250
75	12.893.479	2.143.974	80.584	36.000.000	0	225.000	98	96.500.000	0	603.125	73.000.000	0	456.250
80	2.362.347	2.050.422	14.765	36.000.000	0	225.000	99	96.500.000	0	603.125	73.000.000	0	456.250
81	311.926	311.926	1.950	36.000.000	1.720.271	225.000	100	96.500.000	1.072.194	603.125	73.000.000	0	456.250
82	0	0	0	34.279.729	2.014.130	214.248	101	95.427.806	1.699.243	596.424	73.000.000	0	456.250
83	0	0	0	32.265.599	1.996.221	201.660	102	93.728.563	1.684.075	585.804	73.000.000	0	456.250
84	0	0	0	30.269.378	1.978.468	189.184	175	3.260.287	869.602	20.377	73.000.000	0	456.250
85	0	0	0	28.290.911	1.960.869	176.818	176	2.390.685	861.673	14.942	73.000.000	0	456.250
98	0	0	0	4.117.880	1.745.550	25.737	177	1.529.013	853.813	9.556	73.000.000	0	456.250
99	0	0	0	2.372.329	1.729.979	14.827	178	675.199	675.199	4.220	73.000.000	170.824	456.250
100	0	0	0	642.350	642.350	4.015	179	0	0	0	72.829.176	838.300	455.182
							180	0	0	0	71.990.876	830.646	449.943
							181	0	0	0	71.160.230	823.058	444.751
							355	0	0	0	451.182	151.991	2.820
							356	0	0	0	299.191	150.389	1.870
							357	0	0	0	148.802	148.802	930

Izvor: Fabozzi, F. (2004, str. 358).

Karakteristike mehanizma strukturiranja CMO ogledaju se u tome što su neke klase kraćeg trajanja od hipotekarnog kredita, kao i da klase primaju kamatu proporcionalno, a glavnice sekvencijalno¹²². Prema tome, isplata kamate po svim klasama se proporcionalno raspodeljuje svim investitorima odmah na početku perioda, a na osnovu obima neisplaćenog duga. Međutim, novčani tokovi otplate glavnice usmeravaju se

¹²¹ Prema skali rejtinga *Standard & Poors*.

¹²² Fabozzi, F. (2004, str. 356).

najpre u celosti seniorskoj tranši. Tako, klasa A mesečno dobija kamatu i otplatu glavnice (dok se klasa ne ugasi), klasa B dobija mesečnu kamatu, a otplatu posle konačne isplate klase A, klasa C dobija mesečnu kamatu, a otplatu posle isplate klase B, klasa D mesečnu kamatu, a otplatu posle isplate klase C. Ovaj proces se završava sa potpunim iskupom zadnje klase¹²³.

Mehanizma novčanih tokova emisije kolateralizovanih hipotekarnih obveznica ilustrovan je na primeru koji je dat u tabeli 5.

Primer iz tabele pokazuje da je hipotekarni pul od 400.000.000 podeljen na četiri tranše, i to:

tranša A-194.500.000, tranša B-36.000.000, tranša C-96.500.000\$ i tranša D-73.000.000\$.

Takođe, različite tranše (na osnovu reda prioriteta) imaju različite rokove dospeća: tranša A likvidira se za 81 mesec, tranša B za 100 meseci, tranša C za 178 meseci, a tranša D tek za 357 meseci.

U navedenom primeru, prikazane su date CMO sa fiksnom kamatnom stopom na sve tranše. U praksi, međutim, postoji mnogo CMO struktura sa varijabilnim kamatama i alternativnim hipotekarnim instrumentima¹²⁴.

b. Segmentirane hipotekarne založnice

Novi tip strukturiranih hipotekarnih hartija od vrednosti – segmentirane hipotekarne založnice (*Stripped Mortgage – Backed Securities – SMBS*) prvi put je emitovala američka agencija *Fannie Mae* 1986. godine¹²⁵.

To je bio privlačan, kvalitetan i prinosan, ali i rizičan finansijski instrument, povezan sa hipotekarnim kreditima, namenjen širokom krugu investitora, kako onima koji žele osiguranje od neizvesnosti novčanih tokova hartija od vrednosti, tako i onima koji veruju da mogu prognozirati – na osnovu više scenarija – izmene kamatnih stopa i brzinu prevremene otplate kredita.

U suštini, radi se o kombinovanom finansijskom instrumentu, odnosno dekompozitivnoj (razdeljenoj) hartiji od vrednosti, koja se formira deljenjem novčanog toka MBS, odnosno hipotekarnog kredita na dva ili više delova. Pri tome, hipotekarni novčani tok ove hartije od vrednosti se razlikuje od rizika i prinosa karakteristika hipotekarnih založnica (na osnovu kojih se emituje).

Postoji više vidova segmentiranja hipotekarnih založnica, ali su dve klase najpopularnije¹²⁶: (1) "Samo kamata" (*Interest Only - IO*)- plaćanje samo kamate iz *cash flow*-a kolaterala i (2) "Samo glavnica" (*Principal Only – PO*)- plaćanje samo glavnice iz *cash flow*-a kolaterala.

¹²³ Ćirović, M. (2007, str.70) primećuje da zadnja klasa CMO ima neke karakteristike akcija, jer nosi najveći rizik, čekajući da se svima pre njih isplati deo glavnice. Kada se jednoj klasi isplati kamata i glavnica, ona više ne prima tokove kamate (nema potraživanja).

¹²⁴ Neke od tih modifikovanih instrumenata objasnili smo u prethodnoj tački.

¹²⁵ Uzor su im bile trezorske obveznice (*treasury strips*), koje su prvi put emitovane, u elektronskoj formi, godinu dana ranije.

¹²⁶ Vasiljević, B. (2002, str 250).

Specifičnosti novčanih tokova ("samo kamata" ili "samo glavnica"), u odnosu na druge hipotekarne hartije od vrednosti, čine glavne karakteristike SMBS. Upravo, proces segmentiranja (nejednake otplate kamate i glavnice) omogućuje brisanje zavisnosti cene SMBS od brzine prevremene otplate, što je slučaj kod klasičnih hipotekarnih založnica (gde viša cena od nominalne, govori o visokoj brzini prevremene otplate). Razume se, moguća je i drugačija segmentacija glavnice i kamate (isti procenat glavnice, a različit procenat kamate koju dobijaju investitori i sl.).

Za razliku od tradicionalnih hipotekarnih založnica (MBS), kod kojih vlasnici proporcionalno dobijaju deo glavnice i kamate, kod SMBS isplate se ne zasnivaju na proporcionalnosti glavnice i kamate, već zavise od klase- isplata ili glavnice ili kamate.

U poređenju sa kolateralnim hipotekarnim obveznicama (CMO), po kojima se isplate vrše sukcesivno po klasama, ovde se isplate svim klasama realizuju istovremeno.

Segmentirana hipotekarna založnica, čiji je prinos kamata (klasa IO), nema nominalnu vrednost (glavnicu), već samo kamatu na neotplaćeni dug. U njoj se dramatično koncentriše rizik prevremene otplate (koja umanjuje iznos neotplaćenog duga), tako da investitori dobijaju veće prinose, u odnosu na druge hipotekarne hartije, kao kompenzaciju za veći rizik. Ovde je cilj investitora što sporiji tempo prevremene otplate (pravilo "medveda"), jer prebrza otplata umanjuje novčani tok IO.

Proces izmena cena klase IO srazmeran je promeni tržišnih hipotekarnih kamatnih stopa. U slučaju pada tržišnih kamata ispod kuponske stope IO, rastu prevremene otplate, pa posledično pada cena IO. U slučaju rasta tržišnih kamata iznad stope IO, raste novčani tok, tako da je rezultat rast cena IO. Reč je, dakle, o jednom karakterističnom svojstvu IO, odnosno tendenciji da se njihova cena kreće u istom pravcu, kao i tržišne hipotekarne kamatne stope.

Segmentirana hipotekarna založnica, čiji je prinos glavnica (klasa PO), prodaje se investitorima sa diskontom u odnosu na nominalnu vrednost i zavisi od brzine prevremene otplate. Ovde važi drugo pravilo (pravilo "bika"), po kome brža prevremena otplata znači veći prinos ovog diskontnog instrumenta, čime se umanjuje rizik prevremene otplate.

Promene cena PO zavise od promene tržišnih hipotekarnih kamata. U slučaju pada tržišnih stopa, ubrzava se prevremena otplata, novčani tok PO se diskontuje po nižim kamatama i cena PO raste. Obrnuti efekat je u slučaju rasta tržišnih hipotekarnih stopa¹²⁷.

Investitori u klasu PO mogu biti sigurni u iznos glavnice koji će dobiti, ali ne u dinamiku raspodele novčanog toka. Istovremeno, klasa PO je manje osetljiva na brzinu prevremene otplate, nego klasa IO.

Ovde napominjemo da segmentirane hipotekarne založnice mogu emitovati, kako državne agencije, tako i privatni emitenti.

¹²⁷ Buran inovativni razvoj finansijskih instrumenata na primarnom i sekundarnom hipotekarnom tržištu doveo je do novih formi strukturiranja hipotekarnih HoV (kako agencijskih, tako i neagencijskih), koje su osvojile globalno finansijsko tržište i dovele do velikih turbulencija. Fabozzi, F. (2004, str. 385).

Ovaj tip hipotekarnih hartija od vrednosti, ima brojne prednosti, ali i potencijalne nedostatke za investitore.

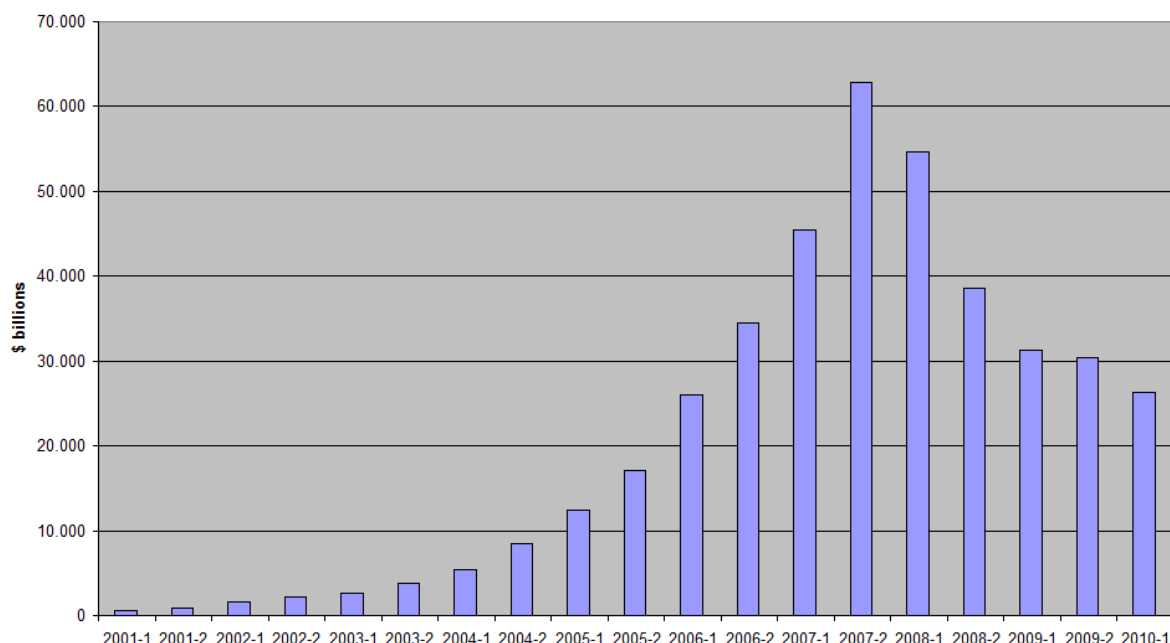
Ocenjujući jake strane SMBS (u odnosu na MBS), ističemo da investitore privlači visok prinos (na prvom mestu), kao i veća fleksibilnost i senzibilnost na promene ekonomskih uslova, odnosno tržišnih kamatnih stopa i brzine prevremene otplate, kroz hedžiranje i smanjenje kamatnog i rizika prevremene otplate.

Kao slabosti, mogu se istaći manja likvidnost, složenost analize strukture i mogućih scenarija izmene kamatnih stopa i brzine prevremene otplate, nepotpuna zaštita investitora od rizika prevremene otplate, kao i otežano bilansiranje ročne strukture aktive i pasive banaka, obzirom da rok konačne otplate nije poznat.

Sve u svemu, suština je u restrukturiranju novčanih tokova hipotekarnih aktiva i kreiranju najraznovrsnijih investicionih karakteristika strukturiranih proizvoda. Pa ipak, složene strukture ovih finansijskih instrumenata zasnivaju se na relativno jednostavnim pravilima distribucije novčanih tokova, ali većem broju učesnika i investicionih rizika, koji zahtevaju adekvatnu regulaciju¹²⁸.

3.2.4. Kreditni derivati – svopovi kreditnog neizvršenja

Nastali kao finansijska inovacija, 1997. godine, kreditni derivati – svopovi kreditnog neizvršenja (*credit default swap - CDS*) beležili su dramatičnu brzinu rasta. Za samo jednu deceniju, posebno 2006. i 2007. godine, CDS su narasli širom sveta na preko 62 biliona dolara. Tada je došlo do sloma hipotekarnog tržišta, posebno tržišta CDS, od koga se ono još nije oporavilo. Trend kretanja prikazana je na sledećoj slici:



Slika 14: Kretanje obima kreditnih derivata CDS

Izvor: Međunarodna asocijacija svopova i derivata

¹²⁸ Fabozzi, F. (2004, poglavlje 12).

CDS označavaju aranžmane transfera i hedžinga kreditnih rizika između dve ugovorne strane (od kupca prema prodavcu zaštite od neplaćanja kreditnih obaveza), uz odgovarajuću premiju. Tu cenu plaća kupac zaštite, obično kvartalno. CDS aranžman znači da prodavac zaštite preuzima obavezu da isplati odgovarajuće potraživanje kupcu zaštite, ukoliko on ne uspe sa naplatom. Proces sintetičke sekjuritizacije omogućio je konverziju kreditnih derivata u utržive hartije od vrednosti, čime je obezbeđen transfer kreditnih rizika na tržište kapitala. Na taj način, kreditni derivati (najznačajniji među njima - svopovi kreditnog neizvršenja - CDS) dobili su karakter investicionih proizvoda. Treba posebno imati u vidu da CDS ne zahteva finansiranje, kao i da je njegova osnovna uloga zaštita od rizika neizvršenja.

Swop kreditnog neizvršenja (CDS) se razlikuje od ugovora - polise osiguranja, po dva osnova: (1) osiguranik mora da ima interes za osiguranje konkretnog predmeta, a CDS to nema (već je to spekulativni posao) i (2) emitent CDS nije ograničen bilo kakvom regulativom, a najveći emitenti su najveće banke i osiguravajuća društva, koja su relativno čvrsto regulisana za sve svoje druge finansijske proizvode, dok za CDS regulacija ne postoji.

U odsustvu regulacije CDS, odnosi između korisnika hipotekarnih kredita i kreditora su opterećeni asimetričnošću informacija (problemi negativne selekcije i moralnog hazarda), pa banke nisu stimulisane da sprovode kontrolu korisnika hipotekarnih kredita.

Prema Kothary, V. (2003, str. 5), *Financial Services Authority* definiše kreditne derivate na sledeći način:

“Kreditni derivati su opšti termin koji se koristi za opisivanje različitih svopova i opcija koji su dizajnirani za transfer kreditnog rizika kredita ili druge imovine sa jedne strane, kupca osiguranja, na drugu stranu, prodavca osiguranja. Prodavac osiguranja dobija premiju ili kamatna plaćanja, kao nadoknadu za obavezu plaćanja kupcu osiguranja, koja je povezana sa kreditnim statusom referentne imovine.

Kreditni derivati su instrumenti kojima se trguje na finansijskim tržištima, te kojima se kreditni rizik inherentan kreditima, obveznicama ili drugoj rizičnoj imovini ili tržišnim pozicijama, prenosi na treća lica, koja deluju kao takozvani prodavci zaštite. Originalni kreditni odnosi kupaca zaštite se ne menjaju, niti se kreiraju novi¹²⁹.

Kreditni derivati su različiti u odnosu na druge tradicionalne forme transfera kreditnog rizika, kao što su garancije ili zaloga, pošto su derivati uobičajeno: (1) zaključeni po standardizovanim globalnim ugovorima, (2) predmet kontinuirane tržišne procene, (3) predmet kontrole i upravljanja rizikom.

Dodatna razlika je u tome da potraživanje prodavca zaštite po osnovu kreditnog derivata ne predstavlja direktno potraživanje od dužnika po osnovu instrumenata u osnovi derivata”.

Detaljniju analizu uticaja CDS na veliku hipotekarnu krizu u SAD izvršićemo kasnije¹³⁰. Ovde naglašavamo da su se gledišta, koja su glorifikovala vrline CDS, pokazala kao

¹²⁹ Deacon, J. (2004) *Global Securitization and CDOs*. John Wiley & Sons.

¹³⁰ U tački 6.4. sučeljavamo različite teorijske stavove (za i protiv CDS) i navodimo osnovne pokretačke sile hipotekarne krize u SAD.

pogrešna¹³¹. Za pobijanje tih stavova, nisu nam potrebni teorijski argumenti, s obzirom da ta teorija (u koju su mnogi verovali), nije izdržala realni test globalne finansijske krize. Praksa je demonstrirala jasne činjenice i pružila relevantne dokaze.

Ostaje zadatak reformatora da se između vrednosti i opasnosti CDS uspostavi odgovarajući balans, što zahteva efektivniju ulogu regulatornih tela.

3.3. Mehanizmi sekjuritizacije - refinansiranje hipotekarnih kredita hartijama od vrednosti

Poslednjih decenija, termin "sekjuritizacija" je prešao put, od potpuno nepoznatog do razvijenog mehanizma finansiranja, koji su mnogi zapamtili (što po dobru, što po zlu) kako učesnici finansijskog tržišta, tako i celokupna svetska javnost¹³².

Pre nešto više od dve decenije, profesor Teksas Univerziteta Peter Rose, konstatuje da je "sekjuritizacija bankarskih zajmova i drugih aktiva u cilju formiranja novih sredstava, toliko prosta ideja, da čudi, zašto ona nije bila realizovana mnogo ranije- pre 70-tih godina"¹³³.

Proces sekjuritizacije mogao se razviti u uslovima istovremenog dejstva savremenih globalnih tendencija, pritiskom na bankarsko finansiranje izmenama poreza (javnih i nejavnih), potpunom deregulacijom u uslovima asimetričnosti informacija između zajmotražilaca i kreditora, pojačanom konkurencijom i inovacijama, kao i nezapamćenim razvojem tehnologije - ubrzavanjem i pojeftinjenjem obrade informacija.

Sekjuritizacija je pokazala koristi za kreditore i korisnike kredita, u smislu jeftinijeg finansiranja, a s druge strane, sa ovom finansijskom inovacijom porasli su rizici na hipotekarnom i finansijskom tržištu. Više od toga, ovaj mehanizam finansiranja "okrivljen" je kao jedan od vinovnika globalne finansijske krize. Mnogi autori su zastupali stanovište da je sekjuritizacija nalik dvoseklom maču. Mi bismo rekli da je ona slična nuklearnoj energiji, koja služi prosperitetu i ekonomskom razvoju, ali ako se loše koristi, može imati i razorno dejstvo po globalnu ekonomiju, države i građane sveta.

3.3.1. Pojmovna razgraničenja sekjuritizacije

Šta je, zapravo, sekjuritizacija? U čemu je njena suština?¹³⁴. U savremenoj literaturi, postoji mnogo definicija sekjuritizacije¹³⁵. U suštini, sve se mogu posmatrati i razlikovati sa dva aspekta, kao sekjuritizacija (širi) i sekjuritizacija kredita (uži pojam).

¹³¹ Čak je i BIS davala ocene da će CDS kao inovativni finansijski proizvodi kreirati velike vrednosti za finansijski sistem, snižavanjem dugoročnih finansijskih rizika, kroz strategijsko upravljanje.

¹³² Robbe, J., Ali, P. (2005) *Securitisation of Derivatives and Alternative Asset Classes*. Kluwer Law International.

¹³³ Isti autor sekjuritizaciju precizira kao "proces transformacije nelikvidnih bankarskih zajmova u likvidne hartije od vrednosti, koje se slobodno prodaju na tržištu."

¹³⁴ Termin "sekjuritizacija" prvi put je upotrebljen u *Wall Street Journal* 1997. godine, povodom prve emisije hipotekarnih HoV od strane *Bank of America* garantovane od FHA.

U širem smislu, sekjuritizacija označava trend (tendenciju) promena međunarodnog finansiranja, u smislu smanjivanja uloge banaka u finansijskom sistemu (klasičnog bankarskog kreditiranja) u korist jačanja tržišta hartija od vrednosti (tržišta kapitala)¹³⁶.

U užem smislu, sekjuritizacija kredita označava mehanizam i inovativnu tehniku refinansiranja potraživanja, odnosno transformacije bankarskih kredita u hartije od vrednosti.

U ovom delu rada mi se fokusiramo na sekjuritizaciju hipotekarnih aktiva. Zanima nas proces, odnosno kružni tok sredstava i rizika od momenta kada fizičko lice uzme hipotekarni kredit i preuzme obavezu njegovog vraćanja, uz plaćanje kamate (tada nastaje finansijska aktiva, koja predstavlja "sirovinu" za proizvodnju hartija od vrednosti u procesu sekjuritizacije), kroz preraspodelu tokova plaćanja i rizika (proces strukturiranja), do hipotekarne hartije od vrednosti privlačne za investitore, kao izvora resursa za novo hipotekarno kreditiranje.

U literaturi se često navodi jedno ekstremno mišljenje, odnosno poznati euforičan iskaz profesora Stefana Švarca o sekjuritizaciji kao "alhemiji", pri kojoj se "od prostog kamena (novčanih potraživanja) dobija drago kamenje (visoko likvidne hartije od vrednosti)"¹³⁷. Po ovom autoru, sekjuritizacija omogućava prvobitnom kreditoru dobijanje jeftinijih sredstava sa tržišta kapitala. On posebno ukazuje da se zahvaljujući prodaji novčanih potraživanja specijalizovanoj organizaciji (SPV), izoluje rizik bankrotstva kreditora, što suštinski podiže vrednost emitovanih hartija od vrednosti u očima investitora na tržištu hartija od vrednosti.

Jedno od racionalnih objašnjenja, dao je Frederik Mishkin, koji sekjuritizaciju određuje kao "proces transformacije nelikvidnih finansijskih aktiva (kao što su hipotekarni krediti), koje su uvek bile izvor dohodaka bankarskih institucija, u utržive hartije od vrednosti"¹³⁸.

Nešto širi pristup ima Frank Fabozzi, koji sekjuritizaciju definiše kao "proces stvaranja hipotekarnih obveznica, na osnovu hipotekarnih zajmova, uključenih u pul hipoteka, radi trgovine". Pri tome, isti autor precizira i sledeće relevantne instrumente- osnove sekjuritizacije: "Hipoteka (*mortgage*) predstavlja zajam obezbeđen određenom nepokretnošću, sa obavezom dužnika da obezbedi određenu seriju plaćanja. Hartije od vrednosti, obezbeđene hipotekom (*mortgage backed securities*), predstavljaju obveznice, obezbeđene pulom hipotekarnih zajmova, koji se koriste u svojstvu zaloge za hartije od vrednosti"¹³⁹.

Dakle, kroz proces sekjuritizacije hipoteka, formira se više različitih finansijskih instrumenata, sa različitim osnovama: zalog nekretnine- osnova hipotekarnog kredita,

¹³⁵ Od domaćih autora posebno ističemo: B. Vasiljevića, B. Živkovića, D. Šoškić, M. Ćirovića, J. Dušanića, a od stranih sledeće autore: P. Rose, F. Fabozzi, J. Sinkey, F. Michkin, J. Stiglitz, P. Krugman, V. Kothary, J. Deacon, A. Davidson, J. Robe.

¹³⁶ Sekjuritizacija je samo jedna od više međusobno povezanih i uslovljenih "izacija" na savremenim finansijskim tržištima, o čemu smo ranije dovoljno opširno govorili.

¹³⁷ Schwarcz, S. (1994).

¹³⁸ Michkin, F. (2004, str. 301).

¹³⁹ Fabozzi, F. (1995, str. 24). U domaćoj literaturi slične definicije mogu se naći u radovima B. Vasiljevića, B. M. Ćirovića i drugih.

hipotekarni kredit- osnova bazičnih hipotekarnih hartija od vrednosti, hipotekarne hartije od vrednosti- osnova za strukturirane i derivativne obveznice i sl¹⁴⁰.

Jedan od najvećih kritičara primenjenog procesa sekjuritizacije u SAD, Joseph Stiglitz, navodi sledeće: "Na kraju, finansijski instrumenti koje su upotrebile banke i zajmodavci da iskoriste siromašne bili su i njihova propast. "Fensi" instrumenti smišljeni su da izvuku što više novca od zajmoprimaca. Proces sekjuritizacije podržao je večne provizije, večne provizije podržale su profite bez presedana, profiti bez presedana stvarali su nečuvane bonuse i sve ovo zaslepilo je bankare. Oni su mogli posumnjati da je suviše dobro, da bi bilo istinito i bilo je suviše dobro da bi bilo istinito"¹⁴¹. Nakon nesagledivih posledica hipotekarne krize na globalno finansijsko tržište, Stiglitz ističe i sledeće: "Čeo proces sekjuritizacije zavisio je od još luđe teorije. Postojale su budale koje su mogle prodati hipotekarne kredite koji neće biti vraćeni (*toxic mortgages*) i opasne finansijske instrumente, koji su se na njima zasnivali. Za budale, globalizacija je otvorila ceo svet. Mnogi investitori u inostranstvu nisu razumeli američko čudno tržište hipotekarnih kredita. Mi bi trebalo da smo im zahvalni. Da stranci nisu pokupovali tako mnogo naših hipotekarnih kredita, problemi sa kojima bi se suočio naš finansijski sistem skoro sigurno bili bi mnogo veći"¹⁴².

Rezimirajući, možemo reći da je sekjuritizacija dugo bila efikasan mehanizam za refinansiranje nelikvidnih kreditnih potraživanja obezbeđenih nekretninom, kroz emisiju likvidnih hartija od vrednosti, sa boljim tržišnim karakteristikama u pogledu vrednosti i rizika.

Međutim, efektivnost ove forme finansijskog inženjeringa podrazumeva kompleksan sistem tržišnog upravljanja rizicima, uz aktivnu regulatornu ulogu države. Konačan kvalitet procesa sekjuritizacije, kao i mehanizama njenog regulisanja, zavisi od više faktora.

Prvi, fundamentalni faktor sekjuritizacije čini obezbeđenje (*collateral*) po hipotekarnim kreditima. Karakteristike pokrića, kao i novčani tok plaćanja po kreditu određuju kvalitet hartija od vrednosti i specifičnosti strukturiranja. Stambeni hipotekarni krediti su dominantni instrumenti obezbeđenja u procesu sekjuritizacije, jer je reč o masovnim kreditima fizičkim licima, koji su pokriveni razrađenim pravnim mehanizmom hipoteke, uključujući i prodaju nekretnine.

Drugo, standardizacija i istorodnost aktiva, kao proces utvrđivanja opštih zahteva i pravila u postupku kreditiranja, što pomaže investitorima u oceni novčanih tokova i rizika kredita. Razume se, investitor ne može da analizira dokumentaciju i ceni kvalitet svakog pojedinačnog kredita u pulu (koji može imati i više hiljada kredita).

Treće, izmirivanje obaveza po hipotekarnim kreditima ne zavisi samo od mogućnosti, već i želje dužnika da izvršava svoje obaveze¹⁴³. U tom smislu, sekjuritizacija zavisi od

¹⁴⁰ To podseća na omiljene stare ruske igračke - "babuške" ili "matrjoške" od kojih manje figure ulaze u veće.

¹⁴¹ Stiglitz, J. (2013, str. 109).

¹⁴² Stiglitz, J. (2013, str. 123).

¹⁴³ Samo zaposleni mogu uzeti hipotekarni stambeni kredit. Nezaposlen čovek ne može da otplaćuje kredit i plaća kamatu, što znači da nema novčanih tokova po hipotekarnim hartijama od vrednosti koje očekuju investitori.

mehanizama povećanja kreditnog kvaliteta (*credit enhancement*), što se ostvaruje metodama povećanja svojstava hartija od vrednosti i zaštite investitora od rizika gubitaka ili drugih rizika¹⁴⁴. Podizanje kvaliteta može biti realizovano, kako eksternim, tako i brojnim internim mehanizmima.

Četvrto, na bazi potrebnog obima kvalitetnih kredita, originatori formiraju pulove kredita, kroz proces strukturiranja, čime se menjaju bitne performanse emitovanih hipotekarnih instrumenata, koje odgovaraju preferencijama investitora.

Peto, razvoj novog asortimana i velika kompleksnost inovativnih hipotekarnih hartija od vrednosti, određuje brojne vidljive i skrivene rizike, kao i rezultat sekjuritizacije.

Šesto, kvalitet sekjuritizacije podrazumeva viši stepen likvidnosti i lakoću prodaje emitovanih hartija od vrednosti, uz ostvarivanje razlike u ceni i brzina prodaje emitovane hartije, ali bez diskonta.

Sedmo, bitan faktor uspeha sekjuritizacije je odgovarajuća institucionalna infrastruktura hipotekarnog tržišta, sa jasno definisanim pravilima i procedurama rada svakog učesnika. Tu mislimo pre svega na moral i etika u hipotekarnom biznisu.

Osmo, pored samoregulacije profitno orjentisanih tržišnih učesnika, nezaobilazni uslov blagodeti (a ne štete) sekjuritizacije je čvrsta regulatorna uloga države i usaglašena makroekonomska politika.

Deveto, ključni akter sekjuritizacije je, svakako, emitent - originator, bez koga, kao vlasnika aktive, nema sekjuritizacije. Emitent ima motive da proda finansijsku aktivu po maksimalnoj mogućoj ceni i da pribavljenim sredstvima od prodaje (skidanja sa svog bilansa) odobrava nove hipotekarne kredite. Jasno, bez toga bi bio prinuđen da postojeći portfelj "zamrznutih kredita" finansira tržišnim pozajmljivanjem ili emisijom akcija, noseći sve rizike promena vrednosti svog portfelja.

3.3.2. Modeli sekjuritizacije

U međunarodnoj praksi razvijeno je više modela sekjuritizacije hipotekarnih aktiva: bilansna, vanbilansna i sintetička sekjuritizacija.

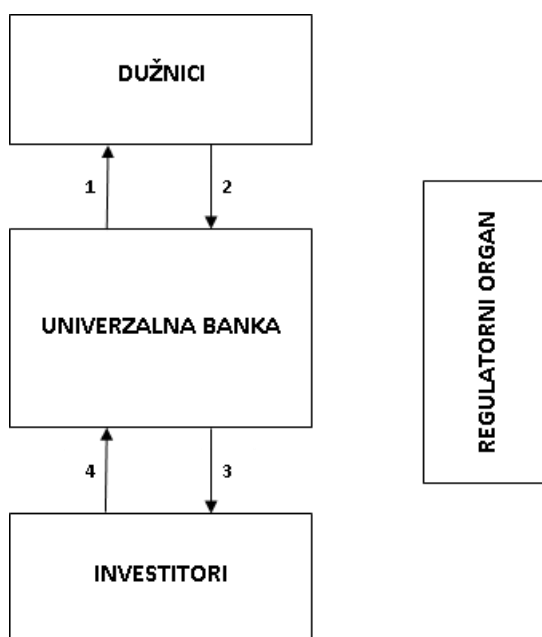
1. Mehanizam bilansne sekjuritizacije (*on-balance sheet securitization*) ima najdužu istoriju (nastao u Nemačkoj 1770. godine, emisijom pokrivenih obveznica - poznatih *Pfandbrief*)¹⁴⁵.

Emisija ovih obveznica je relativno jednostavna i zasniva se na kvalitetnim hipotekarnim kreditima, koji se zadržavaju u bilansu originatora. Originator, kao emitent, nosi ukupan rizik obveznice, koja se isplaćuje iz njegovih ukupnih novčanih tokova. Sve hipotekarne obveznice odlikuje potpuna bezrizičnost i sigurnost, zahvaljujući poštovanju pravnih ograničenja (posebno izolacije obveznica u slučaju stečaja emitenta), visok kvalitet kolaterala i kreditni rejting, koji je viši od rejtinga samog emitenta.

¹⁴⁴ Kao što kreditor veruje dužniku, ali i nekretnini (hipoteci), tako investitor veruje emitentu - kreditoru, ali i poboljšanju kreditnog kvaliteta i rejting agenciji.

¹⁴⁵ Detaljnije u tačkama 3.2. i 7.2.

Pojednostavljen šematski prikaz bilansne sekjuritizacije obuhvata samo tri učesnika, mali broj finansijskih instrumenata i njihovih novčanih tokova.



Slika 15: Bilansna sekjuritizacija hipoteka

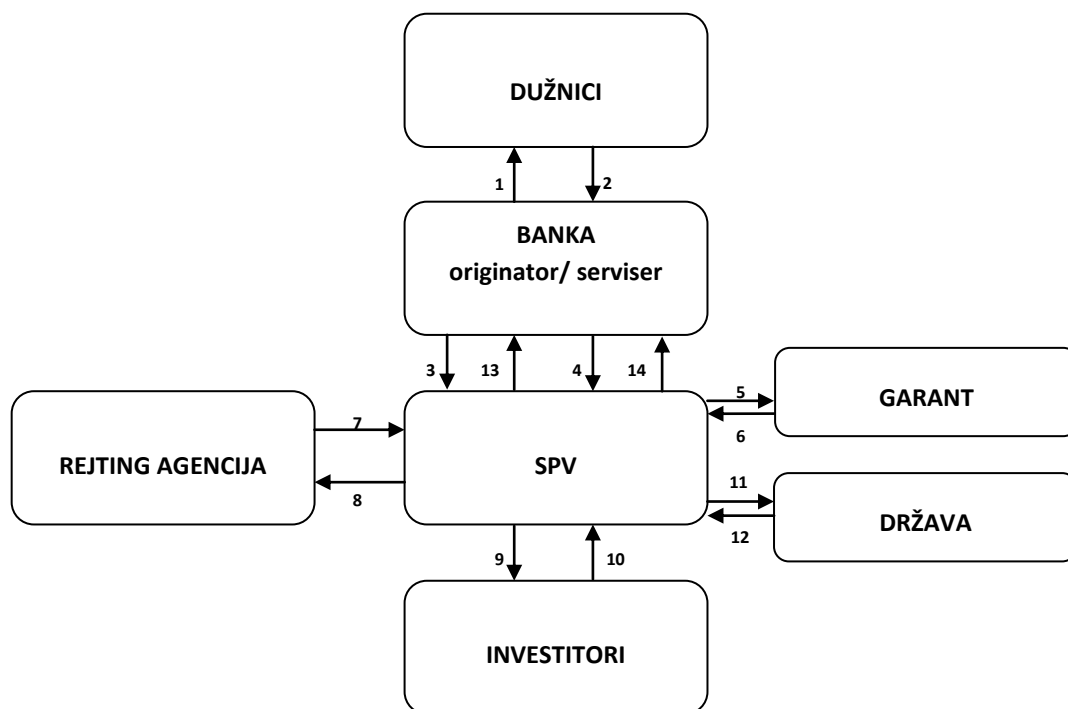
Izvor: Autorski prikaz

Osnovni koraci u bilansnom tipu sekjuritizacije su sledeći: 1. banka odobrava hipotekarni kredit zajmotražiocu, 2. dužnik daje hipoteku i otplaćuje kredit banci, 3. banka emituje hipotekarne pokrivenne obveznice, koje prodaje investitorima, 4. investitori kupuju pokrivenne obveznice i obezbeđuju kapital banci za novo hipotekarno kreditiranje.

2. Mehanizam vanbilansne (tradicionalne) sekjuritizacije (*traditional, off-balance, "true sale"*), karakteriše sledeće:

- najveća zastupljenost, posebno je dominantna u SAD,
- izdvajanje hipotekarne aktive iz bilansa banke (*off balance*) i stvarna prodaja (*"true sale"*) posebnoj investicionoj kompaniji, pri čemu se rizici prenose sa banke na investitore,
- ovaj tip sekjuritizacije poboljšava odnos aktive i kapitala banke-kreditora,
- vanbilansna sekjuritizacija podrazumeva obavezno stvaranje SPV, isključivo za kupovinu aktiva originatora, pri čemu ovo telo ne obavlja nikakve transakcije,
- ovaj tip sekjuritizacije, u odnosu na druga dva tipa, ima troškove SPV, brojna pravna ograničenja i specijalnu strukturu za obezbeđenje uslova prodaje aktiva,
- međutim, ova sekjuritizacija omogućava originatoru pribavljanje jeftinijih izvora sredstava, upravo zbog izolacije rizika,
- vanbilansna sekjuritizacija je u režimu transparentnosti informacija i regulacije od strane SEC.

Sušтина procesa sekjuritizacije može se sagledati kroz uprošćen prikaz tradicionalne (vanbilansne) sekjuritizacije, preko osnovnih faza, odnosno brojnih učesnika sekjuritizacije, njihovih funkcija i novčanih tokova, na primarnom i sekundarnom hipotekarnom tržištu, koje prikazuje sledeća slika:



Slika 16: *Struktura učesnika i novčanih tokova vanbilansne sekjuritizacije*

Izvor: www.bis.org

Osnovne operacije, koraci i odnosi baznih učesnika u vanbilansnoj sekjuritizaciji mogu se opisati na sledeći način:

1. Banka daje hipotekarne kredite zajmotražiocima,
2. Korisnici otplaćuju kredite banci,
3. Banka prodaje aktivu-pul kredita SPV-u,
4. SPV isplaćuje kupoprodajnu cenu kredita banci,
5. Banka prenosi SPV-u otplatu kredita pula,
6. SPV plaća banci naknadu za opsluživanje kredita,
7. Rejting agencija daje kreditni rejting hipotekarnih hartija od vrednosti, koje emituje SPV,
8. SPV plaća agenciji naknadu za usluge određivanja kreditnog rejtinga,
9. Garantovanje kreditnog kvaliteta hipotekarnih hartija od vrednosti,
10. Isplata provizije za garancije (dodatno obezbeđenje),
11. Investiciona banka organizuje emisiju hipotekarnih hartija od vrednosti,
12. SPV plaća naknade investicionoj banci za organizaciju emisije hartija od vrednosti,

13. Investiciona banka distribuirala - prodaje hipotekarne hartije od vrednosti investitorima,
14. Investitori kupuju i plaćaju SPV-u hipotekarne hartije od vrednosti,
15. SPV prenosi ostatak profita banci - originatoru.

Nakon svih ovih koraka zatvara se široki krug odnosa između početne i poslednje ključne tačke, tj. između zajmotražilaca i investitora. Posle svih pređenih etapa - dužnici, u suštini, sada duguju investitorima.

3. Mehanizam sintetičke sekjuritizacije (*syntetic securitization*), koji je nastao i najbrže se razvio u SAD sredinom 90-tih godina, bio je rezultat sledećih tendencija: (1) izmena u poslovanju banaka, vezanim za Bazelski sporazum o kapitalu, kojim se utvrđuje minimalni zahtev za kapitalom banaka od 8%, u odnosu na rizikom ponderisanu aktivu¹⁴⁶, (2) sporosti u razvoju sekjuritizacije (posebno u Evropi), zbog problema u upravljanju kreditnim rizikom, usled zakonskih ograničenja pri predaji aktiva, odnosno ustupanja budućih obaveza (što nije moguće bez formalnog obaveštenja dužnika), (3) razvoja kreditnih derivativnih instrumenata (ugovora), čija vrednost zavisi od vrednosti aktive, odnosno od kreditne sposobnosti treće strane, što daje mogućnost rešavanja problema transfera rizika, koji zamenjuje stvarni transfer imovine (prodaju aktive originatora).

Sintetička sekjuritizacija je omogućila bankama transfer konkretnog (dela) rizika, uz ostanak aktive u bilansu stanja banke (dakle, bez prenosa ukupne aktive i transfera gotovine), čime se obezbeđuje lakše i jeftinije upravljanje rizicima. To je naročito bilo važno za banke iz EU, gde svaka zemlja ima specifičnu zakonsku regulativu. Kod sintetičke sekjuritizacije transfer rizika, koji se odnosi na aktivu, sprovodi se zaključivanjem ugovora o kreditnom derivatu, prema kome jedna ugovorna strana (kupac zaštite), uz plaćanje premije, prodaje kreditni rizik dela portfelja drugoj ugovornoj strani-SPV (prodavac zaštite). Na taj način, SPV, kao emitent hartija od vrednosti, kroz kreditni derivat, štiti aktivu banke od štete koja može da nastane neispunjavanjem obaveza dužnika, uz transfer samo dela rizika investitoru. Na tržištu sintetičke sekjuritizacije pojavljuje se složena struktura učesnika, u procesu transfera aktive i emitovanja utrživih hartija od vrednosti podržanih aktivom.

U praksi su prisutne mnogobrojne strukture učesnika, različite složenosti odnosa, koje su uslovljene potrebama i prirodom refinansiranja, novčanim tokovima aktive, regulatornim režimom i slično¹⁴⁷.

Ranije smo objasnili da je kreditni *defoltni svop* (CDS) sličan bankarskoj garanciji, jer kupac kreditne zaštite (originator) plaća (obično kvartalno) određenu fiksnu premiju za slučaj nastanka štete po kreditu ili pulu kredita, kada prodavac kreditne zaštite (SPV) treba da, umesto njega, plati određeni iznos. Istovremeno, ovaj instrument nije ugovor o

¹⁴⁶ Ranije su banke vodile poslovnu politiku odobravanja plasmana po principu "što više, to bolje", tako da su ogromni krediti davani na osnovu istog - malog kapitala. Ako postoje rizici u bankama u vezi sa kapitalom, prirodno, ne može normalno da funkcioniše tržište kapitala, na kome je došlo do trenda razvoja investicionog bankarstva (organizacija emisije hartija od vrednosti, a ne odobravanje samih hipotekarnih kredita).

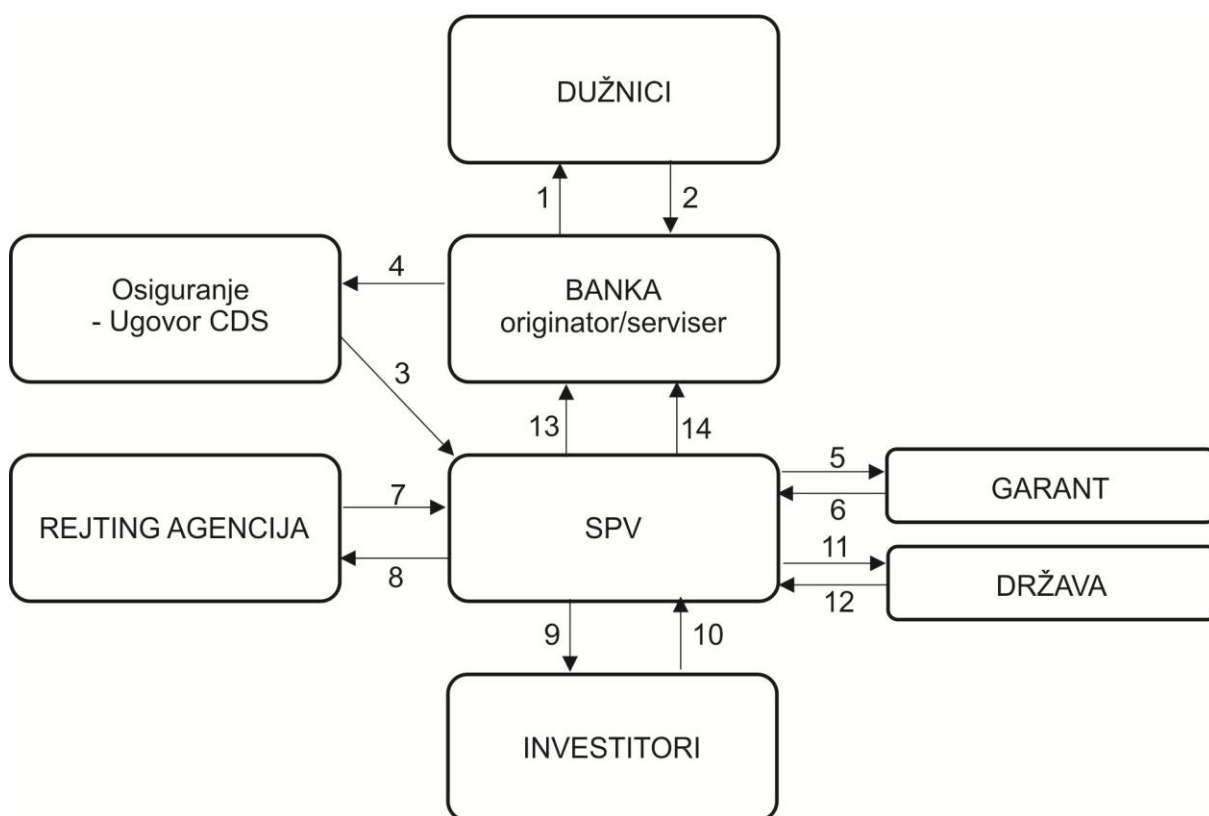
¹⁴⁷ Opširnije kod: Robbe, J., Paul, A (2005) *Securitization of derivatives and alternative asset classes: yearbook*. Kluwer Law International.

osiguranju, jer plaćanja po kreditnom defoltnom svopu nisu uslovljena nastankom štete kod kupca zaštite.

U sintetičkoj sekjuritizaciji, zaključenje kreditnog derivata i transfer kreditnog rizika, ostvaruje se preko emisije dve vrste instrumenata: (1) strukturiranih kreditnih obveznica, koje emituje prodavac zaštite od rizika direktno investitorima (*Credit-Linked Notes - CLN*), (2) sintetičkih kreditnih obveznica, kojima kupac kreditne zaštite transferiše kreditni rizik na prodavca zaštite od rizika (*Credit Default Swap - CDS*), na vanberzanskom tržištu derivata.

Kreditni derivati omogućuju bankama da upravljaju svojim rizicima i ostvaruju ekonomiju svoga kapitala, što istovremeno znači i jeftinije hipotekarno kreditiranje građana.

Proces sintetičke sekjuritizacije može se šematski prikazati na sledeći način:



Slika 17: *Struktura učesnika i novčanih tokova sintetičke sekjuritizacije*

Izvor: Autorski prikaz¹⁴⁸

Značenje osnovnih operacija navedenih u modelu sintetičke sekjuritizacije je sledeće:

1. Banka daje kredite zajmotražiocima,
2. Korisnici kredita otplaćuju kredite,
3. Predaja rizika SPV na osnovu zaključenja ugovora o kreditnom defoltnom svopu (CDS),
4. Uplata premije po CDS, koji ulazi u pul,

¹⁴⁸ Prikaz različitih tipova sekjuritizacije videti na sajtu www.bis.org

5. Garantovanje kreditnog kvaliteta hartije,
6. Plaćanje provizije za kreditnu podršku,
7. Davanje kreditnog rejtinga emisiji hartija od vrednosti SPV,
8. Plaćanje usluga rejting agencije,
9. Emisija i distribucija investitorima sintetičkih obezbeđenih obveznica (CDO),
10. Otplata kupljenih CDO od strane investitora,
11. Kupovina državnih hartija od vrednosti (repo transakcije NBS i drugo),
12. Otplaćivanje tih hartija iz sredstava dobijenih emisijom CDO,
13. Zalog državnih hartija od vrednosti banci-originatoru,
14. Uplata ostatka profita od SPV banci-originatoru.

3.3.3. Učesnici procesa sekjuritizacije

U literaturi se najčešće navodi pet osnovnih učesnika u procesu sekjuritizacije: originator-banka, SPV, investiciona banka, garant i investitori¹⁴⁹.

Navedeni učesnici ostvaruju različite funkcije u okviru pet osnovnih etapa sekjuritizacije: inicijalna faza, strukturiranje, poboljšanje kredita, promet sekjuritizovanog kredita i servisiranje¹⁵⁰.

Razume se, u praksi postoji daleko više različitih učesnika (uključujući i "podizvođače" i druge ugovorne strane), koji imaju svoje funkcije u različitim fazama, što zavisi od vrste (modela) sekjuritizacije i složenosti konkretnog hipotekarnog aranžmana. U našem shematskom prikazu, navedenim osnovnim učesnicima, mi smo dodali još dva bazična učesnika: dužnike i rejting agencije¹⁵¹.

U nastavku ćemo detaljnije razmotriti ulogu i međusobne relacije različitih finansijskih institucija u procesu sekjuritizacije, sa naglaskom na mesto specijalnog pravnog lica-SPV i njegove relacije sa originatorom-bankom, rejting agencijom, garantom, potpisnikom, investicionom bankom i investitorima.

Pravno posmatrano, međusobni odnosi učesnika u procesu sekjuritizacije regulišu se odgovarajućim ugovorima, dok se sa ekonomsko-finansijskog aspekta radi o korišćenju različitih instrumenata i mehanizama preraspodele novčanih tokova i rizika među učesnicima¹⁵².

¹⁴⁹ Sinkey, J. Ibid. str. 712.

¹⁵⁰ Ćirović, M. (2006, str. 141).

¹⁵¹ BIS u svojim šemama tradicionalne (vanbilansne) sekjuritizacije uključuje još dva učesnika - aranžera i menadžera aktive. (www.bis.org).

¹⁵² Davidson, A., Ching, A., Sanders, A., Wolff, L. (2002) Securitization: Structuring and Investment Analysis for Mortgage, Commercial Mortgage and Asset Backed Securities. John Wiley & Sons Canada.

1. Originator-kreditna organizacija, kao zajmodavac i inicijalni vlasnik hipotekarne aktive ima ulogu začetnika i generatora sekjuritizacije. U ulozi originatora kredita se najčešće pojavljuju komercijalne banke i druge kreditno-finansijske institucije, koje odobravaju hipotekarne kredite zajmotražiocima, a koje potom iste refinansiraju na sekundarnom hipotekarnom tržištu.

Originator-banka odlučuje da li će i koju će aktivu iz svog kreditnog portfolija (vanbilansno) sekjuritizovati, odnosno koji će rizik transferisati (predati) drugom učesniku. Da bi se započeo proces sekjuritizacije originator stvara pul homogenih stavki aktive, da bi se postigla zajednička šema otplate i smanjili troškovi analize kreditnog rejtinga u pulu aktiva. Prodajući svoju aktivu, originator ustupa i sva pripadajuća obezbeđenja hipotekarnog kredita. Za ustupanje (prodaju) aktive, originator dobija novčani iznos, a SPV postaje kreditor, koji finansira ovu kupovinu aktive, isključivo emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti na tržištu kapitala.

Novčani tokovi otplate dugoročnog hipotekarnog kredita (koji je ustupljen kao finansijska aktiva SPV) služe za isplatu kamate i otplatu glavnice po emitovanim hipotekarnim hartijama od vrednosti.

Vrednost emitovanih hartija od vrednosti od strane SPV je u direktnoj srazmeri sa kvalitetom aktiva, kao i mehanizmima povećanja kvaliteta tih hartija. Time se ekonomsko-finansijska suština sekjuritizacije aktiva potvrđuje kroz pravni aspekt odvajanja aktive od originatora, odnosno kroz transferisanje rizika od prodavca prema pulu aktiva.

Ustupanjem aktiva SPV, njihova sigurnost finansiranja emisijom HoV više ne zavisi od stanja bilansa kreditora. Posebno naglašavamo da je u bilansnom modelu hipotekarnog kreditiranja, banka ostvarivala sve funkcije, koje uključuju odobravanje (organizaciju), finansiranje, servisiranje i monitoring kredita. Sekjuritizacija je omogućila bankama prodaju datih kredita (aktiva), tako da one više ne moraju da brinu o finansiranju i monitoringu. Tako se, danas, uloga banaka u sekjuritizaciji hipotekarnog kreditiranja svodi na tri faze: organizacija-prodaja-opsluživanje.

Navedena fragmentacija klasičnog kreditiranja, u uslovima nedovoljne likvidnosti i sopstvenog kapitala za dugoročno hipotekarno kreditiranje, kao i neodgovarajuće strukture troškova primorala je (posebno manje) banke da ranije date kredite prodaju. Na taj način, dolaze do izvora sredstava za novo kreditiranje, specijalizujući se za poslove u kojima imaju iskustvo i reputaciju.

Originator se (pored pakovanja i prodaje kredita) najčešće pojavljuje i u ulozi administriranja davaoca usluga (serviser), koji obavlja komisione poslove obračuna i knjiženja kamata i otplata, koje prenosi-prosleđuje (preko trasta-poverenika) investitorima i time ostvaruje ulogu zaštite investitora. Serviser sedmično dostavlja informaciju o otplati kredita (redovne uplate, privremene otplate, kašnjenja otplate i neispunjavanje obaveza-defolt i odgovoran je za naplatu (uključujući i utuženja).

Kroz prodaju aktiva i zadržavanje uloge servisera, dolazi do transformacije prirode prihoda banke (umesto kamate po plasmanima, naknada za komisione usluge). Za navedene usluge banka naplaćuje naknadu od SPV. Ulogu servisera prodatih hipotekarnih kredita mogu obavljati i specijalizovane kompanije, koje raspolažu tehnologijama i programima servisiranja, ostvarujući značajne prihode. Prednost banke

je u već uspostavljenom poslovnom kontaktu sa klijentima, boljem poznavanju, efektivnijem i jeftinijem servisiranju. Neposredan odnos, uspostavljen sa klijentima na dugi rok, odgovara i klijentima (koji često i ne znaju da je njihov kredit prodat investitorima)¹⁵³.

2. Specijalizovana investiciona kompanija- SPV je "prenosnik posebne namene", odnosno specijalno pravno lice (*Special Purpose Vehicle*), koje se osniva za konkretne namene, isključivo za kupovinu finansijskih aktiva, emitovanjem hartija od vrednosti, podržanih pulom tih aktiva, koje predstavljaju jedinu aktivu SPV. Jedini cilj osnivanja SPV je odvajanje rizika aktive koja se sekjuritizuje od originatora, čime je SPV zaštićen od bankrotstva originatora. U tom smislu, ustupanje finansijske aktive originatora SPV-u treba da ima karakter stvarne prodaje (*true sale*), da SPV postaje stvarni vlasnik aktive. U slučaju kašnjenja pojedinih korisnika sa otplatom kredita, SPV ima status nadležnog kreditora, a prvobitni kreditor u funkciji serviseru mora odvajati novčane tokove iz sekjuritizacije aktive od drugih transakcija.

SPV je pravno lice sa potpunom pravnom samostalnošću i ekonomskom nezavisnošću od svoga osnivača. SPV ne može biti firma-kći organizatora sekjuritizacije, te je na taj način pravno izolovana i njena imovina zaštićena, u slučaju bilo kakvih finansijskih problema i nesolventnosti (bankrotstva) organizatora sekjuritizacije-originatora.

Glavna svrha SPV je preuzimanje aktiva u svoj bilans i emitovanje hartija od vrednosti na toj osnovi, koje ne zavise od kreditnog rejtinga originatora, već od sredstva obezbeđenja i poboljšanja kvaliteta same aktive. Na taj način se, preko SPV, povezuju hipotekarni dužnici i investitori, kroz konverziju kredita u hipotekarne hartije od vrednosti.

SPV se često osniva sa rokom trajanja životnog ciklusa emitovanih hipotekarnih instrumenata, čime banke dobijaju mogućnost da očiste svoje bilanse od problematičnih kredita, uz povećanje likvidnosti, kao i da zaštite investitora od rizika bankrotstva banke - inicijatora.

SPV, kao vlasnik preuzete aktive, postaje nosilac obaveza prema investitorima, kontroliše založenu aktivu i transferiše novčane tokove investitorima.

SPV ne obavlja privrednu delatnost, pa se obično osniva kao neprofitna struktura i zbog toga ima poseban odnos prema plaćanju poreza na profit. Zbog toga se osnivaju u "poreskim rajevima"- *offshore* centrima¹⁵⁴. U skladu sa svojom ulogom, obično nema zaposlenih, pa svoje funkcije delegira drugim učesnicima. Osniva se sa minimalnim sopstvenim kapitalom (10- 20 hiljada evra), pa može lako ostvariti dostup tržištu kapitala. Zbog toga se, mehanizmima podizanja kreditnog kvaliteta aktive, postiže prvoklasan

¹⁵³ U procesu sekjuritizacije aktive, pored eksternih učesnika, banka uključuje mnogo internih organizacionih delova (sektori kredita, hartija od vrednosti i likvidnosti, finansija i računovodstva, pravnih poslova, informacionih tehnologija, interne revizije, marketinga i drugi). Pri tome se sekjuritizaciji aktive, zbog kompleksnosti operacija, pristupa projektno i multidisciplinarno, kroz formiranje ekspertskog tima sastavljenog od predstavnika različitih organizacionih delova.

¹⁵⁴ U svetu ima više desetina *offshore* centara, gde se SPV vrlo lako osnivaju (bez velikih troškova i formalnosti) i to u zemljama (ostrvima) sa minimalnim oporezivanjem (Kajmanska, Bermudska, Britanska Virdžinska ostrva, Delaver, Lihtenštajn, Irska, Luksemburg, Holandija, Monako, Liban, Panama, Mauricijus i dr.), tako da su u mnogim razvijenim zemljama formalno prisutna strana SPV (Deacon, J.,2000., str. 27).

kreditni rejting (kao bezrizične državne obveznice), što je odlučujuće za sniženje troškova refinansiranja i privlačenja investitora, pre svega institucionalnih.

3. Kreditne rejting agencije imaju izuzetno značajnu ulogu u procesu sekjuritizacije aktiva, odnosno emisije neagencijskih - privatnih hipotekarnih hartija od vrednosti (koje nisu osigurane od državnih ili paradržavnih agencija).

Najveće i najpoznatije su tri američke kreditne rejting agencije: *Standard & Poor's*, *Moody's* i *Fitch*, koje posluju na međunarodnom tržištu, preko svojih filijala. Karakteriše ih velika specijalizacija za pojedine tipove aktiva, posebno one obezbeđene stambenom hipotekom, ali i odgovarajuća specijalizacija po zemljama, zbog specifičnosti standarda i kriterijuma kreditne sposobnosti zajmotražilaca, ocene obezbeđenja, struktura otplate, odnosno novčanih tokova i slično.

Rejting ukupne emisije hipotekarnih hartija od vrednosti u suštini predstavlja nezavisno mišljenje rejting agencija o kvalitetu emisije HoV, odnosno verovatnoći ispunjenja ugovorenih obaveza emitentata (obim, rok i dr.) ili obavezama vezanim za određenu klasu HoV.

Rejting agencije analiziraju kreditni rizik i procenjuju varijante u slučaju najlošijeg scenarija, kako bi rizike učinile razumljivim i odredile nužni nivo zaštite investitora, prema njihovim željama- unapred zahtevanom nivou rejtinga- AA ili AAA¹⁵⁵.

Bez rejtinga je nemoguće realizovati kompleksne strukturirane i hipotekarne HoV. Zakonodavstva mnogih zemalja uvela su ograničenja za ulaganja institucionalnih investitora, samo u visokokvalitetne HoV.

Posebno se naglašava postojanje fundamentalne povezanosti kreditnog rejtinga sa mehanizmom podizanja kvaliteta HoV, kao i značaj rejting agencija u svim fazama sekjuritizacije hipotekarne aktive. Razlozi su sledeći: (1) rejting agencije koriste informacije koje nisu dostupne javnosti, već (poverljive) podatke koji su dostupni banci koja odobrava kredite, (2) potencijalni investitori nemaju ni ekspertske, ni tehničko-tehnološke resurse i mogućnosti za dublju analizu složenog posla sekjuritizacije aktive, s obzirom da u kratkom roku (od nekoliko časova) treba da donesu odluku o kupovini date HoV. Razume se, prospekt emisije sadrži najvažnije informacije o kvalitetu aktive, ali samo rejting agencije mogu dati detaljnu analizu strukture HoV i time najbolje pomoći investitorima. Pri tome, važno je istaći da se, zbog izraženog sukoba interesa, sada rejting agencijama zabranjuje pružanje konsultantskih usluga subjektima čiji rejting ocenjuju, kao i preporučivanje ulaganja u te HoV, (3) zadatak rejtinga je objektivna ocena kreditnog rizika, što je indikator sigurnosti ulaganja, ali i indikator riziko-premije, koju su spremni da plate investitori u slučaju nesposobnosti emitenta da izmiruje svoje obaveze¹⁵⁶.

¹⁵⁵ Kod javne emisije Komisija za HoV (npr. SEC u SAD) strogo propisuje nivo rejtinga HoV, a primenjuju slične standarde i na privatne emisije. Videti: www.sec.gov

¹⁵⁶ Rejting agencije su se pokazale boljim u potvrđivanju ili smanjenju rizika, nego u njegovom ranom otkrivanju, što su pokazali nedavni skandali. To govori o nedostacima rejting agencija i potrebi preduzimanja mera na globalnom nivou, da se sankcionišu zloupotrebe (npr. davanje boljeg rejtinga, ukoliko se plati više i sl.) i spreči sukob interesa, unapredi transparentnost rada, metodologija i kvalitet izveštavanja.

Značaj visokog rejtinga je od životne važnosti i za originatora, kome obezbeđuje bržu realizaciju i višu cenu hipotekarne aktive, uz manje prateće troškove sekjuritizacije (reklama i drugo). Rejting agencija ne analizira platežnu sposobnost emitenta, kao kod korporativnih obveznica, već se usredsređuje na faktore rizika, strukturu emisije i mehanizme podizanja kvaliteta¹⁵⁷.

Kvalitativna analiza obuhvata identifikaciju i procenu kreditnog rizika, u smislu promene platežne sposobnosti dužnika i makroekonomske situacije (recesija, depresija, i sl.). Posebno se analizira kvalitet obezbeđenja različitih tipova nekretnina i pravni aspekti finansiranja (modifikovani modeli amortizacije kredita i tipovi kamatnih stopa, preostali rok i iznos kredita, bliža namena kredita i slično).

Kvantitativna analiza, pak, podrazumeva kompjutersko- matematičko modeliranje novčanih tokova u cilju definisanja veličine i metoda podizanja kvaliteta aktive (sigurnost i likvidnost). Specijalisti rejting agencija pripremaju više hiljada različitih scenarija novčanih tokova pokrića i određuju verovatnoću defolta hipotekarnih hartija od vrednosti. Što se želi viši rejting hartije od vrednosti, to se primenjuje pesimističniji scenario defolta i gubitaka, a koriste se i stres testovi sekjuritizovane aktive.

Poseban značaj ima monitoring rejtinga, odnosno stalno praćenje i provera uticaja izmenjenih makroekonomskih i drugih okolnosti, koje mogu uticati na promenu rejtinga (najčešće smanjenje rejtinga), što dalje utiče na promenu ponašanja tržišnih učesnika.

Karakteristično je da je, za razliku od korporativnih obveznica, u dugom periodu postojala velika stabilnost rejtinga hipotekarnih HoV (bez slučajeva smanjenja rejtinga, uz relativno malo slučajeva povećanja rejtinga¹⁵⁸).

4. Potpisnik (pokrovitelj-underwriter) - investiciona banka, kao što smo navodili, nije banka u klasičnom smislu reči. Ona ne mobilize depozite i ne odobrava kredite, pa se može nazvati "finansijskim pomoćnikom".

Investiciona banka ima ulogu konsultanta i davaoca podrške, kroz određene garantovane prodajne cene hartija od vrednosti, a kasnije kroz distribuciju, tj. promociju i prodaju hartija od vrednosti. Ukoliko se radi o manjoj emisiji, onda se samo jedna investiciona banka pojavljuje kao potpisnik (i to ona koja je bila konsultant za emisiju). U slučaju veće emisije, obrazuje se sindikat više investicionih banaka, koji potpisuje emisiju, čime se smanjuju rizici.

Pošto raspolaže specijalističkim stručnim znanjima, bogatim iskustvom i širokom klijentskom strukturom među potencijalnim investitorima na globalnom nivou, potpisnik-investiciona banka može dosta pouzdano da odredi vrstu, strukturu i cenu HoV, koje

Iako su prednosti međunarodno priznatih i akreditovanih rejting agencija nesumnjive, hipotekarna kriza u SAD je pokazala da je neophodno uspostaviti kontinuirani nadzor i regulaciju njihovog rada. Šire: www.iosco.org

¹⁵⁷ Sama procedura dobijanja rejtinga uključuje više koraka, od zahteva originatora i zaključenja rejting ugovora, preko dobijanja kreditnog rejtinga, do monitorisanja rejtinga.

¹⁵⁸ Investicioni rejting u SAD imalo je 99% javno distribuiranih ABS, dok je kod korporativnih obveznica ovaj procenat upola manji. Razlog je u tome što se rejting korporativnih obveznica određuje reputacijom i snagom preduzeća, kao zajmotražioca (koju je na kratak rok nemoguće popraviti), dok se sekjuritizacija aktiva može komponovati prema potrebama originatora i investitora, kroz podizanje kvaliteta aktive i konstrukciju "željenog rejtinga".

SPV treba da emituje. U okviru svoje promotivne uloge, investicione banke publikuju informacije, odnosno reklamu u vodećim medijima (u delu o finansijama i investicijama)¹⁵⁹.

Samu prodaju na tržištu, investicione banke realizuju, direktnim zaključivanjem ugovora sa potencijalnim investitorima (investicioni fondovi, osiguravajuća društva, banke i dr.)¹⁶⁰.

3.3.4. Mehanizmi povećanja kreditnog kvaliteta

Razvojne tendencije savremenih hipotekarnih tržišta, kao što će se još videti, pokazuju svu kompleksnost finansijskih instrumenata, tako da, po prirodi stvari, investitori ne mogu u potpunosti da spoznaju sve važne činjenice, kako bi napravili pravi investicioni izbor.

Investitori, najčešće, nisu spremni da preuzmu sve kreditne rizike pula aktiva, pa složene strukturirane hartije od vrednosti emitovane na osnovu aktive, obično, imaju razne forme kvalitetne kreditne podrške od različitih institucija (druga banka, osiguravajuća kompanija, sam originator, i sl.), i to pojedinačno ili kombinovano. Cilj je da se minimiziraju rizici i obezbedi najviši rejting. Pri tome, obim kreditne podrške procenjuje se i utvrđuje u višestrukum iznosu istorijskih gubitaka, odnosno po stopi neizvršavanja obaveza po drugim kreditima.

U tom smislu, moglo bi se reći da sekjuritizacija predstavlja metod upravljanja rizicima, udaljavanjem rizičnih hipotekarnih aktiva iz bilansa kreditora. Rizici sekjuritizacije hipotekarnih aktiva mogu se svrstati u nekoliko povezanih grupa: 1. rizici instrumenata, 2. rizici mehanizama, 3. rizici institucija i 4. rizici regulatora¹⁶¹.

Na ovom mestu, naglašavamo važnost rizika institucija i pravno-finansijskih mehanizama sekjuritizacije, pri čemu se ističu sasvim novi rizici, u duhu novih razvojnih tendencija: (1) *rizici institucionalne strukture i novčanih tokova* - neispunjenje obaveza treće strane, bankrotstvo originatora ili SPV, smanjenje rejtinga zbog pogoršanja kreditnog kvaliteta aktive, mešanje sekjuritizovanih aktiva sa ostalim aktivama u portfelju originatora, problem predaje aktiva, problem isplate investitorima kamate i glavnice po hartijama od vrednosti i drugo, (2) *pravni rizici* - problemi pri prodaji pula aktiva po nižoj ceni od ugovorene, nepotpuna dokumentacija, neodgovarajuće oditovanje, rejting i sl., (3) *regulatorni rizici* - izmena zakona i drugih normativno-pravnih akata ili neadekvatan sistem nadzora regulatora, što može dovesti do problema u transferu sredstava na putu od dužnika do investitora, (4) *intelektualno- kreativni rizici* - problem razumevanja ukupne složenosti inovativnih derivativnih proizvoda, koji izgledaju da su jednostavni, a ugovori i rizici su izuzetno složeni, (5) *moralni rizici* - pohlepa i nepoštovanje etičkih principa (npr.

¹⁵⁹ Poznato je objavljivanje reklame novih emisija hipotekarnih HoV u *Wall Street Journal*, koje zbog svoga izgleda, šaljivo nazivaju "nadgrobni spomenici".

¹⁶⁰ Među investicionim bankama na globalnom finansijskom tržištu najpoznatije su američke banke - Merrill Lunch, Morgan Stanley, Saloman Smith Barney, Swiss First Boston i dr. Poslovanje investicionih banaka i hipotekarnog tržišta u SAD reguliše Komisija za HoV i berze (SEC), pa ipak poslednjih godina bankrotirale su velike investicione banke Goldman Sachs i Lehman Brothers, nakon velikih gubitaka i skandala, tokom aktuelne globalne finansijske krize 2007- 2009. godine.

¹⁶¹ Rizici u okviru prve grupe, vezani za kvalitet aktive i obezbeđenja (kreditni, likvidnosni, reinvestirajući, kamatni, devizni, operativni i drugi) detaljnije se razmatraju u sledećem poglavlju i oni se u izvesnom smislu mogu relativno tačno sagledati.

kompenzacije menadžerima vezane za rast profita, a ne i za minimiziranje rizika i očuvanje adekvatnosti kapitala), (6) sistemski rizik - usled kompleksnosti i rizičnosti inovativnih hipotekarnih instrumenata i mehanizama (kreditni derivati i dr.) i odsustva sistema adekvatnih internih kontrola, kao i nadzora regulatora, veća sklonost ka hipotekarnim i finansijskim krizama.

Očekivalo se da, zahvaljujući kolektivnoj proverbi i kontroli od strane više učesnika, sekjuritizacija postane sigurna tehnika finansiranja, odnosno rešenje ranijih problema, a ne novi problem za rešavanje.

Pre pojave sekjuritizacije aktiva, originator je samostalno i u celini nosio 100% kreditnog rizika. Razvojne tendencije savremenih hipotekarnih tržišta pokazuju da je došlo do distribucije rizika u trouglu odnosa: originator- garant- investitor¹⁶².

Istorijski podaci su izuzetno dugo svedočili da investitori u hipotekarne instrumente nisu gubili, zbog neispunjenja obaveza dužnika po hipotekarnim kreditima. Međutim, kreacija derivativnih instrumenata i sintetičke sekjuritizacije, pri dugoročnom pogoršanju makroekonomske konjunktura i aktuelne globalne finansijske krize, doveli su investitore u poziciju glavnih nosilaca rizika i gubitnika svojih investicionih odluka, odnosno sredstava.

Mehanizmi podizanja kvaliteta strukturiranih aktiva (*credit enhancement*) nedržavnih agencija (banke, štedno- kreditne institucije) podrazumevaju dopunska obezbeđenja, koja se realizuju kombinovanim pristupom kreditne podrške. To je podrška koju F. Fabozzi naziva "internim i eksternim mehanizmima poboljšanja kvaliteta"¹⁶³. Prihvatajući takav pristup kao ispravan, naglašavamo prirodu i doprinos tih mehanizama.

Prvo, interni mehanizmi poboljšanja kvaliteta odnose se na mere samog originatora u procesu strukturiranja aktive, od kojih se izdvajaju: subordinacija, prekomerno obezbeđenje, rezervni računi, reotkup i drugo. Unutrašnja kreditna podrška je neuporedivo složenija od spoljašnje, pošto može da menja strukturu i karakteristike novčanih tokova, čak iako nema defolta ili da ne bi došlo do defolta.

- Subordinacija (*subordination*) je najpopularnija forma kreditne podrške strukturom aktive (starija i mlađe tranše). Najstarija tranša ima najviši rejting-AAA i distribuira se javnom emisijom institucionalnim investitorima. Mlađe tranše, zbog većih rizika, imaju niži rejting, a time i više kamatne stope, pa se distribuiraju, kroz otkup originatora ili privatnom emisijom. Prednosti ovog mehanizma su u pokrivanju gubitaka i nelikvidnosti, zaštiti od smanjivanja rejtinga drugih učesnika, većoj efektivnosti korišćenja kapitala, dok su slabosti u distribuciji mlađih tranši i komplikovanom strukturiranju.
- Prekomerno obezbeđenje (*overcollateralisation*), označava kolateralizaciju na višem nivou, u kojoj je vrednost založene imovine, kao i iznos duga osnovne aktive u pulu, veća od iznosa emitovanih HoV. Ta razlika služi kao garancija ("apsorber šokova") u

¹⁶² Rizici su uvek prisutni. Radi se samo o tome kako će biti raspoređeni između učesnika u procesu sekjuritizacije. U ovom radu nismo postavili zadatak da opišemo sve rizike (koji u savremenoj teoriji i praksi imaju više desetina oblika), već da istaknemo tendencije razvoja i mehanizme upravljanja kvalitetom hipotekarnih proizvoda.

¹⁶³ Fabozzi, F. (2004, str. 325). i Ćirović, M. (2006, str. 42), koji govore o "oplemenjivanju" kreditnog kvaliteta obveznica u odnosu na kvalitet kredita, kao bazične aktive.

slučaju izostanka otplate kredita, odnosno novčanog toka HoV. Veći kolateral mora stalno da se drži na neophodnom nivou, koji obezbeđuje utvrđeni iznos kreditne podrške. U slučaju da se vrednost kolaterala smanji, nedostajući iznos mora obezbediti davalac podrške novim kolateralom. Prednosti ovog mehanizma su: jednostavnost strukturiranja, nema smanjenja rejtinga drugih učesnika. Slabosti se odnose na probleme povezivanja aktiva (kapitala), komplikovanost bilansnog iskazivanja i dr.

- *Rezervni fond ili spred račun* (novčani depozit), koriste naročito banke u SAD kao noviji vid povećanja kvaliteta HoV. Formira ga originator, uz akumuliranje sredstava unapred ili tokom sekjuritizacije aktive, kao vid obezbeđenja, tj. pokriva gubitaka za razliku (spred) između priliva kamata od dužnika (po kreditu) i isplate niže kamate investitorima (po HoV). Po završetku transakcija sekjuritizacije (otkupa HoV), preostali saldo na tom računu vraća se originatoru. Iako originator prodaje pul aktiva SPV, ne odriče se budućeg priliva sredstava i na kraju dobija neiskorišćeni deo rezervnih (deponovanih) sredstava, što predstavlja izvesnu doplatu na ugovorenu nižu prodajnu cenu hipotekarnih aktiva. U suštini, time ukupnu (konačnu) prodajnu cenu aktiva određuju ne budući rizici, već stvarni prošli defolti, koji određuju iznos buduće doplate cene aktiva. Prednosti ovog mehanizma su u pokrivanju gubitaka i nelikvidnosti, vanbilansnim efektima isplata, odsustvu smanjenja rejtinga drugih učesnika, dok se slabosti odnose na složenost strukturiranja, veće ulazne u odnosu na izlazne novčane tokove, visoke troškove dokumentacije i dr.
- *Reotkup* ili regresno pravo, odnosno moguća ugovorna obaveza originatora da preuzima deo kreditnog rizika i na kraju reotkupi deo defoltne aktive. Pošto rejting emisije HoV ne može biti viši od rejtinga originatora, ovaj metod se, pogotovo u EU, vrlo retko primenjuje.

Drugo, eksterni mehanizmi poboljšanja kvaliteta kreditnog rejtinga emisije, znače spoljno garantovanje novčanih tokova prema investitorima. U slučaju zastoja otplate, predstavljaju "prvu rezervu" dužnika-dolaze na njihovo mesto. Originator, kroz refinansiranje aktiva, u stvari, pozajmljuje rejting, koji ima garant. Zbog toga se investitori i ne oslanjaju na bonitet originatora, već na visoki rejting garanta. Pri tome, rejting garanta ne može biti niži od željenog rejtinga pula. Kako navodi F. Fabozzi "rejting agencije primenjuju princip tzv. obratne veze: ako rejting garanta pada, rejting obveznice pada, bez obzira na to što se kvalitet obezbeđenja nije pogoršao, tako da investitor treba da sprovodi kreditnu analizu ne samo obezbeđenja (kredita), već i garanta"¹⁶⁴.

Eksterni mehanizmi uključuju osiguranje, garancije ili akreditive, novčane depozite i drugo.

- *Osiguranje hipotekarnih rizika*¹⁶⁵ od strane prvoklasnih osiguravajućih kompanija je mehanizam povećanja kvaliteta pula (za slučaj defolta ili prenosa prava svojine na hipoteci i dr.), kao i hipotekarnih hartija od vrednosti, putem garantovanja obaveza isplate kamate i glavnice. Osiguranje pokriva 100% potencijalnih gubitaka, tako da se "duplira" kreditna sigurnost originatora. Mehanizam sa osiguranjem posebno ima prednosti u situaciji kada originator ulazi prvi put u proces sekjuritizacije ili kada prvi

¹⁶⁴ Fabozzi, F. (2004, str. 326).

¹⁶⁵ Opširnije u tački 4.3.

put izlazi na međunarodno tržište kapitala. Ovu vrstu osiguranja pružaju mnogobrojne osiguravajuće kompanije univerzalnog tipa, koje obavljaju i druge vrste osiguranja (osiguranje imovine, života, odgovornosti i slično)¹⁶⁶.

Zbog obima i složenosti procesa sekjuritizacije aktiva, u poslednje vreme raste uloga specijalizovanih osiguravajućih kompanija na hipotekarnom tržištu SAD, koje otvaraju svoja predstavništva u EU¹⁶⁷. Prednosti ovog mehanizma sastoje se u jednostavnosti, pogodnosti za prve emisije i velikom interesu za investitore, dok se slabosti odnose na veće troškove, pokrivanje samo gubitaka, smanjenje rejtinga drugih učesnika.

- *Bankarske garancije i akreditivi* su bankarski proizvodi, sa apstraktnom i neopozivom obavezom banke- garanta da uplati garantovanu novčanu sumu investitorima, radi pokrića rizika neispunjenja. Ovi bankarski instrumenti pokrivaju aktivu prema procenjenom profilu gubitaka- celu emisiju ili deo emisije HoV (prema prosečnom procentu defolta). Često su subordinarni drugim kreditnim podrškama. Karakteriše ih relativna jednostavnost, pokrivanje gubitaka i nelikvidnosti, pogodnost za prve emisije, relativno niži troškovi dokumentacije. Ograničenja ovog mehanizma su: relativno visoki ukupni troškovi, smanjenje rejtinga drugih učesnika, samo banke sa najvišim rejtingom mogu da pružaju te usluge.
- *Račun novčane zaloge* depozita je bankarski proizvod novijeg datuma, kreiran kao pokriće za slučaj smanjenja rejtinga druge banke, koja daje akreditiv. Ovaj depozit je ravan neophodnoj kreditnoj podršci i drži se u korist vlasnika HoV. Ovaj račun avansno pune originator ili drugi kreditor, a prazni se kada se pojave gubici. Ovi računi se daju kao novčana zaloga u korist SPV, koja ih akumulira radi servisiranja i time služe kao zaštita od mogućeg sniženja rejtinga garanta.

Rezimirajući ovaj deo izlaganja, ističemo da sve navedene kreditne podrške kombinovano podržavaju ukupan hipotekarni portfolio. U tom slučaju, gubici se dele na davaoce podrške, prema unapred utvrđenom redosledu.

Konačno, izbor konkretnih internih i/ili eksternih mehanizama podizanja sigurnosti hartija od vrednosti zavisi, pre svega, od motiva i potreba investitora, kao i odgovarajućih zadataka originatora.

3.3.5. Implikacije sekjuritizacije

Prethodnih decenija se, sa mnogo "revolucionarnog liberalnog zanosa" i ne manje zabluda, govorilo o sekjuritizaciji hipotekarnih aktiva, kao pronalasku dvadesetog veka u oblasti finansijskog inženjeringa i finansijskih tržišta.

U ekonomskoj literaturi (posebno američkoj) smatralo se da je razvijen univerzalni mehanizam, od koga koristi imaju svi učesnici procesa sekjuritizacije. Zaista, dugo se verovalo da svi dobijaju i niko od učesnika ne gubi. Isticane su prednosti i superiornost mehanizama sekjuritizacije u odnosu na alternativne metode finansiranja.

¹⁶⁶ Blood, R. (2001) Mortgage Default Insurance. Credit Enhancements for Homeownership. Housing Finance International. No1.

¹⁶⁷ Najpoznatiji specijalizovani hipotekarni osiguravači u SAD su Sap MAK i FSA.

Hipotekarna kriza u SAD definitivno je unela novo (tamnije) svetlo u sekjuritizaciju hipoteka. Istražuju se slabe i jake strane ovog procesa i vodi velika debata o argumentima "za" i "protiv"sekjuritizacije, kako u akademskim i stručnim, tako i u društvenim i političkim krugovima. U toku je velika aktivnost vodećih državnika sveta (G20) u pravcu regulatorne reforme globalnog finansijskog sistema¹⁶⁸.

U nastavku istraživanja, navodimo neke vrline i mane sekjuritizacije, u njenim različitim razvojnim fazama- uspona i krize, sa stanovišta njenih bazičnih učesnika (banke, hipotekarni dužnici, investitori i regulatorni organi)¹⁶⁹. Smatramo da ukupan razvoj mehanizama sekjuritizacije ne može biti adekvatno objašnjen i vrednovan bez dublje analize fundamentalnih ekonomskih faktora, pravnog okvira i regulacije hipotekarnog tržišta u konkretnoj zemlji, što činimo u drugom delu rada.

Osnovno pitanje koje se postavlja je: kome je i zašto potrebna sekjuritizacija?

Prema mišljenjima brojnih autora, sekjuritizacija ima veliki značaj za banke, sa stanovišta tri osnovna principa bankarskog poslovanja: likvidnost, profitabilnost i sigurnost¹⁷⁰.

U tom pogledu, navodimo neke osnovne koristi sekjuritizacije za banke: (1) smanjenje rizika likvidnosti, kroz konverziju nelikvidnih dugoročnih kredita (koji dobijaju tržišnost) u likvidna sredstva (preko hartija od vrednosti), koja služe za nove hipotekarne plasmane, (2) interes za sekjuritizaciju se pojačava u periodima kriza u sektoru nekretnina, kao i kod brzorastućih banaka sa bržim rastom kreditnog portfolia od rasta sopstvenog kapitala (što otvara problem adekvatnosti kapitala), (3) diversifikacija izvora finansiranja, putem tržišta kapitala, bez neophodne emisije sopstvenih hartija od vrednosti, (4) jeftinije finansiranje u odnosu na klasično pribavljanje finansijskih sredstava, zbog poboljšanja kreditnog kvaliteta aktiva, koje se sekjuritizuju¹⁷¹, (5) smanjenje kreditnog rizika aktive, prenošenjem istog drugim učesnicima sekjuritizacije, čime se oslobađa kapital banke za pokriće novih plasmana, koji u suprotnom ne bi bili mogući, (6) umanjeње rizika kamatne stope, prenošenjem istog investitorima, kroz usklađivanje ročne strukture sredstava i plasmana, (7) jačanje sposobnosti banke da kreira širi spektar složenijih i povoljnijih hipotekarnih proizvoda, na bazi tržišne valorizacije svoje sekjuritizovane hipotekarne aktive, (8) poboljšanje pokazatelja profitabilnosti, isključivanjem sekjuritizovane aktive iz svoga bilansa, kao i ostvarivanjem dodatnih, prihoda (naknada i kamata) iz više izvora, na bazi više svojih funkcija u procesu sekjuritizacije (kreditor, serviser, podizač kvaliteta hipotekarne aktive i dr.). (9) poboljšanje pokazatelja kapitalizacije banke, odnosno efektivnije upravljanje sopstvenim kapitalom, (10) podizanje konkurentne sposobnosti banke, cene akcija i rasta vrednosti rejtinga i odgovarajućeg imidža banke na finansijskom tržištu.

¹⁶⁸ Istorija nas uči (Velika depresija) da najveće reforme finansijskog tržišta dolaze posle velikih finansijskih krahova, koji potresaju ukupnu svetsku ekonomiju.

¹⁶⁹ Različite aspekte vrline i mana za pojedine učesnike, odnosno šansi i opasnosti sekjuritizacije hipotekarnih instrumenata raspravljamo i u drugim delovima ovog rada, posebno u tački 6.4..

¹⁷⁰ Videti Ćirović, M. (2006) Bankarstvo, European Center for Peace and Development, Beograd. str. 144.

¹⁷¹ Taj kreditni kvalitet je, po pravilu, iznad kreditnog kvaliteta ukupnih aktiva u bilansu banke. Treba, međutim, reći da se, za razliku od SAD, u Evropi sekjuritizacija aktiva, smatra skupljom u odnosu na klasične forme mobilisanja sredstava, posebno namensku štednju za stan. Kada se osporava cenovna prednost sekjuritizacije navode se troškovi uslovljeni obimom, složenošću, nivoom kamatne stope, načinom distribucije HoV i drugim faktorima.

Pozitivni efekti sekjuritizacije za korisnike hipotekarnih kredita ogledaju se u većoj i povoljnijoj ponudi banaka, uz snižavanje kamatnih stopa, produžavanje rokova i adekvatnijih metoda amortizacije kredita, kao i obezbeđivanju stabilnog, likvidnog i kontinuelno dostupnog hipotekarnog kredita klijentima.

Za investitore sekjuritizacija znači:

1. Mogućnost investiranja u različite oblike i klase aktive sa različitim "formiranim" nivoom rizika i profilom profita, što im omogućava diversifikaciju i optimizaciju strukture portfolija i izlazak na tržišta na kojima drugačije ne bi mogli da investiraju (kako nacionalno, tako i globalno tržište).
2. Zaštitu hipotekarnih hartija od vrednosti u odnosu na korporativne obveznice, jer se smanjuje rizik od potencijalnog stečaja banke.
3. Višu profitnu stopu, nego državne, bankarske i korporativne obveznice, odgovarajućeg rejtinga.

Pitanje koje sledi je: Koji su nedostaci sekjuritizacije aktiva?

Imajući u vidu brojne i raznovrsne rizike, na ovom mestu, navodimo samo neke osnovne nedostatke sekjuritizacije aktiva¹⁷²:

1. Pravna komplikovanost, vezana za proces međusobnih prava i obaveza više različitih subjekata, proizvodi veću pravnu neizvesnost,
2. Da bi sekjuritizacija bila isplativa traži se stalni porast obima hipotekarne aktive (u SAD javna emisija minimum 100 miliona dolara aktive), što za posledicu ima smanjenje kreditnih standarda,
3. Zbog zahteva investitora, ali i očuvanja svoje reputacije na tržištu, banke su često primorane da najpre prodaju svoju najkvalitetniju aktivu, čime se uvećava rizik preostalog (lošeg) portfolija.
4. Dug pripremni period (od nekoliko meseci, pa i godina) zahteva strategijski pristup planiranju i realizaciji ugovora, veliku angažovanost višeg rukovodstva banke, razradu i dogradnju informacionog sistema, stalni monitoring rizika, povezanih lica i konflikta interesa.
5. Nemogućnost izmena tokom procesa sekjuritizacije brojnih ugovornih odnosa sa različitim učesnicima, koji u suštini realizuju sekjuritizaciju, a realni život zahteva promenu uslova, uključujući i izmenu troškova monitoringa i administracije, kao i reorganizaciju tokova novčanih sredstava i rizika.
6. Prisutni su i snažni konflikti interesa, jer univerzalna banka obavlja više različitih funkcija (poseduje ukupnu aktivu, prodaje, servisira, upisuje emisiju tih hipotekarnih hartija od vrednosti i sl.),
7. Postoji moralni hazard i pritisci investitora (pravo regresa) na banke da reotkupe hartije od vrednosti, ako korisnici uredno ne otplaćuju uzete hipotekarne kredite, što

¹⁷² Velika američka hipotekarna kriza 2007.- 2009. godine, pružila je najbolje dokaze paradoksa i nedostataka sekjuritizacije hipotekarnih aktiva.

se obrazlaže prisnijim dugoročnim odnosom kreditora i dužnika, nego što je odnos između kreditora (prodavac aktive) i investitora,

8. Promena karaktera odnosa banke i klijenta, obzirom da banka, nastupa u ulozi serviseru naplate potraživanja, sa manjom zainteresovanosti, nego dok je "osvajala klijenta" i bila vlasnik hipotekarnog kredita,
9. Izuzetna složenost i objektivne teškoće regulacije i nadzora procesa sekjuritizacije, posebno u uslovima burnog razvoja hipotekarnog tržišta, koja zahteva stalno usavršavanje postojećih normativno- pravnih normi (zakonsko i podzakonsko regulisanje)¹⁷³,
10. Sekjuritizacija omogućava bankama odobravanje hipotekarnih kredita iznad nivoa svoga kapitala, što može imati negativne posledice na slabljenje kapitala ukupnog bankarskog sektora, a time i na nestabilnost finansijskog sistema (jer se gubici banaka dele sa drugim učesnicima i poreskim obveznicima)¹⁷⁴,
11. U savremenoj hipotekarnoj krizi, država i regulatorni organi, kroz antikrizne mere, više štite interese najvećih investicionih banaka i institucionalnih investitora, dok nedovoljno uvažavaju probleme nezaposlenosti hipotekarnih dužnika (odsustvo državne podrške u reprogramiranju kredita, otpisima kamate, produženju roka vraćanja i dr.)¹⁷⁵.

Sledeće logično pitanje koje se postavlja je: Kakve su perspektive sekjuritizacije hipotekarnih aktiva?

Perspektive sekjuritizacije je vrlo teško proceniti, u kontekstu savremenih trendova ("izacija") globalne ekonomije i finansija, velike finansijske krize i započetih opsežnih reformi. Pri tome, treba izvući pouke iz aktuelne hipotekarne krize u SAD, kako bi se predupredila neka buduća globalna kriza, sa još većim ukupnim gubicima i troškovima za sve učesnike. Nesporna je ocena da su mehanizmi sekjuritizacije, pored ogromnog doprinosa rastu i razvoju hipotekarnog tržišta, demonstrirali brojne slabosti, koje su pojačavale tok hipotekarnog kriznog procesa.

Postkrizne mere i programi monetarne i vladine podrške investitorima imali su za cilj očuvanje važnosti sekjuritizacije, koja označava višu razvojnu fazu hipotekarnog tržišta. U tom smislu, nije moguć povratak na jednostavnije (depozitne) modele hipotekarnog kreditiranja, bez konekcije sa tržištem kapitala, koje ima globalni karakter. Pri tome, naglašavamo i to da su postojale hipotekarne krize i pre pojave sekjuritizacije (poznata kriza štedno- kreditnih asocijacija u SAD), ali su one imale nacionalni karakter, manje posledice i efektivniju regulaciju.

Perspektive sekjuritizacije zasnivaju se na pretpostavkama složenosti i povezanosti strukture finansijskog tržišta, sa mnoštvom raznorodnih institucija, instrumenata i

¹⁷³ Praksa pokazuje da doneti zakon, gotovo, već sutradan ne odgovara stvarnim potrebama učesnika tržišta, što zahteva stručnost, nepristrasnost i umetnost u pripremi i donošenju zakona, ali i odgovornost i strožije sankcije za njegovo dosledno sprovođenje.

¹⁷⁴ Što su pokazala nedavna iskustva sa ogromnim državnim ulaganjima u spašavanje velikih banaka u SAD.

¹⁷⁵ Taj odnos države prema hipotekarnim dužnicima koji rešavaju "krov nad glavom" posebno oštro kritikuju nobelovci J. Stiglitz i P. Krugman, analizirajući postkrizne mere na hipotekarnom tržištu SAD.

mehanizama, koji se nalaze u stalnom kretanju i previranju, okruženi brojnim rizicima-šansi i rizicima- opasnosti. Veće prisustvo "genetski" modifikovanih hipotekarnih proizvoda- derivati i njihovi derivati- podrazumeva nove mehanizme odbrane od rizika i mere predostrožnosti i nadzora u procesu sekjuritizacije.

Izuzetna kompleksnost hipotekarnog tržišta diktiraće u perspektivi i kompleksniji naučni pristup, koji uključuje gotovo sve oblasti nauke (od matematike, fizike, filozofije, psihologije, sociologije, prava, ekonomije, informatike, istorije, biologije i dr.), kako bi se obezbedila naučna nepristrasnost, svestranost analiza, merljivost i globalna akcija. Stvaralaštvo podrazumeva sumnju, brigu, više razmišljanja o celini sistema hipotekarnog tržišta, kao i veštinu otkrivanja snaga koje daju vitalnost i razvoj hipotekarnom tržištu. Svakako, to ne bi smela biti pomahnitala trka za profitom, u kojoj najveći ceh plaćaju najslabiji učesnici¹⁷⁶.

U svemu tome, neophodna je bolja supervizija i nadzor, uz aktivnu ulogu države, kako regulatorna tela ne bi bila svedena na neme posmatračke, koji tržištu obezbeđuju slobodu, bez odgovornosti, pri čemu ceh plaćaju poreski obveznici (privatizacija dobitaka, a socijalizacija gubitaka).

Konačno, reforme ukupnog globalnog finansijskog sistema i tržišta, moraju da spreče da sekjuritizacija poveća rizike za kreditore i investitore i dovede do budućih masovnih bankrotstava.

Završimo ovo poglavlje pogledom u budućnost sekjuritizacije, šta je poželjno i šta je moguće, navodeći stavove P. Rose i M. Marquis, koji ističu: "Cilj je da se osavremeni regulativa i regulatorna struktura u skladu sa realnošću finansijskih tržišta 21. veka. Bez obzira na rezultat, sasvim je razumljivo da će brže prilagođavanje regulative tehnološkim i finansijskim inovacijama, koje će se svakako nastaviti, i sve većoj internacionalizaciji finansijskih tržišta, biti trajan proces u kome su veća predostrožnost i bolje regulisano preuzimanje rizika prave preporuke"¹⁷⁷.

4. Mehanizmi regulacije hipotekarnog tržišta

Duga je istorija teorijskih i praktičnih kontroverzi oko pitanja međusobnih odnosa tržišta i države. Liberali i neoliberali su nametnuli dogmu tržišnog fundamentalizma po kojoj je slobodno tržište efikasan i perfektan mehanizam, kome nije potrebna državna regulacija. Ona je, šta više, kontraproaktivna.

Ekonomska realnost i brojni dokazi prakse su ubedljivo demantovali pristalice ovih teorijskih shvatanja. Pokazalo se da tržište nije potpuno efikasno i da je neophodna odgovarajuća koordinacija između tržišta i države, odnosno jedinstvo mehanizama samoregulacije tržišnih učesnika i državne regulacije. Tako shvaćen sistem regulacije, u suštini, treba da rešava protivurečne ciljeve, s jedne strane stabilnost i sigurnost, a s druge strane, obezbeđivanje pune konkurentnosti učesnika hipotekarnog tržišta. U sklopu regulatorne discipline, tržišna i zakonodavna regulacija se dopunjuju na relaciji "principal- agent". Principal sprovodi nadzor nad agentom, prema sledećem:

¹⁷⁶ Sinkey, J. (2002) Commercial Bank Financial Management. New Jersey. Prentice Hall. str. 834.

¹⁷⁷ Rose, P., Marquis, M. (2011) Financial Institutions and Markets. New York. Irwin. str. 111.

- društvo, tj. poreski obveznici nad zakonodavcem (npr. Skupština RS),
- zakonodavac nad regulatornim organima (NBS, Komisija za HoV, AOD),
- regulatori nad učesnicima hipotekarnog tržišta i sl.

U konačnom, regulatori treba da obezbede najmanje troškove i najveće koristi za poreske obveznike¹⁷⁸.

Na savremenom hipotekarnom tržištu došlo je do ogromnih promena, izazvanih ekonomskim razvojem i globalizacijom finansija, uključujući i krupne finansijske potrese i globalnu krizu¹⁷⁹. To je pokrenulo potrebu povratka državnoj regulaciji, jer je tržište hipotekarnih kredita i hartija od vrednosti, u stvari, tržište poverenja koje je ozbiljno ugroženo. Najviše vrednosti ovog tržišta moraju biti sigurnost, reputacija, čestitost i otvorenost emitenata i posrednika, na čemu se zasniva poverenje investitora i svestrani razvoj hipotekarnog tržišta. Održavanje obećanja prema klijentima i društvu je, u stvari, investicija, koja donosi dobit u budućem hipotekarnom biznisu. Zato je najveća sankcija učesnika hipotekarnog tržišta, upravo gubitak reputacije. U svim zemljama sveta i u svim etapama razvoja menjan je odnos samoregulacije i državne regulacije tržišta. Najnovije institucionalne teorije naglašavaju da je tržište samo deo ekonomije, koja predstavlja institucionalni sistem vlasti u kome ono realno funkcioniše. Dakle, mere državne regulacije celine ekonomsko- finansijskog sistema, time i hipotekarnog tržišta, su nužnost i realna potreba. Efektivnost regulacije podrazumeva aktivnu ulogu samoregulatornih asocijacija tržišnih učesnika. Pri tome, ukupan sistem regulacije treba da obezbedi uvođenje i razvoj finansijskih inovacija, jačanjem transparentnosti, informacionih tehnologija, adekvatnosti kapitala, borbom za klijenta i smanjenjem ukupnih rizika. Svakako, borba protiv sistemskog rizika i finansijskih kriza je velika obaveza i izuzetno složen zadatak regulacije¹⁸⁰.

Postoji paradoks da država reguliše hipotekarno tržište, ali time istovremeno i štiti integritet tržišta. Drugim rečima, hipotekarni biznis, s jedne strane, kritikuje državu za strogoću regulacije, a s druge strane, traži državnu podršku i zaštitu od investicionih gubitaka. Radi se, dakle, o tesnoj uzajamnoj povezanosti države i hipotekarnog tržišta i činjenici da do sada nije pronađena alternativa državnoj regulativi i superviziji. Iako su u nekim zemljama institucionalno razdvojene, regulativa i supervizija ostaju čvrsto povezane, uz trend globalne harmonizacije pravila i njihovog sprovođenja¹⁸¹.

Istorija razvijenih zemalja beleži sledeću zakonomernost: u početnim fazama nastanka i razvoja hipotekarnog tržišta država pokreće, usmerava, stimuliše i daje punu slobodu za rast, u protivnom tržište se, prosto, neće razviti. Kasnije, kada tržište uzme maha, neophodno je pojačavanje državne regulacije, preko posebnih regulatornih organa. Autoritetom i sposobnošću da "zakone pretvara u život" (donošenjem podzakonskih akata), regulatori ostvaruju ulogu, ne samo "policajca", već i pokrovitelja i garanta razvoja ukupnog hipotekarnog tržišta. Time, uz pomoć tržišnih samoregulatora, treba da

¹⁷⁸ Da na njihova pleća ne padnu svi propusti regulatora.

¹⁷⁹ Mikadashi, Z. (2003) *Regulating the Financial Sector in the Era of Globalization: Perspectives from Political Economy and Management*. Palgrave.

¹⁸⁰ Black, J. (2003) *Rules and Regulators*. Oxford.

¹⁸¹ Pojmovi regulacija i regulativa potiču od latinske reči "regula", što znači "pravilo".

obezbede inicijativnost, kreativnost, spokojnost i slobodu volje investitora i profesionalnih učesnika, uz minimiziranje negativnih tržišnih ishoda.

Savremena ideologija slobodnog tržišta promovisala je tržište kao nužan, dovoljan i apsolutno efikasan mehanizam za rešavanje problema racionalnih očekivanja. Realan život je, međutim, pokazao da je za efikasno funkcionisanje hipotekarnog tržišta nužan uslov balans između tržišta i državne regulacije. Po svemu sudeći, daleko je važnija dobra regulacija, nego agresivna deregulacija. Antikrizna politika različitih država i međunarodnih institucija uključivala je brojne mere finansijske regulacije. Stoga se usuđujemo da istaknemo: bez adekvatne regulacije nema ni samog hipotekarnog tržišta. Drugim rečima, regulacija je u najboljem interesu hipotekarnog tržišta. To je, uostalom, kroz realni test, potvrdila aktuelna globalna finansijska kriza.

Dakle, u savremenom finansijskom svetu, država i tržište ne mogu jedno bez drugoga. Oni se dopunjavaju i predstavljaju dve strane jedne medalje: vlasti (politike) i biznisa¹⁸². S druge strane, to je dijalektička relacija, pri kojoj inovacije u hipotekarnom biznisu i rizici koje one sobom nose, teže da zaobiđu regulativu, što sa zakašnjenjem vodi regulatornom usklađivanju na novim osnovama. Kreativna i regulatorna borba se nastavlja, uz brojne pritiske moćnih na regulatorne organe, regulatornu disciplinu i kulturu¹⁸³.

Tržište hipotekarnih hartija od vrednosti imperativno zahteva najviši stepen regulacije u poredjenju sa drugim tržištima (roba i usluga), što je posledica: (1) asimetričnosti informacija (profesionalni učesnici uvek raspolazu sa više informacija od investitora u hartije od vrednosti, što zahteva zaštitu investitora) i (2) specifičnosti hartija od vrednosti u odnosu na robu (roba se može razgledati, opipati, probati i birati, što zahteva transparentnost i stabilnost tržišta).

Efektivna regulacija podrazumeva adekvatnu normativno- pravnu bazu i nezavisnost regulatora, ali pre svega, svest o neophodnosti i značaju državnog uticaja na hipotekarnom tržištu.

Nakon praktičnog kraha dominantne ideologije deregulacije finansijskog tržišta, najveće institucije hipotekarnog tržišta u SAD su tražile državnu intervenciju i dobile ogromnu pomoć za spasavanje. Pa ipak, akademske rasprave i dalje opravdavaju deregulaciju tržišta, kritikujući neefikasnost države. Kako je, svojevremeno, upozoravao Kejns, postoji opasnost da nove regulatorne inicijative budu zasnovane na starim idejama i podložne uticajima interesnih grupa, a ne zaštititi javnog interesa¹⁸⁴.

¹⁸² Opširnije u Biznis i država (zbornik radova) (2006) Beograd. Institut društvenih nauka- Centar za ekonomska istraživanja. str. 109.- 124.

¹⁸³ Opširnije Kejns, E. (2015) Regulativa i supervizija- etička perspektiva. Oksfordski priručnik o bankarstvu (prevod). Beograd. Udruženje banaka Srbije, koji afirmiše model "regulatorne borbe". Ispravnost toga modela može da potvrdi autor ovog istraživanja, na bazi iskustva koje je stekao kao predsednik dva regulatorna tela u finansijskom sistemu Srbije (Komisija za HoV i Agencija za osiguranje depozita).

¹⁸⁴ Kejns u predgovoru svoje znamenite knjige "Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca" na strani 9. piše: "Ideje koje su ovde s toliko napora izložene, vanredno su proste i trebalo bi da su očigledne. Teškoća ne leži u novim idejama, već u napuštanju starih, koje prožimaju svaki delić uma onih koji su odgojeni kao većina nas". Kejns, završava svoju knjigu poznatim stavom: "Međutim, pre ili posle pokažeće se da i dobro i zlo zavise od ideja, a ne od stečenih ekonomskih pozicija".

Savremeni okvir za novu regulaciju dao je akademik J. Štiglic, svestranom analizom aktuelnog "slobodnog pada" hipotekarnog tržišta i finansija SAD, zalažući se za energično regulatorno upravljanje, koje treba da odgovori na krupne nedostatke globalnog finansijskog tržišta: tržišnu neracionalnost, selektivnu pravdu i maksimiziranje ličnog, umesto društvenog blagostanja¹⁸⁵.

Takođe, E. Kejn naglašava značaj etike supervizije, ističući da supervizija podrazumeva odgovoran nadzor i sprovođenje pravila, kako bi se sprečilo da pojedinci vremenom maksimiziraju funkciju ličnog cilja, čime ugrožavaju ciljeve regulatorne zajednice. Posebno da "regulisani moraju da budu pod nadzorom kada- i u meri u kojoj- njihove objektivne funkcije mogu da ih dovedu u iskušenje da se okoriste, ne poštujući ni savest, ni duh ili slovo konkretnih pravila"¹⁸⁶.

Finansijska stabilnost je početkom ovog veka postala društvena i ekonomska potreba i odgovornost države. Od sedamdesetih godina prošlog veka, lokalne i sistemske bankarske i finansijske krize su, u različitoj meri, imale uticaj na više od 120 zemalja. Negativne ekonomske i socijalne posledice zahvatale su, kako zemlje u razvoju, tako i razvijene zemlje, što je dovelo do reformisanja ekonomija mnogih zemalja.

Finansijska destabilizacija je veoma rasprostranjen i izuzetno skup fenomen, čije posledice mogu iznositi i četvrtinu bruto domaćeg proizvoda zemlje koja je pogođena krizom. Makroekonomska nestabilnost, kako u nacionalnim ekonomijama tržišnog tipa, tako i na međunarodnom nivou, korene ima u ozbiljnim nedostacima finansijskog sistema.

Globalna finansijska kriza je na najbolji mogući način demonstrirala da efektivni vlasnik kapitala (veliki i mali) ne može postojati, bez efektivnog tržišta kapitala. Može se slobodno reći, da je postojao ukupno efektivniji sistem državne regulacije tržišta kapitala, ekonomske i moralne štete, po ekonomiju zemalja i građane, bile bi drastično manje. Ovako, apsolutna samoregulatorna anarhija i stihija tržišta, pretile su da gotovo unište i samo tržište i da nas vrate u netržišni ambijent. Naravno, država ne može zameniti tržište kapitala, ali može i mora doprineti aktivnoj, stimulativnoj i efektivnijoj regulaciji, kao i suzbijanju tržišne stihije i malverzacija. Zbog toga, u postkriznoj regulaciji na globalnom planu, "nevidljiva ruka tržišta" imperativno zahteva "vidljivu ruku države". Najizrazitiji primer državnog intervencionizma u savremenoj istoriji je nacionalizacija najvećih hipotekarnih finansijskih institucija u SAD, u koje je država uložila nekoliko triliona dolara poreskih obveznika za spašavanje institucija i ublažavanje finansijske krize. Za uzvrat, država je promenila upravljačke strukture u tim institucijama, u cilju unapređenja sistema korporativnog upravljanja¹⁸⁷.

Ponovo se aktuelizuje teorijsko pitanje odnosa samoregulacije i državne regulacije. Adekvatna državna regulacija može da ojača i ohrabri, a loša podkopava tržišnu samoregulaciju. Prema tome, državna intervencija je ili adekvatna i efikasna ili suvišna i kontraproduktivna.

¹⁸⁵ Štiglic, J. (2010) *America, Free Markets and Sinking of the World Economy*. New York. Norton & Company.

¹⁸⁶ Opširnije kod: Kejn, E. (2015) *Regulativa i supervizija- etička perspektiva*. Oksfordski priručnik o bankarstvu (prevod). Beograd. Udruženje banaka Srbije. str. 320.

¹⁸⁷ Opširnije o značaju korporativnog upravljanja u Vasiljević, M. (2007) *Korporativno upravljanje- pravni aspekti*. Beograd. Pravni fakultet.

Savremeni razvoj sistema regulacije rizika na hipotekarnom tržištu vezan je za XX vek. Sve komponente obezbeđivanja od rizika i finansijska stabilnost povezane su sa sistemom regulacije bankarskog sektora i tržišta hartija od vrednosti. Ti uslovi su dugo bili čvrsta osnova finansijske stabilnosti i uspešnog razvoja hipotekarnog tržišta.

Neuspeh deregulacije da očuva stabilnost i pojava finansijskih kriza, ponovo aktuelizuju razmišljanja o državnoj regulaciji tržišta kapitala. Na idealnom ekonomskom tržištu, pojedinci maksimiziraju profit, prosto ostvarivanjem sopstvenih interesa. "Nevidljiva ruka tržišta" ne uspeva trajno da optimizira društveno blagostanje. Krivci su, kako se u literaturi najčešće ističe, javna dobra i eksternalije, koje prete da naprave razdor između sebičnog pojedinca, koji ne bira sredstva za ostvarivanje svojih ciljeva i društvenog blagostanja¹⁸⁸.

U praksi je, još jednom, potvrđeno da su krize sastavni deo cikličnog delovanja tržišta, sa ciljem usklađivanja ličnih i društvenih interesa, kao i da država mora intervenisati, kako bi se izbegli veći troškovi krize, kako budžetski troškovi pomoći privredi, tako i potencijalni gubici investitora, kompanija i građana¹⁸⁹.

Odgovor na savremenu globalnu finansijsku krizu sadržan je u intenzivnoj regulatornoj aktivnosti, koja je koordinirana na međunarodnom nivou i usmerena na regulisanje sistemskog rizika, otklanjanje posledica krize i nesavršenosti deregulacije. Naglašava se da, u novom pristupu regulaciji država treba da ostane trajni efikasni korektiv finansijskog i hipotekarnog tržišta, koje sada ima globalni karakter.

U nastavku rada, tražimo odgovor i na teorijsko pitanje: da li je hipotekarno tržište efektivno odnosno da li investitori koriste asimetrične informacije da "pobede" pravedno tržište i ostvare iznad prosečne profite. Razmotrićemo sposobnosti tržišta da uravnoteži stope prinosa, kroz različite forme efikasnosti, u zavisnosti od toga koje informacije su ugrađene u cene (uključujući i insajderske informacije).

Postoji dosta razloga za sumnju u efektivnost tržišta, uključujući i mehanizme regulacije tržišnih učesnika, u procesima deregulacije, sa elementima negativne selekcije i moralnog hazarda, kao uzroka velike hipotekarne krize. Naravno, postoji mnogo zajedničkih interesa, ali i potencijalnih sukoba interesa, regulatora i tržišnih učesnika koje oni regulišu, tako i regulatora i političara, koji ih postavljaju i kojima podnose izveštaje o radu, ali i poreskih obveznika, koji nadgledaju i regulatore i političare¹⁹⁰.

Takođe, biće razmotreni i brojni rizici na hipotekarnom tržištu, njihova ocena, metodi upravljanja i regulacije, kako bi se sprečile štete po tržišne učesnike, regulatore, društvo i ekonomiju u celini.

¹⁸⁸ Akerlof, G., Šiler, R. (2010) *Animal spirit*. Princeton University Press (prevod). Beograd. Službeni glasnik.

¹⁸⁹ Zasepljenost liberalnim teorijama i dalje verovanje u slobodno tržište, pored čvrstih empirijskih dokaza o negativnim tendencijama i krizi oštro kritikuje nobelovac Krugman, P. (2012) *End this Depression Now!* Melrose Road Partners.

¹⁹⁰ Kejn, E. (2015) *Regulativa i supervizija- etička perspektiva*. Oksfordski priručnik o bankarstvu (prevod). Beograd. Udruženje banaka Srbije. str. 325.

4.1. Fundamentalni ciljevi i principi državne regulacije

U razvijenim tržišnim privredama, finansijsko tržište (kreditno i hartija od vrednosti) je najregulisanije od svih drugih tržišta (roba, usluga, rada). Razlozi su asimetričnost informacija, potreba zaštite investitora, kao i stabilnosti finansijskog sistema. "Dvojna" priroda hipotekarnog tržišta-simbioza kreditnog sektora i sektora tržišta hartija od vrednosti, uz složenost odnosa brojnih učesnika i brz razvoj inovativnih instrumenata, nose nove rizike i potrebu zaštite investitora, kroz dvojnju regulaciju ovog tržišta, što je čini izuzetno složenom.

Na osnovu teorijskih razmatranja i iskustava prakse, može se diferencirati nekoliko pitanja, odnosno modela i kriterijuma regulacije¹⁹¹:

Prvo, prema "objektu regulacije" modeli se mogu grupisati po kriterijumu funkcionalnosti (delatnost na kreditno-bankarskom i tržištu hartija od vrednosti) ili institucionalnosti (banke, brokeri, investicioni fondovi, i dr.), pri čemu egzistiraju i mešoviti modeli sa jedinstvenim nacionalnim regulatorom- megaregulator (regulacija finansijskih konglomerata-banke, osiguranja, brokeri i dr.).

Drugo, prema kriterijumu "opštosti regulacije" na hipotekarnom tržištu identifikuju se univerzalni (Centralna banka za regulaciju banaka, Komisija za hartije od vrednosti), ali i specifični modeli i organi hipotekarne regulacije (agencije ili korporacije, čija je uloga osiguranje i garantovanje hipotekarnih kredita, uvođenje standarda hipoteka za sekundarno tržište i dr.).

Treće, prema "stepenu jačine" razlikuje se čvrsta regulacija sa detaljnim, formalnim procedurama i kontrolom (SAD) i meka regulacija sa većim učešćem neformalnih dogovora učesnika, preporuka, tradicije- tzv. samoregulacija (Velika Britanija).

Četvrto, prema "stepenu rasprostranjenosti" razlikuju se nacionalna i internacionalna (globalna) regulacija.

Peto, svetski trend razvoja globalnog finansijskog i hipotekarnog tržišta zahteva i globalnu regulaciju, uključujući i regionalnu (direktive na nivou Evropske unije, na primer).

Poslednjih decenija, najveće međunarodne organizacije i asocijacije, na osnovu izučavanja najbolje prakse regulacije, formirale su međunarodno priznatu praksu, odnosno metodologiju regulisanja tržišta hartija od vrednosti i kreditnog tržišta. Na bazi ovih međunarodnih stavova, zahteva, standarda i preporuka, nacionalni regulatori imaju jasne orijentire regulacije.

Ključni nosioci međunarodne koordinacije i razvoja globalne finansijske regulative su Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (IOSCO), Banka za međunarodne obračune (BIS), Međunarodna asocijacija osiguravača depozita (IADI)¹⁹², kao i Svetska banka, Međunarodni monetarni fond (IMF), Međunarodna finansijska

¹⁹¹ O sistemima regulacije bankarskog sektora i tržišta hartija od vrednosti detaljnije u uticajnim delima Mishkin, F. (2004) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York. Pearson. str. 329; Sinkey, J. (2002) *Commercial Bank Financial Management*. New Jersey. str. 823; Rose, P., Marquis, M. (2011) *Financial Institutions and Markets*. New York. Irwin. str. 544.

¹⁹² Videti IADI Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems, 2014. i 2015.

korporacija (IFC), Grupa G20- Odbor za finansijsku stabilnost (FSB) i druge međunarodne asocijacije.

Na ovom mestu koncentrišemo se na pitanja globalne regulacije hipotekarnog tržišta, dok specifičnosti mehanizama nacionalne regulacije razmatramo u sklopu komparativne analize u drugom delu rada.

4.1.1. Regulacija primarnog hipotekarnog tržišta

Kao deo finansijskog sistema, banke mobilišu sredstva i daju hipotekarne kredite, u okvirima datim regulacijom, čiji su ciljevi zaštita interesa široke finansijske publike i stabilnost finansijskog sistema. Zašto državno regulisanje banaka ima tako žestok karakter? Postoji više razloga zašto država uzima na sebe teško breme bankarske regulacije i nadzora¹⁹³: (1) banke su najvažniji čuvar društvene štednje, uključujući i dugoročne štedne depozite za hipotekarno kreditiranje, (2) banke imaju moć stvaranja novca, kreditiranjem na bazi depozita (doprinos borbi protiv inflacije), (3) one odobravaju hipotekarne stambene kredite na ekstremno duge rokove, sa striktnom namenom upotrebe sredstava, (4) duga je istorija saradnje banaka i države na nastanku hipotekarnog tržišta i podršci ugroženim kategorijama klijenata, (5) banke treba da obezbeđuju klijentima jednake mogućnosti u korišćenju finansijskih usluga, po razumnoj ceni i bez diskriminacije, (6) banke doprinose stabilnosti finansijskog tržišta i očuvanju poverenja u finansijski sistem.

Postoje, međutim, mišljenja zagriženih pristalica liberalizma i deregulacije tržišta, koja ističu da državna regulacija šteti, a ne koristi tržištu (onemogućavajući nereguliranim finansijskim kompanijama da uđu na tržište, koči inovacije zbog sporosti reagovanja u odnosu na slobodno tržište, regulativa je skupa i sl.). Empirijski dokazi, međutim, potvrđuju da su finansijske institucije zloupotrebile deregulaciju i date slobode, preuzimajući na sebe višestruke rizike, koji su doveli do hipotekarne krize 2007. u SAD i globalne finansijske krize.

Institucionalna (organi) i normativno- pravna infrastruktura (zakoni) državne regulacije banaka razlikuje se od zemlje do zemlje. Po pravilu je čine Centralna banka i Agencija za osiguranje depozita, kao i odgovarajuća zakonska akta¹⁹⁴. Svetska praksa pokazuje da postoji mnogo različitih modela regulacije, koji daju dobre rezultate u zemljama sa različitim tipovima finansijskog tržišta. Samo u Evropi funkcioniše toliko različitih modela koliko je članica EU, što otvara problem harmonizacije. Pri tome, nikako se ne može reći da jedan isti model odgovara za svaku zemlju, što će biti detaljnije analizirano u narednim poglavljima.

Osnovni zadatak Centralne banke je formiranje i sprovođenje monetarno-kreditne politike u cilju stabilnog ekonomskog rasta, uključujući i podsticanje razvoja hipotekarnog tržišta. Postoji više instrumenata uticaja: (1) obavezne rezerve banaka, (2) referentne kamatne

¹⁹³ Detaljniju argumentaciju videti u knjigama Rose, P. (1993) Commercial Bank Management. Boston. Irvin. str. 60. i

Rose, P., Marquis, M. (2008) Financial Institutions and Markets. Irvin. 2008. str. 544.

¹⁹⁴ Bodie, Z., Merton, R.C. (2000) Finance. New Jersey. Prentice Hall. str. 99.

stope, (3) operacije na otvorenom tržištu, (4) zahtevi i instrukcije bankama i (5) polaganje garantnih depozita- rezervacije za rizike, plasmane i drugo.

Sve do početka 70-ih godina prošlog veka, smatralo se da regulacija bankarskog sektora treba da bude u isključivoj nadležnosti nacionalnih regulatora. Sa pojavom transnacionalnih banaka došlo je do potrebe za međunarodnom regulacijom-najpre formiranjem Komiteta za bankarsku regulaciju i nadzor (Bazelski komitet) pri BIS.

Bazelski komitet osnovan je od strane centralnih banaka deset najrazvijenijih zemalja (G-10). To nije nadnacionalna organizacija, njegova rešenja nemaju snagu zakona. BIS nastupa kao "banka centralnih banaka", utvrđuje preporuke i pravila, zasnovane na primerima najbolje prakse u bankarskom sektoru.

Prvi Bazelski sporazum, poznat kao Bazel I, zaključen 1988. godine predstavljao je važan korak na putu kreiranja međunarodnog standarda za adekvatnost kapitala¹⁹⁵. Njegove osnovne odredbe bile su vezane za kreditni rizik, koji se pojavljuje kao glavni uzročnik rizika u bankarskoj sferi. Ovaj sporazum je postao prvi uspešan pokušaj uspostavljanja opštepriznatih pravila regulacije bankarske delatnosti, preko kapitala banke. Sporazumom je predloženo određivanje nivoa adekvatnosti sopstvenog kapitala na nivou, koji ne može biti niži od 8% od ukupne sume rizikom opterećene aktive. Kreiranje te rezerve kapitala predstavlja zaštitu od neočekivanih finansijskih gubitaka.

Već u drugoj polovini 1990-tih godina Bazel I u mnogome nije uspevao da odgovori na strukturne promene bankarske industrije, uslovljene širenjem aktivnosti banaka na tržištima kapitala, gde su se primenjivale složene tehnike upravljanja aktivom. Takođe, problem je bila i mala posvećenost ulozi založnog obezbeđenja i finansijskim derivatima, što je od posebnog značaja za hipotekarno tržište.

Radi otklanjanja tih nedostataka, 2004. godine kreiran je dokument pod nazivom "Međunarodna konvergencija merenja kapitala i kapitalni standardi: revidirani okvir", poznatiji kao Bazel II¹⁹⁶. Glavni cilj ovog dokumenta bio je osnaživanje stabilnosti nacionalnih finansijskih sistema i međunarodnog finansijskog sistema, kroz povećanje kvaliteta upravljanja rizicima u bankarskom poslovanju.

Ključna karakteristika Bazela II je uvođenje koncepta tri stuba (kapital, nadzor i tržišna disciplina), sa ciljem izgradnje pouzdanog sistema upravljanja, različitim kategorijama rizika.

Prvi stub čine standardi za minimalnim kapitalom, pri čemu raspoloživi kapital banke mora iznositi najmanje 8% od rizične aktive banke, odnosno 2,8% kod kredita obezbeđenih hipotekom.

Prema Bazelu I, stambeni hipotekarni krediti odgovaraju riziku od 50%, te treba rezervisati kapital na nivou 4%. Po Bazelu II najkvalitetniji stambeni hipotekarni krediti imaju koeficijent rizika 35%, što znači srazmerno manji obim rezervacija kapitala za

¹⁹⁵ Basel Committee on Banking Supervision, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", Jul 1988.

¹⁹⁶ Basel Committee on Banking Supervision, "International Convergence on Capital Measurement and Capital Standards- A Revised Framework", Jun 2004.

portfolio hipotekarnih stambenih kredita, na nivou 2,8%¹⁹⁷. Pri tome, sekjuritizacija kredita omogućuje banci da "skine" aktive iz svoga bilansa i tako smanji zahteve prema sopstvenom kapitalu. Banka je samostalno opredeljivala rizike ili koristila spoljne rejtinge.

Adekvatnost kapitala u bankama izražava se tzv. Kukovim koeficijentom kapitala zasnovanom na riziku, kao odnos raspoloživog kapitala i rizične aktive¹⁹⁸:

$$\text{Koeficijent kapitala zasnovan na riziku} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Rizikom ponderisana aktiva}}$$

Kao što se vidi, bankarska regulativa se pomera sa striktnih pravila regulatora u pogledu plasiranja bančnih sredstava, na tržišnu samokontrolu preuzimanja rizika po plasmanima u odnosu na iznos kapitala banke. Drugim rečima, kada banka plasira u rizičniju aktivu (npr. problem moralnog hazarda), regulator od nje zahteva da poveća svoju sigurnost, uvećanjem iznosa sopstvenog kapitala¹⁹⁹.

Drugi stub definiše četiri bazična principa nadzora nad bankama: (1) banke treba da uspostave procedure ocene adekvatnosti svoga kapitala, u zavisnosti od profila rizika, (2) regulatorni organi su odgovorni za procenu sposobnosti banke da oceni adekvatnost svog kapitala, kao i da primeni adekvatne mere, ako ta adekvatnost nije na potrebnom nivou, (3) regulatorni organi očekuju da će kapital banaka biti na nivou višem od minimalno propisanog, budući da pri određivanju minimalnog iznosa kapitala nisu uzete u obzir sve vrste rizika (pravni, nepredvidivi događaji i dr.), (4) regulatorni organi treba da deluju preventivno, kroz rano otkrivanje problema, kako ne bi došlo do pada kapitala ispod minimalnih zahteva

Na osnovu navedenih principa, razrađuju se procedure i tehnologija nadzora, u skladu sa osobenostima svakog konkretnog finansijskog posrednika. Tehnologiju unutrašnjeg risk-mendžmenta razrađuju same banke, u svom najboljem interesu, ali su one predmet nadzora regulatora.

Treći stub se odnosi na uspostavljanje tržišne discipline, jačanjem transparentnosti, kroz javnu dostupnost informacija, koje se odnose na upravljanje rizikom. To se ostvaruje publikovanjem informacija banke o svojim operacijama, rizicima i kapitalu, kao i principima i procedurama upravljanja rizikom.

Obavezne informacije koje banke treba da objavljuju su: (1) kapitalni zahtevi po osnovnim vrstama rizika, (2) politika banke u vezi sa kreditnim, kamatnim, tržišnim i operativnim rizikom, (3) detaljni podaci o strukturi portfolia banke, (4) prihodi od investicionog portfolia, (5) dokazi o problematičnim hipotekarnim kreditima i drugo.

Sekjuritizacija hipotekarnih kredita, odnosno emitovanje hipotekarnih hartija od vrednosti na njihovoj osnovi, u velikoj meri su bili razlozi za ovaj novi pristup regulaciji banaka na finansijskom tržištu.

¹⁹⁷ Zahtevane kapitalne rezervacije izračunavaju se prema vrsti finansijskog instrumenta, pripadajućoj grupi rizičnosti i rizičnoj bilansnoj aktivni, pomnoženoj sa odgovarajućim iznosom grupe aktive.

¹⁹⁸ Analogan normativ adekvatnosti kapitala kompanija za hartije od vrednosti razradili su zajednički IOSCO i BIS.

¹⁹⁹ Opširnije u Lawrence, P., Silber, W., Udell, G (2004) Principles of Money, Banking and Financial Markets. Boston. Persons. str. 320.

Po našem mišljenju, Bazel II je obuhvatio primarne, ali ne i sekundarne rizike banaka, posebno rizike nestabilnosti pojedinih velikih klijenata, metode dijagnostikovanja upravljanja rizicima, kao i relativno visoke troškove uvođenja standarda.

Velika hipotekarna kriza, u SAD učinila je neke odredbe Bazela II zastarelim. Banke su došle u situaciju da im je, radi opstanka, neophodan visok nivo podrške likvidnosti, kako bi se održao finansijski sistem, a čak ni to nije bilo dovoljno za opstanak nekih banaka na tržištu. Te okolnosti su nastale nakon višegodišnje zadovoljavajuće likvidnosti na tržištu, tokom kojih upravljanju tržišnim rizikom nije bilo posvećeno dovoljno pažnje. Ova kriza je pokazala koliko brzo mogu nastati ozbiljne posledice rizika likvidnosti.

Dramatična tržišna kretanja tokom ove krize, ubrzala su usavršavanje regulacije, donošenjem "Principa čvrstog upravljanja i nadzora rizikom likvidnosti", već 2008. godine, poznatijem kao Bazel III²⁰⁰. Taj dokument dorađuje pravila za upravljanje likvidnošću, daje dodatne zahteve vezane za adekvatnost kapitala i utvrđuje period u kome treba postupno sprovesti te promene (2013.- 2019. godina). Time dolazi do daljeg osnaživanja globalnog regulatornog okvira, što se postiže strožijim zahtevima za nivoima osnovnog i dopunskog kapitala, kvalitetnijem pokriću rizika, uvođenjem novih pokazatelja likvidnosti i upotrebom anticikličnih instrumenata, stvaranje posebnog stabilizacionog fonda- do 2,5% rezervi kapitala.

Reforma regulacije rizika u bankama, vođena poslednjih decenija, pošla je od ocene prakse osiguranja depozita stanovništva u raznim zemljama. Došlo se do iznenađujućeg osnovnog nalaza: bankarski sektor se najstabilnije i najefikasnije razvija, bez neposrednog mešanja države u rizike banaka. Međutim, pri tome se zaboravlja da je nezaobilazni uslov stabilnosti čvrsta prudencijalna kontrola, koja može imati više različitih formi: izdavanje dozvola za rad, uz pružanje poslovnih informacija regulatoru i poslovnoj javnosti, regulacija u poslovanju (ograničenje kamatnih stopa, konkurencije i dr.).

Bazelski komitet, je usvajanjem "Osnovnih principa efektivnog bankarskog regulisanja", postavio fundament i globalne standarde za sve nacionalne regulatore²⁰¹. Suština ovog koncepta (de)regulacije je u fleksibilnosti i uspostavljanju risk- orijentisanih pravila regulacije. Utvrđivanjem opštih zahteva za kapitalom i procedurama upravljanja rizicima, ostavlja se finansijskim posrednicima sloboda izbora režima menadžmenta rizicima, koji odgovara potrebama njihove klijentele²⁰².

Još jedan aspekt regulacije banaka zaslužuje pažnju. Reč je o snazi tradicije koja se istorijski teško menja u ekonomskoj praksi. Primer je Zakon o bankarskoj delatnosti (1933.) donet u godinama Velike depresije u SAD, kojim je bio uspostavljen "kineski zid" između komercijalnog i investicionog bankarstva. "Finansijska modernizacija" je tek 1999. godine porušila taj zid, rađajući koncepciju univerzalnog bankarstva- finansijskih holdinga u kojima banke imaju kompanije- kćeri, koje trguju hartijama od vrednosti (brokersko-dilerske firme) i gde se sve finansijske usluge prodaju "pod jednim krovom".

²⁰⁰ Basel Committee on Banking Supervision, "A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems".

²⁰¹ Basel Committee on Banking Supervision, "International regulatory framework for banks".

²⁰² Svoj puni izraz ovaj koncept je dobio u Bazelskim sporazumima o kapitalu- Bazel I iz 1988.godine i Bazel II iz 2004. godine.

U diskusiji o univerzalnom bankarstvu i modelima tržišta hartija od vrednosti važno mesto zauzima publikacija BIS (1998.) u kojoj su sumirane ocene i rezultati višegodišnjeg istraživanja²⁰³. Kao ekonomski argumenti "za" univerzalno bankarstvo navode se: dugogodišnje iskustvo stabilnog razvoja finansijsko-bankarskog sektora Nemačke, sniženje rizika usled diversifikacije usluga i sinergije, uspostavljanje dubljih, kompleksnijih i dugoročnijih odnosa "banka- klijent", ekonomija obima i snižavanje troškova na finansijskim transakcijama, veća stabilnost u cikličnim kretanjima i drugo, što pozitivno utiče i na hipotekarno tržište²⁰⁴.

Konačno, efektivno regulisanje poslovanja banaka bilo je usmereno na stvaranje mehanizama upravljanja rizicima na osnovu unutrašnjih metodologija, fleksibilnosti najboljih tehnologija i osetljivošću na rizik. Verovalo se da se time smanjuje rizik pojedinačne banke, ali i sistemski rizik na finansijskom, a time i na hipotekarnom tržištu.

Polazeći od tendencije dramatičnog razvoja sekjuritizacije, u pravcu veće senzibilnosti prema rizicima, Bazel II je uveo nova pravila regulacije kapitala kreditnih institucija pri sekjuritizaciji aktiva, kako bi se harmonizovali prilazi nadzornih organa u pogledu standarda kapitala velikih kreditnih institucija, koje posluju na međunarodnim tržištima.

Nova pravila regulacije kapitala prikazuju neutralan uticaj na opšte zahteve prema kapitalu banaka, kao i prema tržištu sekjuritizacije.

Pravila uvode više operativnih zahteva koji obezbeđuju poznavanje predaje rizika povezanih sa pulom aktiva trećim stranama u poslu sekjuritizacije.

U sintetičkoj sekjuritizaciji, složenijoj po svojoj prirodi, primenjuju se razne tehnike umanjenja rizika. Obično se koriste garancije, obezbeđenje ili kreditni derivati. Postoje i specifični zahtevi pravne prirode, a važna specifičnost je da banka- originator može i posle početka aranžmana sekjuritizacije biti suočena sa povećanjem rizika, zbog pogoršanja kreditnog kvaliteta pula aktiva.

Operacionalni zahtevi postoje, u više novih pravila, prema spoljnom rejtingu, koji sprovode priznate rejting agencije, na zahtev tržišnih učesnika. Bitno je da kreditni rizik strukture uzima u ocenu blagovremenost uplate kamate i glavnice, pri čemu problemi rejtinga predstavljaju mlade tranše, koje uglavnom karakteriše uplata osnovne sume.

Svakako, najmoćnije provereno sredstvo regulacije je svakodnevna interna kontrola, banaka, kao i kontrolora od nadzornog organa. Kompleksnost sistema kontrole organa nadzora u pogledu upravljanja unutrašnjim rizicima zahteva merenje rizika i usklađivanje sa stanjem kapitala na dnevnoj osnovi.

Kvalitativan i efektivan nadzor od strane organa supervizije, koji monitorišu bankarski sektor, stimuliše banke, da koriste najefektivnije pristupe, tehnike i ocene upravljanja svim rizicima. Pri tome, akcenat je na planiranju sopstvenog kapitala i mogućnosti risk-menadžmenta, a ne prosto na zadovoljavanju zahteva za minimalnim nivoom kapitala. Supervizija mora stalno prilagođavati svoje metode nadzora, kako bi sprečila da banke neprimetno krše pravila regulacije.

²⁰³ Bank for International Settlements (BIS), "International convergence of capital measurement and capital standards (updated to April 1998)".

²⁰⁴ Bank for International Settlements (BIS), "International convergence of capital measurement and capital standards (updated to April 1998)".

Regulatorni režim, u suštini, treba da oceni nivo rizika koji banka želi da preda, odgovarajućim hipotekarnim instrumentima. Ukoliko banke ne poštuju taj princip, moraju biti disciplinovane- kažnjene nepriznavanjem prava oslobađanja kapitala. Novi prilaz kapitalu stavlja akcenat na fleksibilnost i stimulaciju najboljeg upravljanja rizicima, uključujući i stalne tržišne inovacije, koje nisu mogle biti predviđene. Ako banka ima skrivene pozicije rizika, koje nije transparentno saopštila po poslu sekjuritizacije, organ supervizije mora preduzeti promptne korektivne akcije, kvalifikujući neobjavljivanje bitnih činjenica, kao nesavesno poslovanje, što povlači meru uvećanja rezervi kapitala.

Tržišna disciplina, kroz povećanje transparentnosti- znači obavezu objavljivanja tokom ukupnog perioda aranžmana sekjuritizacije, kvalitativnih i kvantitativnih pokazatelja. To se odnosi na sve operacije koje se tiču predaje rizičnih pozicija (hipotekarni krediti i dr.) od banke prema investitoru, ukupan obim klasične i sintetičke sekjuritizacije i ulogu banke u tome (originator, uslužna organizacija, investitor, garant, sponzor i sl.), obim rezervacija kapitala, kao i informaciju o svojoj računovodstvenoj politici u poslovima sekjuritizacije²⁰⁵.

Nova pravila Bazela II o sekjuritizaciji predstavljala su korak napred u odnosu na ranije šeme regulacije u raznim zemljama.

Konačno, primena Bazela II, znači kardinalne izmene sistema nadzora (stimulacije i sankcije) u pravcu liberalnijeg, ali i odgovornijeg odnosa samih banaka, koje samostalno rešavaju, biraju i definišu svoju strategiju upravljanja rizicima (identifikacija, ocena menadžment rizika i obim rezervisanja kapitala), u svemu prema jedinstvenim pravilima regulacije ("pravila globalne tržišne igre"). Ranija praksa regulacije podrazumevala je manji broj datih standarda, koje su banke mogle lakše da zaobiđu. Od izuzetne važnosti je, međutim, čvršća međunarodna i regionalna koordinacija regulatornih tela, posebno na polju finansijskih inovacija, gde se mora uvesti strožiji režim regulacije, za sve vrste novih (samim tim i složenijih) finansijskih hipotekarnih proizvoda.

Problem je u tome što nova pravila zahtevaju određeno vreme za njihovu adekvatnu implementaciju i izmenu prakse brojnih tržišnih učesnika, u složenom procesu sekjuritizacije. Za to vreme tržišta funkcionišu po starim obrascima regulatora, jer tržište (funkcionisanje i razvoj) ne može da čeka.

4.1.2. Regulacija sekundarnog hipotekarnog tržišta

U savremenoj ekonomskoj teoriji ne postoji celovit teorijski pogled na regulaciju globalnog finansijskog tržišta, već više različitih ciljeva i analiza regulacije nacionalnih i regionalnih pravnih i finansijskih sistema²⁰⁶.

²⁰⁵ Međunarodni računovodstveni standardi utvrđuju pravila po kojima organizacije vode račune aktiva-bilansno ili vanbilansno, kao i prihode koje one nose. Nekoliko standarda odnosi se (direktno) na sekjuritizaciju i principe rizične aktive banke- organizatora i specijalnog pravnog lica (SPV): SIC 12- Konsolidacija kompanije specijalne namene, IAS 27- Konsolidovani i individualni finansijski obračun, IAS 39- Finansijski instrumenti-priznavanje i ocena, IAS 40- Investicione nekretnine.

²⁰⁶ Npr. krajnje ciljeve makroekonomske politike A. Živković definiše: 1) rast realnog DBP, 2) rast zaposlenosti i 3) stabilnost cena. Detaljnije u Živković, A. Monetarna ekonomija. Beograd. Ekonomski fakultet. str. 564.

Stoga se za potrebe naše analize, opredeljujemo za ciljeve i principe međunarodno priznate prakse, odnosno ujednačavanja regulative i nadzora nacionalnih tržišta hartija od vrednosti na globalnom nivou. *Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti* (IOSCO) je 1998. godine utvrdila *Ciljeve i principe regulative tržišta hartija od vrednosti*²⁰⁷. Radi se o globalno prihvaćenim standardima, na kojima treba da se zasnivaju, kako nacionalna zakonodavstva tržišta hartija od vrednosti, tako i uloga regulatornih organa. Stavovi i preporuke IOSCO su faktički obavezujući za sve komisije zemalja članica, među kojima je i Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije.

IOSCO je definisao tri bazična *cilja* regulacije tržišta hartija od vrednosti, uključujući i hipotekarne, i to²⁰⁸:

- zaštita investitora,
- obezbedjenje poštenog, efikasnog i transparentnog tržišta i
- smanjenje sistemskog rizika.

Zbog izuzetnog značaja, pored datih ciljeva, ovde ističemo 30 principa IOSCO regulacije tržišta hartija od vrednosti, svrstanih u sledećih devet *grupa*, koje svaka zemlja treba adekvatno da implementira (u normativno- pravnom i operativnom smislu)²⁰⁹. Posebno želimo da naglasimo naš stav da ove principe treba posmatrati kao bitne sastavne elemente ukupnog sistema regulacije. Povezanost svih principa i njihova sjedinjavajuća praksa predstavljaju suštinu i funkciju efektivnog sistema regulacije tržišta. Drugačije rečeno, strogo poštovanje ciljeva i principa je uslov sine qua non regulacije²¹⁰

Principi koji se odnose na *Regulatorni organ*: (1) Odgovornosti regulatornog organa treba da budu jasno i objektivno iznesene, (2) Regulatorni organ treba da bude u operativnom smislu samostalan i odgovorno da vrši svoje funkcije i ovlašćenja²¹¹, (3) Regulatorni organ treba da ima adekvatna ovlašćenja, sopstvena sredstva i da bude sposoban za obavljanje svojih funkcija i sprovođenje ovlašćenja, (4) Regulatorni organ treba da usvoji jasne i konzistentne regulatorne procese, (5) Zaposleni u regulatornom organu treba da se pridržavaju najviših profesionalnih standarda, uključujući i odgovarajuće standarde poverljivosti.

Principi *Samoregulative*: (6) Regulatorni režim treba na adekvatan način da koristi Samoregulatorne organizacije (SRO) koje su odgovorne za određeni direktan nadzor u područjima svoje nadležnosti, u meri koja odgovara veličini i složenosti tržišta²¹², (7) SRO treba da budu predmet nadzora regulatornog organa i treba da se pridržavaju

²⁰⁷ IOSCO je osnovan 1983. godine, sa sedištem u Madridu, a danas ima 182 člana. Sajt Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti : www.iosco.org

²⁰⁸ Ovi ciljevi uključeni su u srpski Zakon o tržištu kapitala (član 1) iz 2015. godine.

²⁰⁹ O tome je autor pisao u radu "Reforma tržišta hartija od vrednosti –ciljevi i principi regulacije". Zbornik sa IX Kongresa pravnika u privredi SRJ: Preduzeća i hartije od vrednosti. Vrnjačka banja, 24-26.maj 2000. Beograd: Pravo i privreda, br.5-8.2000.

²¹⁰ Pitanja u kojoj meri je regulacija hipotekarnog tržišta dala adekvatne odgovore na izazove savremenog razvoja, deregulacije i krize razmatramo u nastavku istraživanja.

²¹¹ Nezavisnost, ovlašćena, odgovornost i najviši profesionalni standardi su jedan od ključnih uslova hipotekarnog tržišta.

²¹² Autoregulatorne organizacije imaju slobodu, ali i odgovornost za nadzor nad poslovanjem svojih članova, u skladu sa regulativom i etikom.

standarda poštenosti i poverljivosti prilikom *izvršavanja ovlašćenja i zadatih odgovornosti*.

Principi za *Sprovođenje* regulative za hartije od vrednosti: (8) Regulatorni organ treba da ima opsežna ovlašćenja za pregled, istraživanje i nadzor, (9) Regulatorni organ treba da ima velika ovlašćenja u pogledu sprovođenja regulative, (10) Regulatorni sistem treba da obezbedi efektivno i uverljivo sprovođenje ovlašćenja za pregled, istraživanje, nadzor i sprovođenje regulative i realizaciju efektivnog programa za poštovanje standarda.

Principi za *Saradnju* na polju regulative: (11) Regulatorni organ treba da ima ovlašćenje za razmenu i javnih i ne-javnih informacija sa domaćim i inostranim partnerima, (12) Regulatorni organ treba da uspostavi mehanizme za razmenu informacija koji utvrđuju vreme i način na koji će on razmenjivati informacije sa svojim domaćim i inostranim partnerima, (13) Regulatorni sistem treba da obezbedi pružanje pomoći inostranim regulatornim organima, kojima je potreban uvid u obavljanje njihovih funkcija i vršenje njihovih ovlašćenja.

Principi za *Emitente*: (14) *Mora da postoji potpuno, blagovremeno i tačno obelodanjivanje* finansijskih rezultata i drugih podataka koji su od materijalne važnosti za odluke investitora²¹³, (15) Vlasnike hartija u kompaniji treba tretirati na pošten i pravedan način, (16) Računovodstveni i standardi revizije treba da budu visokog i *medjunarodno prihvatljivog kvaliteta*.

Principi za *Kolektivne investicione šeme*: (17) Regulatorni sistem treba da utvrdi standarde za davanje dozvola onima i regulisanje onih koji žele da trguju ili da rade sa kolektivnim investicionim šemama, (18) Regulatorni sistem treba da obezbedi pravila koja utvrđuju pravnu formu i strukturu kolektivnih investicionih šema i odvajanje i zaštitu sredstava klijenata, (19) Regulatorna treba da zahteva obelodanjivanje, onako kako je utvrđeno principima za emitente, što je potrebno za ocenu podobnosti kolektivne investicione šeme za konkretnog investitora i za vrednosti investitorovog učešća u toj šemi, (20) Regulatorna treba da obezbedi da postoji odgovarajuća i obelodanjena baza za procenu vrednosti sredstava i za određivanje cene i otkupa jedinica u kolektivnoj investicionoj šemi.

Principi za *Tržišne posrednike*: (21) Regulatorna treba da obezbedi minimalne pristupne standarde za tržišne posrednike, (22) Treba da postoje inicijalni i stalni kapital i drugi prudencijalni uslovi za tržišne posrednike koji su odraz rizika u koje ulaze posrednici, (23) Od tržišnih posrednika treba zahtevati da se pridržavaju standarda za internu organizaciju i operativno ponašanje, čiji je cilj zaštita klijenata, obezbeđivanje adekvatnog upravljanja rizikom, a pod čijim upravljanjem posrednik prihvata primarnu odgovornost za ova pitanja, (24) Treba da postoje procedure za rešavanje propusta tržišnog posrednika, da bi se smanjili šteta i gubitak po investitore i obuzdao sistemski rizik²¹⁴.

²¹³ U cilju zaštite investitora, od emitenata hartija od vrednosti se zahteva puna transparentnost i najviši kvalitet računovodstvenih i revizorskih standarda.

²¹⁴ Naglašava se značaj internih kontrola, upravljanja rizicima i nadzor supervizora, kako bi se redukovao i predupredio sistemski rizik i pojava kriza.

Principi za *Sekundarna tržišta*: (25) Uspostavljanje sistema trgovanja, uključujući i berze hartija od vrednosti, treba da bude predmet regulatornih ovlašćenja i nadzora, (26) Treba da postoji stalni regulatorni nadzor nad berzama i sistemima trgovanja, koji treba da ima za cilj da obezbedi održavanje integriteta trgovanja, kroz poštena i pravična pravila koja uspostavljaju odgovarajuću ravnotežu između zahteva različitih učesnika na tržištu, (27) Regulatorna treba da promoviše transparentnost trgovanja, (28) Regulatorna treba da bude koncipirana za otkrivanje i sprečavanje manipulacije i drugih nepoštenih praksi trgovanja²¹⁵, (29) Regulatorna treba da ima za cilj obezbeđivanje adekvatnog regulisanja velikih izloženosti rizika od totalne docnje u izvršavanju obaveza i poremećaja na tržištu.

Principi za *kliring i saldiranje*: (30) Sistemi za kliring i saldiranje transakcija sa hartijama od vrednosti treba da budu predmet regulatornog nadzora i da budu koncipirani tako da obezbeđuju svoju poštenost, efektivnost i efikasnost i da smanjuju sistemski rizik.

Ocenjujući navedene ciljeve i principe regulacije, nakon velike hipotekarne krize u SAD, posebno ističemo potrebu čvršće državne regulacije, ne samo zasnovane na principima, već na obavezujućim zakonskim rešenjima. Pri tome, nacionalni sistemi za nadzor ne mogu sami da odgovore zahtevima međunarodno povezanih tržišta. Globalno finansijsko i hipotekarno tržište nesporno zahteva globalnu regulaciju. Principi su postavljeni kao širok okvir za regulaciju. Zbog toga je međunarodna saradnja postala imperativ - prosledjivanje relevantnih informacija stranoj komisiji za hartije od vrednosti. Saradnja u okviru Evropske unije ima za cilj učvršćivanje zajedničkog pravnog okvira, koji reguliše tržište hartija od vrednosti, kroz donošenje i izmene direktiva EU. U tom smislu, značajna je saradnja u Forumu evropskih komisija za hartije od vrednosti (*FESKO*)- osnovan 1997. godine od strane Komisija 17 evropskih zemalja, sa ciljem razmene informacija i iskustava, razvoja regulatornih standarda i međusobne ispomoći u nadzoru.

4.1.3. Metode i mehanizmi regulacije

Napred smo istakli značaj, ciljeve i principe regulacije, a ovde želimo da ukažemo na neke metode i mehanizme regulacije²¹⁶.

Prvo, ukupan sistem regulacije hipotekarnog tržišta, po našem mišljenju mora se posmatrati kao kombinacija više metoda: (1)*makro* – državna regulacija, (2)*mezo* – *samoregulacija* profesionalnih učesnika na tržištu, (3)*mikro* – *unutrašnja* regulacija subjekata (sopstvenim aktima i pravilima) , (4)*društvena* regulacija (javno mnjenje) i (5)*spoljna* regulacija- preko *međunarodnih institucija, organizacija i njihovih standarda*. Razume se, svako nacionalno hipotekarno tržište ima svoje specifičnosti razvoja i regulacije.

Drugo, u toku su velike debate oko pitanja stepena jačine regulacije: *prevelika* državna regulisanost vodi neefikasnosti tržišta, dok *podregulisanost* tržišta vodi slomu tržišta, koji se ciklično ponavlja. Preraspodela regulatornih nadležnosti, kao i izbor adekvatnog

²¹⁵ U cilju očuvanja poverenja i integriteta tržišta, regulatorni organi imaju čvrstu saradnju sa organima gonjenja u otkrivanju i sprečavanju krivičnih dela.

²¹⁶ Prema radu autora "Državna regulacija i tržište kapitala". Zbornik sa XXII Kongresa pravnika u privredi, Vrnjačka banja, maj 2013. Beograd: Pravo i privreda, br. 4-6, 2013.

modela regulacije zavisi od dostignutog stepena razvoja tržišta i „zrelosti“ njegovih učesnika. Poznato je da su SAD još od 1933. godine akcenat stavile na model državne regulacije, dok Velika Britanija tradicionalno preferira model regulacije preko samoregulatornih organizacija profesionalnih učesnika i berzi²¹⁷.

Treće, savremeni procesi regulacije uključuju metode *prudencijalne* regulacije– rizika, adekvatnosti kapitala, likvidnosti, solventnosti i dr, kao i metode *strukturalne* regulacije aktivnosti različitih učesnika na hipotekarnom tržištu.

Četvrto, fundamentalne ciljeve i principe regulacije, realizuju sve tri grane vlasti (zakonodavna, izvršna i sudska):

1. *Zakonodavno-pravna regulacija*- usvajanje zakona (Skupština) iz različitih grana prava (gradjansko, stvarno, hipotekarno, pravo tržišta hartija od vrednosti, investicionih fondova, računovodstva i revizije, banaka, osiguranja, stečaja i likvidacije i dr.), pri čemu se posebno naglašavaju prava investitora i mehanizmi njihove zaštite. To podrazumeva adekvatnu konekciju i usaglašenost svih zakona, kako ne bi bilo međusobnih sukoba samih zakona.

2. "Pretvaranje zakona u život"- *primena prava*, kroz adekvatne mehanizme doslednog izvršavanja (realizacije) zakonskih normi, i to: a) podzakonskim aktima i nadzornom ulogom regulatora, b) odgovornim pristupom *profesionalnih učesnika* na tržištu i samih investitora, u kreiranju i sprovođenju sopstvenih opštih akata i uslova poslovanja.

3. *Sudska* zaštita prava investitora i drugih učesnika.

Razume se, sudski oblik zaštite zahteva najviše troškove i duže vreme, tako da bi primarnu zaštitu trebalo ostvarivati preko prva dva navedena mehanizma. Pri tome, danas sve veći akcenat treba stavljati na prvi oblik zaštite investitora, od strane *profesionalaca*, uz *naglašavanje etičkih sankcija*, koje treba da imaju veći značaj za izigravanje zakona, standarda poslovanja i gubitka reputacije. Konačno, zemlje koje nisu dovoljno zaštitile investitore osudjenje su na finansijske krize i gubitke, slabiju ulogu hipotekarnog tržišta i hartija od vrednosti i manji ekonomski rast.

Peto, sa stanovišta *stepena jačine regulacije* istorijski razvoj hipotekarnog tržišta izdvojio je *dve osnovne grupe zemalja*, odnosno dva sistema regulacije i to:

1. *Čvrsta regulacija*, propisuje visoke kapitalne zahteve detaljna zakonska pravila ponašanja profesionalnih učesnika i emitenata, detaljne procedure poslovanja u standardizovanim situacijama, žestoku kontrolu i sankcije za nepoštovanje zakona, pravila i procedura. Dugo vremena, najčvršću regulaciju u svetu imale su SAD (ovaj model sledili su Japan i Francuska).
2. *Meka regulacija*, sve do 1990-ih godina, bila je karakteristična za Veliku Britaniju. Podrazumevala je poštovanje pravila regulatora tržišta, uz aktivno korišćenje samoregulacije tržišnih učesnika- poštovanje standarda i dobrih poslovnih običaja.

²¹⁷ Bošković, T., Cerruti, C., Noel, M. (2009) Comparing European and US Securities Regulations. World Bank Working Paper No 184. The World Bank.

U nastavku, u najkraćem, navodimo neke karakteristične tendencije istorijskog razvoja i regulacije tržišta hartija od vrednosti²¹⁸.

Osnove savremenog sistema regulacije, pre više od osam decenija, postavile su SAD kroz *dva nivoa*: državni- preko Komisije za hartije od vrednosti i berze (SEC) i samoregulatorni- preko asocijacije profesionalnih učesnika. Prvu osnovu regulacije činili su *Zakon o hartijama od vrednosti* (1933.) i *Zakon o berzama* (1934.), koji reguliše sekundarno tržište-promet i učesnike. Ovim zakonom je stvorena Komisija za hartije od vrednosti i berze (Securities and Exchange Commission- SEC), kao "polusudska državna institucija"²¹⁹. SEC je, između ostalog, dobila pravo da nagradi lice, koje joj otkrije i dojaviti informaciju o insajderu! Već 1940.godine doneta su dva nova zakona: *Zakon o investicionim kompanijama* i *Zakon o investicionim konsultantima*²²⁰.

SEC ima 5 članova koje imenuje predsednik SAD, na predlog Senata. Mandat članova traje 5 godina, a svake godine (5. jula) ističe mandat jednog člana. Iz jedne stranke ne može biti više od 3 člana SEC. Stručna služba Komisije organizovana je u 11 divizija sa preko 4.000 zaposlenih.

"Najgroznija" divizija SEC zadužena je za kontrolu i sankcionisanje kršenja zakona. SEC je stekao reputaciju i popularnost među investitorima (uključujući i građane) i sudovima, kao zaštitnik investitora i zakona. Zbog toga se sudovi nalaze, po pravilu, na strani SEC. Komisija se bavi i istraživačkim radom, preko svoga Međunarodnog instituta za razvoj tržišta kapitala.

Kao odgovor na tendencije globalizacije i ubrzanog savremenog razvoja, kao i globalnu finansijsku krizu, veća grupa zemalja (EU i druge) pristupila je reformama regulacije, u čijoj osnovi je ideja *megaregulatora*, odnosno jedinstvenog regulatora svih učesnika finansijskog sistema (banke, tržište hartija od vrednosti, osiguranje, penzioni i investicioni fondovi i dr.). U tu grupu danas spadaju razvijenije zemlje-Velika Britanija, Francuska, Japan, Nemačka, Švedska, Norveška, Finska, Danska, Kanada, Australija, Južna Koreja, kao i Singapur, Južnoafrička republika i Madjarska.

Na primer, u Francuskoj je 2003. godine formiran jedinstven regulatorni organ nacionalnog tržišta kapitala- Uprava finansijskog tržišta, od ranije tri ustanove: Komisije za berze, Saveta finansijskog tržišta i Saveta za disciplinu finansijskog menadžmenta. Ova Uprava pruža podršku regulaciji evropskog i globalnog finansijskog tržišta. Radom Uprave rukovodi Odbor od 16 članova, a predsednika imenuje predsednik Republike na period od 5 godina, bez prava reizbora.

Karakteristično je da u SAD (iz istorijskih, pravnih, geografskih, ekonomskih i drugih razloga) još uvek funkcioniše više regulatornih organa za pojedine segmente finansijskog tržišta.

Danas, početkom trećeg milenijuma, nakon agresivne deregulacije i velike slobode tržišnih učesnika, koja je rezultirala globalnom finansijskom krizom, razvijene zemlje

²¹⁸ Sharpe, W., Gordon, A., Bailey, J. (1995) Investments. New Jersey. Prentice Hall International. str. 83.

²¹⁹ Sve do 1950.godine Komisija je ostvarivala svoju ulogu dosta rutinski, a od tada za nju potiče izraz "bezubi tigar" i "igralište za trening pravnika Vol-strita".

²²⁰ O zakonima i regulaciji tržišta hartija od vrednosti SAD: www.sec.gov

uvode oštrij nadzor i pojačavaju svoju državnu regulaciju na kreditnom i tržištu hartija od vrednosti (povećanje snage vlasti regulatora, uz širenje njihovih ovlašćenja), a *meka regulacija* se zadržava samo u zemljama sa tržištima hartija od vrednosti u razvoju. Ove tendencije su prisutne naročito u Evropi, sa donošenjem direktiva EU, stvaranjem megaregulatora na tržištu hartija od vrednosti, koji uzima na sebe i ranije funkcije samoregulatornih tela²²¹. Savremena uloga regulatora finansijskog tržišta u novoj koncepciji je drastično porasla, zbog potrebe da adekvatno i operativno reaguje na brze inovativne promene i aktivnosti na tržištu, u cilju zaštite društvenih i interesa investitora. Ovaj *pristup jake regulacije* finansijskog tržišta predstavlja *prirodnu vezu regulatora i demokratskih izvora vlasti- građana* To je razlika u odnosu na sistem deregulacije, gde se deo nadležnosti regulacije prenosi na samoregulatorne učesnike na tržištu, koji su (zaslepljeni svojim profitnim interesima) nanosili štetu interesima širokih slojeva investitora, finansijskom tržištu, poreskim obveznicima i ekonomiji u celini.

Po našem uverenju, zahtev za žestokom regulacijom, nikako, ne znači ugrožavanje principa liberalizacije tržišta. Naprotiv, to je neophodan uslov slobode za investitore, bez kojih nema hipotekarnog tržišta. Snaga hipotekarnog tržišta treba da bude proizvod sloboda, odnosno potencijala tržišta, uz veći stepen jačine nadzora i supervizije.

Postoji više reformskih pristupa, u kreiranju nove globalne finansijske regulative, sa naglaskom na²²²: (1) Popunjavanje praznina i nedostataka u međunarodnoj regulativi, kao što su ranije neregulisani inovativni proizvodi, subprime krediti, sekjuritizacija, trgovina hipotekarnim derivatima, kao i regulisanje odgovornosti i sankcija regulatornih organa, (2) Čvršću kontrolu međunarodnih tokova kapitala, kao posledica nekontrolisanog priliva investicija iz Kine, Indije, Rusije, Japana, koji je doprinosa širenju hipotekarnog špekulativnog balona u SAD, (3) Reformisanje regulatornih organa u pravcu efektivnijeg praćenja inovacija na globalnom finansijskom tržištu i anticipativnom delovanju u cilju ranog otkrivanja sistemskog rizika i sprečavanju pojava finansijskih kriza, kroz aktivnu globalnu koordinaciju, (4) Jačanje regionalne finansijske regulacije, sa širenjem modela i uticaja Evropske unije i Azije, uz smanjivanje isključivog uticaja standarda i modela SAD.

Pored ovih osnovnih pravaca reformisanja regulacije, postoje i dalje pristupi koji se optimistički zalažu za liberalni fundamentalizam, odnosno apsolutno poverenje u tržište, ističući averziju prema regulisanju finansijskih tržišta, sa objašnjenjem da regulatorni organi ne mogu da preduprede krize, već uvek deluju ex- post kao odgovor na tržišni neuspeh.

Svakako, kao najefektivniji praktičan pristup daljem razvoju globalne finansijske regulative ističu se aktivnosti G20²²³, kao novog menadžera globalne finansijske regulative i svetskog ekonomskog razvoja. To je neformalni forum, koji čine ministri

²²¹ Iako je EU oblikovala svoj regionalni obavezujući režim regulacije, još se ne može reći da smo bliz globalnog režima regulacije.

²²² Detaljnije: Musabegović, I. (2007) Transnacionalne korporacije i globalni finansijski tokovi. Beograd. Beogradska Bankarska Akademija. str. 171.

²²³ Detaljnije www.G20.org, kao i prevodi samita G20, Bankarstvo, 9-10/2009

finansija i guverneri dvadeset najrazvijenijih zemalja i zemalja sa rastućim tržištima (koje zajedno predstavljaju 90% svetskog BDP i 80% ukupne svetske trgovine)²²⁴.

Lideri G20, formirali su poseban entitet za standardizaciju i razvoj finansijske regulative- Odbor za finansijsku stabilnost (Financial Stability Board), koji ima za cilj izgradnju modela nove globalne finansijske regulative, reformisanjem postojeće prakse. Osnova nove regulacije je kontrola sistemskog rizika, a ne socijalizacija rizika od strane države i poreskih obveznika. Treba posebno naglasiti da regulacija, pre sadašnje krize, nije poznavala sistemske rizike, sve dok oni nisu postali transparentni u svojoj složenosti i opasnosti. Post- krizna regulacija je posvećena, upravo, sistemskom riziku u funkcionalnom i institucionalnom obliku, kako u SAD, tako i u Evropskoj uniji.

U SAD su preduzete mere u pogledu vrste delatnosti koje institucije mogu da obavljaju, formiran je Savet za nadzor finansijskih usluga, u čiji sastav ulaze predsednici svih regulatornih tela, agencije za finansijsku zaštitu potrošača, uključujući i korisnike hipotekarnih kredita, regulisanje kliringa i saldiranja finansijskih derivata, regulisanje rejting agencija i drugo.

U Evropskoj uniji se predlaže centralizovano upravljanje sistemskim rizikom kroz formiranje Evropskog odbora za sistemske rizike, koji treba da uspostavi sistem ranog upozorenja država članica u okviru makro- prudencijalne kontrole. Mikro prudencijalna kontrola ostaje u nadležnosti nacionalnih organa, uz koordinaciju Evropskog sistema finansijskih supervizora. Finansijska kriza je istakla i snažan reputacioni rizik, odnosno probleme korporativnog upravljanja finansijskih institucija, u smislu neadekvatnog upravljanja rizicima i nagrađivanja, odnosno bonusa menadžera.

Posebno naglašavamo da nova globalna finansijska regulativa podrazumeva postojanje jedinstvenog cilja, kome bi trebalo da teže svi učesnici globalnog finansijskog tržišta. Prepreke za brzo i efikasno uspostavljanje nove finansijske regulative predstavljaju različiti ekonomski interesi, kao i različiti pravni sistemi pojedinih država²²⁵. U tom smislu, za sada su manje verovatni modeli, kako tržišnog fundamentalizma, tako i autarhični nacionalni modeli regulacije. Verovatnija je odgovarajuća kombinacija regionalne regulative sa režimom tvrdog prava (u formi obavezujućih standarda), sa globalnom koordinacijom, zbog nemogućnosti čvrstog dogovora oko zajedničkog cilja na globalnom nivou. U svakom slučaju, stavovi, mere i rezultati rada G20 dali su smernice u pogledu pravca reformi i razvoja globalne regulative i posebno aktivne koordinacije kao odgovor na aktuelnu globalnu finansijsku krizu. Jedno je sasvim sigurno, novi problemi se ne mogu rešavati na stari način²²⁶.

Rezimirajući dosadašnju raspravu, postavljamo pitanje: čime se meri konačan rezultat rada regulatora na hipotekarnom tržištu? Da li stvaranjem zakonodavne i institucionalne

²²⁴ Članice Grupe G20: Argentina, Australija, Brazil, Evropska unija, Francuska, Nemačka, Indija, Indonezija, Italija, Japan, Južna Afrika, Južna Koreja, Kanada, Kina, Meksiko, Rusija, Saudijska Arabija, Sjedinjene Američke Države, Turska i Velika Britanija.

²²⁵ Musabegović, I. (2007) Transnacionalne korporacije i globalni finansijski tokovi. Beograd, Beogradska Bankarska Akademija.

²²⁶ I. Musabegović s pravom ističe nužnost kombinovanje različitih modela regulacije i uspostavljanju alternativnog modela, koji treba da uključi interese tri grupe učesnika: civilnog društva, krupnog kapitala i države. Musabegović, I. (2007) Transnacionalne korporacije i globalni finansijski tokovi. Beograd, Beogradska Bankarska Akademija. str. 61.

infrastrukture, nadzorom i sankcijama za poštovanje zakonitosti, dostupnošću informacija, zaštitom prava kreditora i investitora, obimom hipotekarnih kredita, kvantumom investicija i hartija od vrednosti na hipotekarnom tržištu, obimom i likvidnošću tržišta, obimom aktiva u hipotekarnim kreditima i hipotekarnim hartijama od vrednosti, sniženjem volatilnosti, lobiranjem za ovo tržište pri donošenju stimulaturnih mera monetarno-kreditne i poreske politike i drugo²²⁷?

Odgovor na postavljeno pitanje mogao bi da glasi: rezultat regulatora je sve navedeno i još mnogo drugih efekata, mera i aktivnosti na širokom i složenom polju regulacije hipotekarnog tržišta²²⁸.

Pa ipak, najkraći odgovor bi, po našem mišljenju, bio: konačan rezultat rada regulatora hipotekarnog tržišta meri se privlačenjem kapitala, doprinosom rastu i stabilnosti finansijskog i realnog sektora ekonomije i zadovoljavanjem stambenih potreba stanovništva.

Pri tome, na osnovu relevantne literature i vlastitog profesionalnog iskustva, posebno naglašavamo da je konačan uspeh regulatora rezultat neprestane "borbe" između regulatora (politike) i tržišta (hipotekarnog biznisa).

4.2. Samoregulacija profesionalnih učesnika

Većina vodećih zapadnih ekonomista, pristalica deregulacije, sugerisala je da regulatori banaka i tržišta hartija od vrednosti treba da delegiraju svoja ovlašćenja samoregulatornim telima, od kojih se očekuje da promovišu čistu tržišnu regulaciju (neku vrstu "samoupravljanja" na finansijskom tržištu)²²⁹. Samoregulatorne organizacije imaju za cilj da štite interese svojih članova (banaka, odnosno učesnika tržišta HoV) i posluju po principima dobrovoljnosti, nezavisnosti od države i pojedinih članova, međunarodne povezanosti i saradnje.

Isticano je da se finansijskim tržištem upravlja preko mehanizma cena, koje određuje slobodna konkurencija, kao i pravilima i standardima, koje određuju sami tržišni učesnici. Takođe, da je državni regulator suvišan i kontraproduktivan, jer može da potkopa samoregulaciju tržišta. Principi deregulacije i samoregulacije naglašavali su značaj mehanizama korporativnog upravljanja, modela upravljanja rizicima i sistema internih kontrola, koji treba da smanje rizike i nadomeste ulogu državne regulacije²³⁰.

²²⁷ Pogledati rad autora: "Finansijska tržišta i pravna odgovornost". Zbornik sa XIX Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2010. Beograd, Pravo i privreda, br.4-6, 2010.

²²⁸ Više u radu autora: "Antikrizna regulacija i vladavina prava na tržištu kapitala". Zbornik sa XIX Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2011. Beograd, Pravo i privreda, br.4-6, 2011.

²²⁹ Britanska Uprava za finansijske usluge (FSA) naglašava da nije moguće predvideti sve rizike i da ne treba bezrezervno štiti svaku finansijsku instituciju (čija propast nema materijalni uticaj na finansijski sistem). FSA: A New Regulator for the New Millennium. FSA Policy Report, February 2000.

²³⁰ Pri tome, naglašavamo značaj i povezanost korporativnog upravljanja za razvoj i stabilnost finansijskog tržišta. Detaljnije u mom članku "Korporativno upravljanje i tržište kapitala". Zbornik sa XVII Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2008. Beograd, Pravo i privreda, br.5-8, 2008.

U analizi efektivnosti hipotekarnog tržišta, naveli smo prisustvo "životnog duha" i asimetričnih informacija, koje osporavaju potencijale i reputaciju modela samoregulacije²³¹.

Uz to, posebno treba imati u vidu širinu i dubinu posledica velike hipotekarne krize 2007. godine koja je ubedljivo demonstrirala da se bez mešanja države u razvoj finansijskog tržišta, inficirano tržište ne može samo "izlečiti". Za očekivati je da se stavi pod lupu proces deregulacije i afirmiše snažnije regulisanje hipotekarnog tržišta i tržišta finansijskih derivata, davanjem većih ovlašćenja regulatorima, radi kontrole sistemskog rizika i zaštite clijenata. Pri tome je neophodno odgovarajuće preplitanje "nevidljive ruke" tržišta i "vidljive ruke" države, kroz odgovorno sadejstvo samoregulatornih organizacija i državnih regulatora.

Posebno naglašavamo da se, istorijski posmatrano, samoregulacija profesionalnih učesnika na finansijskom tržištu pojavila mnogo pre državne regulacije, koja stupa na scenu "krupnim koracima", tek posle Velike ekonomske krize u SAD. Tada se zakonski formira nezavisni državni kontrolni organ- Komisija za hartije od vrednosti i berze (SEC), a zatim više samoregulatornih asocijacija, kao i državnih ili državno sponzoriranih posrednika- kreditnih i garantnih hipotekarnih agencija (FNMA, GNMA i FHLMC)²³². Poslednjih godina državno sponzorisane privatne hipotekarne agencije u SAD (FNMA i FHLMC), o kojima će biti više reči kasnije, suočile su se sa svojevrsnim sukobom interesa, jer su prinuđene da služe dvojnim vlasnicima. Kao državne agencije, trebalo je da rade u interesu države, ali kao otvorena akcionarska društva cilj je bio maksimizacija profita. Ove agencije su ostvarile neviđen rast, kreditirajući i garantujući više od polovine svih hipotekarnih kredita u SAD (preko dva trilion dolara), što je više od polovine ukupnog duga savezne države. Bankrotstvo ovih agencija tokom hipotekarne krize predstavljalo bi ogroman udar na poreske obveznike, pa su stoga nacionalizovane.

Procesi samoregulacije finansijskih tržišta najsnažnije su bili razvijeni u Velikoj Britaniji, kroz formiranje samoregulatornih organizacija sa jedinstvenim standardima profesionalnog ponašanja tržišnih učesnika, a u cilju obezbeđenja jedinstva finansijskog tržišta. Polazilo se od stava da je smisao samoregulacije sadržan u inovativnosti i inicijativnosti finansijskog biznisa, u cilju maksimizacije profita i minimizacije rizika na tržištu²³³.

Međunarodna praksa pokazuje postojanje različitih modela samoregulacije, kao i zamenu sistema samoregulacije. Ovo poslednje se dogodilo u Velikoj Britaniji, kroz dve reforme sistema regulacije, i to:

Prvom reformom (1986.) bila je stvorena "super-samoregulatorna organizacija"- Savet za hartije od vrednosti i investicije (Securities and Investment Board- SIB).

Drugom reformom (1997.) objedinjene su sve organizacije, odnosno regulatori finansijskog tržišta u jedinstven organ, koji kontroliše čitav kompleks finansijskog sistema zemlje, megaregulator- Uprava za finansijske usluge (Financial Services Authority- FSA).

²³¹ Ponovo naglašavamo značaj životnog duha i detaljnu argumentaciju nobelovca Dž. Akerlofa.

²³² Iste godine (1933), formirana je i Federalna korporacija za osiguranje depozita, koja osigurava depozite banaka i štedno- kreditnih institucija, a pojavljuje se i u ulozi stečajnog upravnika bankrotiranih banaka.

²³³ Voren Bafet ističe da "Tržište, slično Gospodu Bogu, pomaže onima, koji pomažu sami sebi".

Ovaj novi super- regulator od decembra 2001. godine kontroliše sve finansijske institucije, preko svojih posebnih pet departmana: banke, komisija za hartije od vrednosti, investicioni fondovi i berze, depozitno-klirinške institucije, osiguravajuće organizacije i penzioni fondovi. Važno je naglasiti da je ovaj jedinstveni regulator- megaregulator nedržavna i kvazidržavna organizacija sa zakonskim regulativnim kapacitetom. Megaregulator je preuzeo na sebe ranije funkcije samoregulatornih tela, a potčinjen je Ministarstvu finansija²³⁴.

Na ovaj način se otišlo "korak ispred" u odnosu na preporuke međunarodnih regulatora u oblasti bankarstva i tržišta hartija od vrednosti (BIS i IOSCO), koji predlažu zakonsko nominovanje vodećeg regulatora, prema osnovnoj delatnosti finansijske institucije, kada je reč o preplitanju kompetencija različitih regulatora.

Na osnovu snažne debate "za" i "protiv" megaregulatora, u literaturi se, kao prednosti koncepcije megaregulatora navodi: mogućnost korišćenja ekonomije obima i smanjenje rashoda megaregulatora, likvidacija konflikata interesa i stalnog trvenja između različitih regulatora, jedinstvenost prudencijalne logike kontrole i nadzora i drugo. S druge strane, kao nedostaci se ističu gubljenje kompetentnosti i snižavanje efikasnosti regulacije, različiti ciljevi regulacije u različitim sektorima finansijskog tržišta, različiti rizici-uključujući i sistemske, kao i velika podređenost Ministarstvu finansija i smanjena nezavisnost megaregulatora.

Ovde bih naglasio da je, ideja ideologa megaregulacije povezana sa porastom transnacionalnih multifunkcionalnih formi, tzv. finansijskih konglomerata i potrebom rešavanja problema upravljanja i nadzora nad njihovim poslovanjem. Tako je, u suštini, zamenjen funkcionalni (sektorski) princip regulacije (sa "vodećim regulatorom"), novim centralističkim principom ("megaregulator"), čija je, međutim, unutrašnja organizacija postavljena, takođe, po sektorskom principu. Treba konstatovati da ovaj sistem megaregulacije još nisu uvele SAD, kao i da je neophodana odgovarajuća ekonomska osnova i složenija struktura finansijskih proizvoda za stvaranje megaregulatora, visoka univerzalizacija i internacionalizacija finansijskih institucija-konglomerata, uključujući i sekjuritizaciju finansijskih proizvoda na hipotekarnom tržištu.

Može se zapaziti da se širi praksa megaregulacije u svetu, sa različitim modalitetima: potpune funkcije formulisanja pravila, ali i nadzora, imaju četiri megaregulatora (V.Britanija, Kanada, Australija i Singapur), dok samo funkcije nadzora imaju megaregulatori osam zemalja (Norveška, Danska, Švedska, Finska, Japan, Koreja, Južna Afrika i Mađarska)²³⁵.

Istovremeno, u razvijenom svetu jača tendencija megaregulatora profesionalnih učesnika finansijskog i hipotekarnog tržišta (SAD, Japan, Nemačka, Poljska, Rumunija, Bugarska, Hrvatska i dr.).

²³⁴ Već tada je MMF upozoravao na veliku odgovornost regulatora i mogući nastanak sistemskih finansijskih poremećaja: "Sistemska finansijska kriza je potencijalno opasno razaranje finansijskih tržišta, koje narušavajući efektivno funkcionisanje tržišta, može imati velike negativne povratne efekte na realni sektor ekonomije". IMF: Financial Crisis: Characteristics and indicators of vulnerability, World Economic Outlook, 1998., str. 74.

²³⁵ Jacobzone, S., Choi, C., Miguet, C. (2007) Indicators of Regulatory Management Systems. OECD Working Papers on Public Governance, 2007/4. OECD Publishing.

Sa razvojem globalnog finansijskog tržišta, nesporno raste potreba nadnacionalne regulacije u cilju smanjenja sistemskog rizika, koji se (kao epidemija) lako prenosi između zemalja. Nadnacionalna regulacija treba da obezbedi: nezavisnost regulatora, unifikaciju standarda regulacije, jedinstveno regionalno tržište i jedinstvene tehnologije izlaska na međunarodno tržište kapitala. Proces formiranja ovog tipa regulatora zahteva aktivan pristup, ali i vreme i postepenost- evolutivan pristup (primer EU).

Poslednjih godina se u literaturi razmatra koncepcija "konkurencije u regulaciji" (regulatory competition), pod kojom se podrazumeva savršena konkurencija, odnosno mogućnost izbora investitora u pogledu usluga različitih regulatornih režima, odnosno jurisdikcija regulacije (mesto registracije eurobezveznica, ofšor tehnologije i sl.). Suština je da učesnici globalnog tržišta mogu da biraju režim najefikasnije regulacije (sa najmanje troškova), tako da se pred regulatore postavlja problem borbe za deo tržišta koje regulišu, odnosno borbe za pružanje usluga regulacije na što široj teritoriji. Svakako, bitno je obezbediti zdravu konkurenciju u sferi regulatornih usluga hipotekarnog tržišta.

Na kraju, može se dati sledeća ocena: do sada se u teorijskoj literaturi regulacija finansijskog tržišta tretirala kao deo tog tržišta, sa naglaskom na razmatranje regulisanja pojedinih konkretnih pitanja. Polazilo se od pretpostavke da se regulacija tržišta hartija od vrednosti i bankarskog sektora ne razlikuju po stepenu transparentnosti, odnosno obavezi i stepenu pružanja informacija svojim klijentima. Tako su, bankarski regulatori brinuli o stabilnosti i sigurnosti, a regulatori tržišta HoV o obezbeđivanju pune informacije investitorima i akcionarima. Po našem mišljenju, danas se može govoriti o izvesnim zakonomernostima u približavanju regulatornih sistema finansijskog tržišta, uključiv i hipotekarno. Pri tome, neophodan je sistemski naučni pristup u formulisanju teorijskih osnova ukupne regulacije finansijskog sistema, a time i segmenta hipotekarnog tržišta. To nedostaje, kako razvijenim tržištima kapitala (starim više od četiri stoleća), tako i mladim razvijajućim tržištima²³⁶.

Razmatranje svetske prakse, pokazuje da postoji obilje različitih modela regulacije, koji dobro funkcionišu u uslovima različitih finansijskih sistema i tržišta. Samo u EU, gotovo, svaka zemlja članica ima svoje specifične zakone, institucije i regulatore, što zahteva odgovarajuću pravnu harmonizaciju.

Na globalnom nivou, očekuje se rast državne regulacije finansijskog tržišta u oblasti finansijskog obelodanjanja, privatnosti klijenata, ravnog igrališta za sve učesnike, kao i društvene odgovornosti²³⁷. Pa ipak, postavlja se pitanje mogućnosti harmonizacije pravnog sistema sveta za regulaciju zajedničkog globalnog finansijskog i hipotekarnog tržišta. Čini se da zajednički napori, mogućnosti i daleke perspektive nisu toliko sporni, koliko brojne razlike tradicija, pravnih sistema, stupnja razvoja i slično, a naročito velike razlike interesa.

Konačno na osnovu svega iznetog, dolazimo do nedvosmislenog zaključka: nema, ni približno, efektivnog hipotekarnog tržišta, bez efektivne državne regulacije, odnosno adekvatne pravne osnove i profesionalnog delovanja regulatora.

²³⁶ Ostaje "večno pitanje" odnosa regulatornih stega i slobode inovacija. Motivisani profitom, učesnici hipotekarnog tržišta su uvek "za korak brži" od svojih kontrolora- birokrata, koji tek kasnije vide zaobilaženje zakonske regulative.

²³⁷ P Rose, P., Marquis, M. (2011) Financial Institutions and Markets, New York. Irvin. str. 820.

4.3. Tipovi i osiguranje rizika na hipotekarnom tržištu

Savremene tendencije razvoja globalnog hipotekarnog tržišta demonstrirale su snagu promena, čiji su osnovni atribut rizici. Kardinalno ubrzanje promena na hipotekarnom tržištu označilo je još brži rast povezanih rizika. Naglašavamo da rizici rastu zajedno sa rastom i uspehom tržišta, ali ih u jednom momentu preteču, kada nastaju nestabilnost i krize²³⁸.

Međutim, rizici nisu uslovljeni samim objektivnim promenama, već neizvesnošću tržišnih promena. Dakle, rizici predstavljaju neizvesnost i verovatnoću nastanka štete ili koristi, koju tržišni učesnici mogu da ostvare, kao rezultat nastupanja određenih događaja²³⁹. Reč "rizik" je postala izuzetno frekventna, kao sinonim reči "verovatnoća" ili "defolt". Treba reći da postoje rizici- opasnosti, ali i rizici- šanse da se ostvari profit²⁴⁰. Prirodno, bez rizika, ne bi bilo ni samog tržišta. Može se reći da su rizici savremenog hipotekarnog tržišta postali, ustvari, novi resursi toga tržišta, koji imaju svoju prirodu, ulogu i mehanizme efektivnog ispoljavanja, kao i zakonomernosti upravljanja.

Tražeći puteve i metode uvećanja profita, kreditori i investitori na savremenom hipotekarnom tržištu suočavaju se sa novim, raznovrsnim i sve većim rizicima-opasnostima, koji ugrožavaju njegov stabilan razvoj. Ranije, u tradicionalnom hipotekarnom modelu, rizike su nosili kreditori, a danas su rizici rasuti među brojnim učesnicima globalnog finansijskog tržišta. To postavlja nova pitanja profesionalcima, od same filozofije rizika, preko svesti o njihovom postojanju, do kreiranja posebne ideologije i poslovne kulture identifikacije i upravljanja rizicima²⁴¹.

Osnovni rizici, povezani sa specifičnostima hipotekarnog tržišta, kao i promenama makroekonomskih, političkih, socijalnih i drugih uslova, menjaju parametre u izuzetno dugom "životnom veku" hipotekarnih kredita. To zahteva i odgovarajuće inovirane metode upravljanja i minimiziranja rizika, pronalaženjem optimuma između potencijalnog dobitka i verovatnoće gubitka²⁴².

Zbog izražene specifičnosti hipotekarnih rizika, neophodna je posebna pažnja regulatora pri definisanju standarda kreditiranja, kao i obezbeđivanja garancija i osiguranja, uz druge mere državne podrške. Kreditne institucije moraju da organizuju svoj menadžment ovim rizicima, kod svih instrumenata kreditiranja na primarnom tržištu, od hipoteke do osiguranja celog kreditnog procesa. Postoje, snažni rizici hipotekarnih hartija od vrednosti na sekundarnom tržištu (emisioni, portfeljni, likvidnosni, kreditni, rizik alternativnog izbora, rizik smanjenja vrednosti hipoteke, rizik dividende akcionarskog

²³⁸ Za poslednje četiri decenije lokalne ili sistemske krize pojavile su se u više od 100 zemalja sveta.

²³⁹ Videti kod Ivanović, P. (2009) Upravljanje rizicima u bankama. Beograd. Beogradska Bankarska Akademija. str. 1.

²⁴⁰ Treba praviti razliku između rizika i štete. Rizik je mogućnost štete. Dugo su rizici posmatrani iz ugla neizvesnosti i verovatnoće gubitka, a ne i kao rizici- šanse.

²⁴¹ O upravljanju rizicima u islamskom bankarstvu videti uticajan rad Hanić, H., Hanić, A. Risk Management in Islamic Banking in: Kočović, J. at al. Editors (2016) Risk Management in the Financial Services Sector. Beograd. Ekonomski fakultet.

²⁴² Svedoci smo kraha finansijskih institucija, zbog odsustva strategije u borbi sa rizicima. Ali onaj ko ne preuzima rizike, ne može da očekuje dobit. Preuzimanjem rizika, banke (u stvari) prave novac.

kapitala, inflacioni, tržišni i drugi). Takođe i rizici sekjuritizacije. Mnogi od ovih rizika imaju karakter opštih rizika, a karakteriše ih međusobna isprepletanost i međuzavisnost (neposredna ili posredna). Takođe, postoje i specifični rizici (rizik prevremene otplate, rizik smanjenja cene hipoteke i sl.).

Ovde bih posebno podvukao da upravljanje rizicima na hipotekarnom tržištu podrazumeva integrativan pristup, koji podržava adekvatan odnos rizik- profit. Sam režim sistemskog upravljanja rizicima mora biti usmeren na odvratanje, minimizaciju, lokalizaciju i likvidaciju ili transformaciju rizika u nove mogućnosti i šanse učesnika hipotekarnog tržišta, korišćenjem više metoda, mehanizama i instrumenata regulacije, korporativnog upravljanja i risk- menadžmenta.

4.3.1. Tipovi hipotekarnih rizika

Postoji opsežna strana i domaća literatura o rizicima u bankarskom poslovanju, ali je manje pažnje posvećeno istraživanju rizika svih ostalih učesnika na složenom hipotekarnom tržištu²⁴³. Mi polazimo od premise da se finansijski rizici pojavljuju u svim fazama hipotekarnog finansiranja i da zahvataju sve subjekte hipotekarnog procesa (štediša, korisnike kredita, banke, hipotekarne agencije, investitore i dr.), o čemu ćemo ovde izneti stavove²⁴⁴.

U savremenoj literaturi, navode se različite sistematizacije više desetina vidova rizika. Za naše istraživanje hipotekarnog kreditiranja i investiranja u hipotekarne hartije od vrednosti, poseban značaj ima sledećih pet tipova rizika: 1) kreditni, 2) kamatni, 3) likvidnosni, 4) rizik prevremene otplate i 5) operativni rizik, koje prikazuje naredna slika. Ostali specifični rizici (deviznog kursa, vrednosti hipoteke, rizik vlasništva, rizik plaćanja, rizik oporezivanja, tržišni rizik, rizik zemlje i drugi), mogu se, kao sastavni elementi, uklopiti u osnovne hipotekarne rizike²⁴⁵.

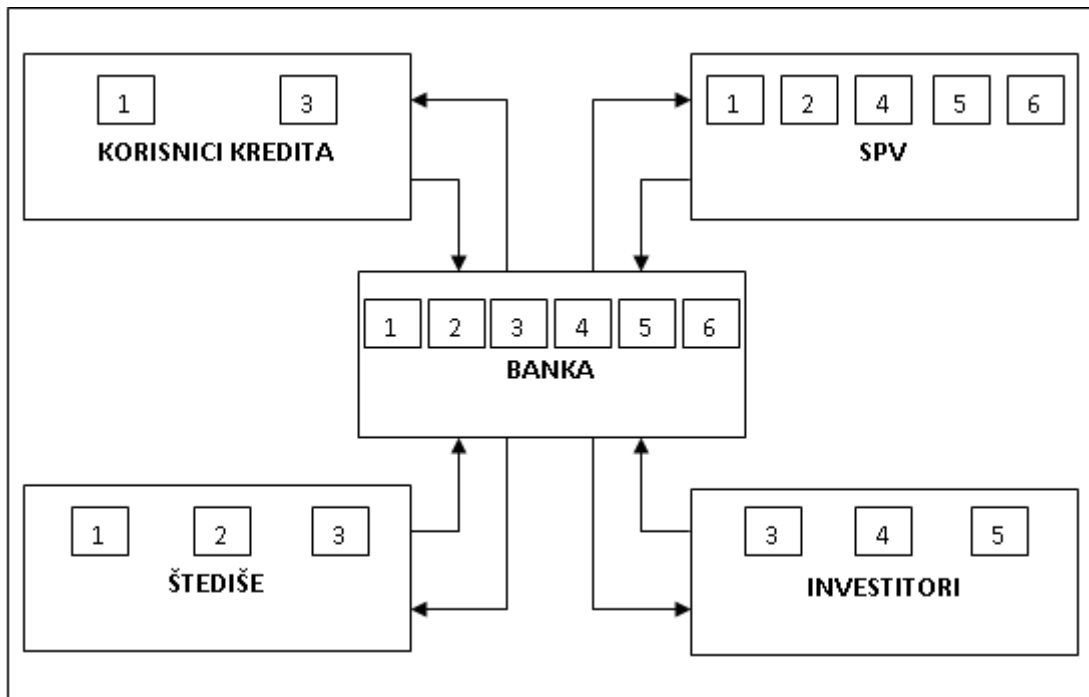
Ovde, se najpre, ukratko koncentrišemo na rizike fizičkih lica (štediša za stan i korisnika hipotekarnih kredita):

- Rizici hipotekarnog štediša- potencijalni zajmotražilac, koji prikuplja sredstva ličnog učešća za hipotekarni stambeni kredit, ulaže sredstva na štedni račun u banci, pri čemu se suočava sa najmanje tri rizika: (1) kamatni rizik, za slučaj smanjenja varijabilnih kamatnih stopa po štednim depozitima, (2) kreditni rizik, potencijalni gubitak štednog uloga zbog propasti banke, mimo iznosa garantovanog od strane države, (3) devizni rizik, za uloge u nacionalnoj valuti, za slučaj njene depresijacije i drugo.

²⁴³ Dale, R. (1998) Risk and Regulation in Global Securities Markets. John Wiley and Sons.

²⁴⁴ Reč je o živim hipotekarnim organizmima na realnom hipotekarnom tržištu, na kome neprestano kruže različiti virusi rizika.

²⁴⁵ Videti Fabozzi, F.J. (2004) Bond Markets, Analysis and Strategies. New Jersey. Prentice Hall. str. 312 i 346; Ćirović, M. (2006) Bankarstvo, Drugo inovirano izdanje, Beograd:ECPD, str. 365; Đukić, Đ. (2011) Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama. CID EF. Beograd. str. 199.



Legenda: 1) Kamatni, 2) Kreditni, 3) Devizni, 4) Likvidnosni, 5) Reinvestirajući, 6) Operativni rizik

Slika 18: Bazični rizici učesnika hipotekarnog tržišta

- Rizici hipotekarnog dužnika- kreditu obračunatom po dvovalutnom sistemu, sa promenljivom kamatnom stopom: (1) kamatni rizik, kao posledica disharmonije zarade dužnika i tržišne kamatne stope, što kao posledicu ima angažovanje većeg iznosa mesečne zarade za otplatu kredita, nego što je bilo dato prvobitnim amortizacionim planom, (2) devizni rizik, povezan sa izmenama kursa nacionalne valute u odnosu na devizni ekvivalent (EUR, CHF, i dr.), obzirom da su zarade dužnika u domaćoj valuti²⁴⁶.

Posebno su teški specifični rizici hipotekarnog dužnika: (1) rizik iseljenja i gubitka stana, usled nemogućnosti redovne otplate (gubitak posla, bolest i dr.), (2) rizik gubitka uloženih sredstava u kupovinu stana (lično učešće, plaćanja uglavnom kamate u prvim godinama otplate kredita i sl.), posebno u periodu drastičnog pada cena nekretnina, (3) psihološki i socijalni rizici (strah od javnog "oglasa stana na doboš" i drugo).

U nastavku dajemo detaljniju prezentaciju bazičnih rizika.

Kreditni rizik (credit risk) – rizik defolta, odnosno verovatnoća mogućeg bankrotstva dužnika, neblagovremenog vraćanja kredita sa pripadajućom kamatom, odnosno neispunjavanje obaveza od strane emitenta hipotekarnih hartija od vrednosti prema investitorima. Sa stanovišta kreditora, odnosno investitora, ova vrsta rizika je najznačajnija, zbog izostanka očekivanih novčanih tokova. Suština je, da na tržištu

²⁴⁶ O mehanizmima zaštite dužnika od navedenih rizika detaljnije u nastavku našeg istraživanja. U nekim ranijim periodima visoke inflacije i ugovorenih dinarskih bankarskih kredita dužnikov najveći zaštitnik u otplati duga bila je depresijacija domaće valute. U vezi s tim fenomenom videti moju knjigu: Janković, M. (1999) Hipotekarno tržište- razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje. Beograd. Udruženje banka i Čigoja štampa. str. 244.

hipotekarnih kredita, zajmotražilac dobija bankarski kredit u razmenu za njegovo obećanje (poverenje) da će ga otplaćivati (što ne znači da će ga faktički i otplatiti).

Kreditni rizik zavisi od eksternih faktora (makroekonomski, tržišna konjunktura i dr.), ali dominantno od interne politike i odnosa banke prema rizicima, kao i savesnosti hipotekarnog dužnika.

Kreditni rizik može imati više "nivoa", odnosno pojavnih oblika: (1) Ne izvršavanje kreditnih obaveza 90 dana nakon dospeća, (2) Kršenje ugovorenih zaštitnih klauzula, što povlači dospeće duga u celosti i pravni postupak naplate i (3) Rizik vrednosti zaloge, kada tržišna vrednost založene nekretnine padne ispod vrednosti ostatka hipotekarnog duga.

Dakle, nevraćanje pojedinih hipotekarnih kredita ili neispunjavanje obaveza po hipotekarnim hartijama od vrednosti nije neočekivana pojava. Pre se može reći da je to neizbežna ili uobičajena tržišna opasnost. Radi se samo o potrebi da se, što pre i što bolje, spoznaju faktori i metodi minimizacije rizika. U tom pogledu, na najrazvijenijem hipotekarnom tržištu (SAD) dugo je važno pravilo po kome će od 1.000 novih hipoteka, 10 zasigurno biti u defoltu (samo se ne zna kojih 10), dok je u Nemačkoj defolt bio 0,02% (od 1.000 kredita, samo 2 neće biti vraćena). Ovi nalazi baziraju se na istraživanjima miliona hipoteka od strane paradržavnih hipotekarnih, osiguravajućih i rejting agencija²⁴⁷.

Na hipotekarnom tržištu se pojavljuju hipotekarni instrumenti (kredit i hartije od vrednosti) različitog kvaliteta, odnosno stepena rizičnosti: (1) garantovani, odnosno osigurani od strane državnih agencija, kod kojih investitori ne razmišljaju o kreditnom riziku individualnih dužnika²⁴⁸, (2) negarantovani instrumenti od strane državnih agencija, koji nose rizike, kako na nivou mikrokredita, tako i na nivou pula različitih hipotekarnih kredita, gde se bitno razlikuje rejting hipotekarnih hartija od vrednosti. Analiza kreditnog kvaliteta vrši se upoređivanjem pula običnih hipotekarnih kredita sa pulom prvoklasnih hipotekarnih kredita. U ovu drugu grupu spadaju hipotekarni krediti za finansiranje stana-kuće za jednu porodicu, sa rokom vraćanja 30 godina, fiksnom kamatnom stopom i stopom kredita prema vrednosti nekretnine od 75-80%. U odnosu na prvoklasne, svi drugi hipotekarni stambeni krediti nose manje ili veće rizike.

Za operativno upravljanje kreditnim rizikom od strane kreditora, značajni su struktura i merenje kreditnog rizika. Pri tome, mogu se identifikovati tri oblika rizika, sa različitim stepenom izloženosti, verovatnoćom nastanka gubitka i mehanizmima njihovog finansiranja: (1) očekivani kontinualni (prosečni) gubitak - troškovi se pokrivaju iz prihoda kreditora, (2) neočekivani, ali predvidiv gubitak - pokriva u riziko- kapitalu, (3) tzv. stresni (nepredvidiv) gubitak – ekstremni gubitak koji banke mogu da prežive, uz zaštitu putem limitiranja veličine kredita i, u krajnjoj instanci, iz kapitala banke. Razume se, vanredni i stresni događaji su istorijski dosta retki i pojavljuju se u relativno dugim ciklusima, ali najveće finansijske institucije razradjuju (na naučnoj bazi) hipotetičke scenarije sa kvantitativnim efektima, u okviru svojih zaštitnih programa za slučaj izuzetno nepovoljnih

²⁴⁷ Bessis, J. (1998) Risk Management in Banking. Chichester. John Willey. str. 3.

²⁴⁸ Teorijski se uzima da je kredit sa 100% spoljnom garancijom nerizičan kredit. Merton i Bodie dali su (1992) formulu: Rizičan kredit + Garancija kredita = Bezrizičan kredit. Navedeno prema J Sinkey, ibid, str. 469.

budućih događaja. Manje banke se oslanjaju na približne ocene parametara kreditnog kvaliteta, odnosno kreditne sposobnosti potencijalnih klijenata.

U cilju osiguranja zaštite od kreditnog rizika, kreditori formulišu razne kombinovane upravljačke strategije, pri čemu je poenta u obezbeđivanju adekvatnog anderajtinga kredita i kontrole kvaliteta kreditnog portfelja. Zaštitne strategije uključuju kompleks mera i procedura, koje treba da neutralizuju osnovne izvore kreditnog rizika, kako sledi.

Prvo, uslovi kreditiranja (dizajn hipotekarnog proizvoda) i selekcija kreditnih zahteva, odnosno utvrđivanje kreditne sposobnosti zajmotražioca²⁴⁹:

- Manje sopstveno učešće zajmotražioca znači da hipotekarni kredit ima veći rizik, ali obezbeđuje veću dostupnost kredita građanima i veći profit kreditoru. Posebno je važna stabilnost zarada i drugih primanja zajmotražioca i njegove porodice.
- Različiti tipovi amortizacije kredita, koji odgovaraju potrebama korisnika kredita. Najmanja rizičnost je kod hipoteke sa fiksnom kamatnom stopom i jednakim mesečnim anuitetima, gde je grafik amortizacije jasan i unapred poznat. Savremeni tzv. modifikovani tipovi otplate zbog promene spoljnih uslova nose veću neizvesnost i rizik za kreditora, ali i za dužnika.
- Oblik plaćanja - rizičniji su hipotekarni krediti sa isplatom gotovinskih novčanih sredstava za izgradnju kuće, nego za kupovinu stana (u prvom slučaju je niži udeo sopstvenih sredstava i veća obaveza namenske kontrole – puštanje kredita u tranšama),
- Veličina kredita – kredit za luksuzne nekretnine, pošto premašuje standarde državnih hipotekarnih agencija, povlači veću rizičnost kredita,
- Status stanovanja – ako se kreditira prvi stan (u kome će dužnik živeti) manji je rizik, u odnosu na kreditiranje kupovine drugog stana – koji služi za preprodaju ili izdavanje,
- Tip nekretnine koja se kreditira – manje rizične su individualne kuće, nego stanovi u blokovima (gde je veća volatilnost cena i vreme ekspozicije- potrebno za prodaju stana).
- Jačanje odgovornosti za predloge odobravanja kredita, od kreditnog referenta preko službe rizika, do kreditnog odbora banke.

Drugo, ugovaranje zaštitnih klauzula (covenants), koje štite kreditora od različitih tipova rizika, ostavljajući mu pravo aktiviranja mehanizama zaštite, uz mogućnost otkaza kredita (u slučaju da dužnik krši ugovornu obavezu), bez bilo kakvih pravnih barijera.

Treće, adekvatnost sredstava obezbeđenja potraživanja (hipoteka I reda, pravna perfektnost, procena tekuće vrednosti nekretnine- veći LTV, osiguranje i garantovanje kredita i sl.) bitno umanjuje kreditni rizik i zbog toga se zahteva stalni monitoring nekretnine i dužnika, u svim fazama kredita (pad cena nekretnina povećava kreditni rizik).

²⁴⁹ Nove tendencije razvoja podrazumevaju više metodoloških pristupa integrativnom upravljanju rizicima, uključujući i sistem "Upoznaj svog klijenta" (Know Your Client). Nadzorni organi pridaju sve veći značaj dubini, blagovremenosti i tačnosti informacija o perspektivi rizika postojećih i potencijalnih klijenata.

Četvrto, uvođenje sistema limita, kojima se definiše gornja granica hipotekarne zaduženosti fizičkog lica.

Peto, kreditori i investitori obezbeđuju diversifikaciju svojih portfelja, po grupama rizika i poznatoj izreci "nikada sva jaja u jednu korpu", što umanjuje rizičnost portfolija, obzirom da svi rizici ne nastupaju istovremeno.

Šesto, posebno treba imati u vidu adekvatnost strategija zaštite, u kontekstu trenda porasta kreditnog rizika, pri čemu savremeni menadžment rizika, mora obezbediti stalni monitoring, odgovarajuće klasifikacije hipotekarne aktive (posebno problematične kredite) i nužne rezervacije za potencijalne gubitke, što sve utiče na vrednost kreditnog portfolija i kapitala banke. Pri tome, menadžment treba da prožima sve upravljačke nivoe banke, odnosno investitora i profesionalnih učesnika hipotekarnog tržišta. Naglašavamo da klasifikacija aktiva predstavlja bazični instrument upravljanja rizicima, da banke same klasifikuju aktivu, vodeći računa o utvrđenim standardima od strane regulatora. Politika rezervacija potencijalnih kreditnih gubitaka zasniva se na međunarodnim standardima kategorija hipotekarne aktive²⁵⁰.

Kamatni rizik (interest rate risk) označava rizik smanjenja profita kreditora, kao posledica negativnog uticaja promene kamatnih stopa tokom perioda otplate dugoročnih hipotekarnih kredita. Po svojoj prirodi, kamatni rizik je spekulativni finansijski rizik, pošto promene kamatne stope mogu dovesti i do profita. Verovatnoća otplate uzetog kredita uslovljena je asimetričnošću informacija, odnosno specifičnim motivima i ponašanjima klijenata na tržištu hipotekarnih kredita, koji se u literaturi, označavaju kao: a) negativna selekcija (adverse hazard), motivi zajmotražioca pre odobravanja kredita i b) moralni hazard (moral hazard), rizik banke posle davanja kredita, zbog promene, odnosno amoralnosti korisnika u fazi dugoročne otplate hipotekarnog kredita.²⁵¹

Moguće je govoriti o najmanje četiri izvora rizika kamatne stope.

Prvi Izvor kamatnog (i inflacionog) rizika proističe iz rizika u tajmingu, odnosno vremenskoj nesinhronizaciji promena kamatnih stopa na depozite i kredite. Inflacija formira disparitet između nominalne i realne kamatne stope- promena krive dohodovnosti (u bilansu "koridor dohodovnosti") po najdugoročnijem među svim dugovnim instrumentima, tako da se njegova cena može menjati u pravcu, koji je suprotan kretanju inflacije i tržišnih kamatnih stopa.

Drugi izvor rizika kamatne stope je promena cena zbog neizbalansiranosti ročne strukture aktive i pasive- duži rokovi kredita od rokova izvora sredstava, te su kreditori primorani, ne samo na različite kamatne stope, već i različitu dinamiku- intervale korekcije kamatnih stopa. U periodima rasta tržišnih kamatnih stopa brže se koriguju kamate na sredstva, nego na kredite.

Ekstremni slučajevi su kada stopa inflacije nadmaši nominalne kamatne stope po hipotekarnim kreditima (fenomen realno negativnih kamatnih stopa i negativne amortizacije duga), što vodi kreditora u kapitalni gubitak (ne samo prihoda, već i supstance). Ovde se radi o složenom odnosu uticaja (prelivanja) kamatnog rizika na

²⁵⁰ Đukić, Đ. (2011) Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama. CID EF. Beograd. str. 25.

²⁵¹ Mishkin F.S. (2004) The Economics of Money, Banking and Financial Markets. New York. Pearson. str. 69.

kreditni rizik. Pri tome, kreditor ne može da podiže kamatne stope na kredit do beskonačnosti, jer bi se ugrozila kreditna sposobnost dužnika da vrati i osnovni dug. S druge strane, rešenje nije ni u smanjivanju kamatnih stopa na kredite, samim tim i na depozite, jer bi se ugrozio osnovni motiv štednje, odnosno resursi hipotekarnog kreditiranja, kao i profitabilnost kreditora.

Treći izvor kamatnog rizika je bazni rizik, koji nastaje kao rezultat nesavršene korelacije pri regulisanju kamatnih stopa, koje se utvrđuju prema različitim parametrima (LIBOR, cena državnih obveznica, referentna stopa centralne banke i dr.).

Četvrti izvor rizika kamatne stope povezan je sa opcijama- npr. pravo prevremene otplate hipotekarnog kredita, bez sankcija, koje dovodi do ročne promene u bilansu aktive i pasive²⁵².

Analitički posmatrano, teorija i praksa su kreirale tri modela merenja kamatnih rizika: revalorizacioni, model ročnosti i model duracije)²⁵³.

U pogledu smanjenja, odnosno strategije zaštite od kamatnog rizika, najvažniji su novi ugovorni mehanizmi promenljivih kamatnih stopa po definisanoj dinamici revizije i repornoj kamatnoj stopi, radi usklađivanja sa tržišnim kamatnim stopama. Za smanjenje kreditnog rizika je utoliko bitnija monetarno- kreditna politika centralne banke, koja održava relativno stabilan nivo cena na dugi rok.

Pri tome, posebnu ulogu ima politika deviznog kursa, odnosno minimizacija valutnog rizika kreditora, što se postiže ugovaranjem tzv. "devizne klauzule" po hipotekarnim kreditima u zemljama u tranziciji (koje su osetljive na inflacioni-kamatni i devizni rizik)²⁵⁴. Od posebnog značaja je obaveza banaka da iskazuju, pored nominalne, posebno, efektivnu kamatnu stopu po hipotekarnim kreditima, koja uključuje sve troškove kreditiranja (kamata, naknada i dr.), koji padaju na teret dužnika.

Pošto su različiti tipovi rizika međusobno povezani (zavisni), visok kamatni rizik (neočekivana promena kamatnih stopa) može isprovocirati kreditni rizik (nevraćanje kredita) i rizik likvidnosti (nemogućnost izmirivanja obaveza banke) i dovesti do drugih specifičnih hipotekranih rizika.

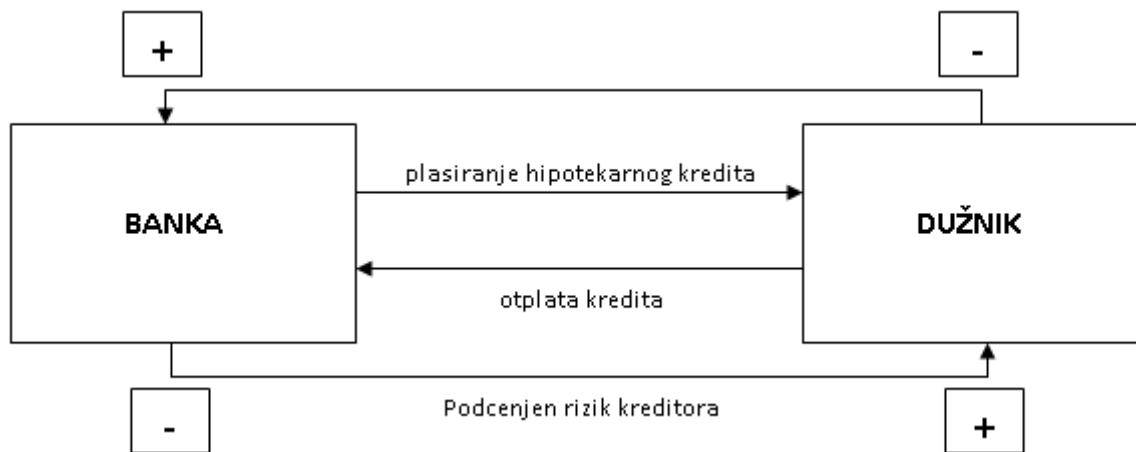
Po pravilu, u uslovima stabilne ekonomije najizraženiji je kreditni rizik, dok je u tranzicionim ekonomijama sa nestabilnom inflacijom najopasniji kamatni rizik, koji može dovesti i do realno negativnih kamatnih stopa ili do multiplikativne (efektivne) kamatne stope iznad inflacije, koja omogućava banci da preživi, ali ugrožava dužnike po hipotekarnim kreditima²⁵⁵.

²⁵² Opširnije u Basel Committee. Principles for the management and supervision of interest rate risk - final document. Publications No. 108. (2004)

²⁵³ Opširnije Ćirović, M. (2006) Bankarstv. Beograd. ECPD. str. 365.

²⁵⁴ Ćirović, M. (2006) Devizni kursevi. Beograd. Bridge Company.

²⁵⁵ Treba imati u vidu da se banka neprestano nalazi u dvostrukoj ulozi: kreditora (dajući kredite) i kreditiranog subjekta (prikupljajući depozite), tako da je kvalitet upravljanja aktivom i pasivom od presudnog značaja.



Legenda: + dopunski dohodak

- gubitak dohotka

Slika 19: Neadekvatna procena rizika kamatne stope i preraspodela dohotka

Izvor: Autor

Adekvatan obračun rizika kamatne stope, odnosno ukupna izbalansiranost aktive i pasive banaka je od izuzetne važnosti, kako za kreditora (banku), tako i za kreditiranog (dužnika). Nepravilna ocena parametara rizika vodi alternativnim gubicima dohotka: ili zajmodavca ili zajmoprimca, pri čemu postoji simetrija- koliko jedna ugovorna strana dobije, za toliko druga strana izgubi dohotka, što ilustruje slika 21.

Najviše rukovodstvo (upravni odbor) nosi generalnu odgovornost za strategiju, nadzor i kontrolu ovih rizika, u skladu sa uspostavljenim limitima i preporukama Bazel II²⁵⁶.

Likvidnosni rizik bitno utiče na poverenje i stabilnost bankarskog sistema. Teorijski i empirijski je potvrđen stav da je poštovanje principa likvidnosti uslov poslovanja i opstanka svake banke. Izvori i uzroci rizika likvidnosti mogu biti promena tržišne konjunktura, kamatnih stopa i deviznog kursa, masovno povlačenje štednih uloga i depozita, kao i neadekvatna usaglašenost i kontrola aktiva i pasiva banke.

Za likvidnost je bitan stepen utrživosti aktiva. Nelikvidnu aktivu (npr. nekretnine) karakteriše nemogućnost brze realizacije na tržištu, bez bitnog umanjenja vrednosti²⁵⁷.

Ključno pitanje i neophodan uslov upravljanja rizikom likvidnosti tiče se kreiranja mehanizama refinansiranja, odnosno širine i dubine sekundarnog hipotekarnog tržišta. Aktivno sekundarno tržište imaju, državne hartije od vrednosti, zatim hipotekarne hartije od vrednosti državnih agencija i hipotekarne dužničke obveznice.

Bankarski zakoni definišu brojne zahteve i limite likvidnosti. Bankarski menadžment rizikom likvidnosti zahteva detaljno planiranje i analizu očekivanih novčanih tokova, kao i razradu strategija diversifikacije, odnosno mobilizacije novčanih sredstava iz više različitih izvora: postojeći portfelj likvidnosti, postojeće rezervne kreditne linije, novi

²⁵⁶ U principu, na tržištu hipotekarnih kredita postoje dva tipa dužnika: sigurni (koji uredno vraćaju kredite) i nepouzdana (koji često s umišljajem ne vraćaju kredite), što može dovesti i do problema kreditnih organizacija.

²⁵⁷ Fabozzi, F. (1995) Investment Management. str. 140.

depoziti, pozajmljivanje sredstava na osnovu zaloge, prodaja aktiva, pozajmljivanje sredstava od centralne banke i slično²⁵⁸.

Smatra se da efektivno upravljanje rizikom likvidnosti treba da obezbedi utrživost aktive, odnosno da generiše sredstva, potrebna za izmirivanje ugovornih obaveza i obaveza prema deponentima, po razumnoj ceni u bilo koje vreme²⁵⁹.

Efektivnost upravljanja ovim rizikom podrazumeva korišćenje više metoda: čisto refinansiranje, dostup finansijskom tržištu i pažljivo planiranje više scenarija za slučaj nepredviđenih situacija. Obezbediti likvidnost za postojeće klijente je pitanje profesionalne časti i stabilnosti banke. Efektivno upravljanje likvidnošću daje mogućnost banci da ne rasprodaje imovinu hitno i po neprihvatljivo niskim cenama i time unosi dopunsku nestabilnost.

Razumno upravljanje likvidnošću obezbeđuje da banka ne traži često i ne zloupotrebljava mogućnost i privilegiju da može pozajmljivati od centralne banke. U suprotnom, to je signal za rast nepoverenja na finansijskom tržištu, a time i za pojačan nadzor i preduzimanje sankcija centralne banke, za šta postoji mnogo primera, naročito u vremenima krize.

Tendencije regulacije i nadzora likvidnosti obično zaostaju za tržišnim tendencijama i kretanjima, pa je i u ovoj sferi nužna globalna koordinacija i standardi nadzora.

Rizik prevremene otplate spada u širu oblast tzv. rizika alternativnog izbora. U sistemu hipotekarnog kreditiranja i zajmotražilac i kreditor imaju alternative u pogledu izbora uslova kredita. Tako, dužnik ima mogućnost i pravo da vrati hipotekarni kredit (u celini ili delimično) pre konačnog roka otplate. Očigledno, pri padu kamatnih stopa, dužniku je povoljnije da refinansira kredit kod drugog kreditora, ukoliko su efekti sniženja kamatnih stopa veći od troškova refinansiranja. Pri tome, postoji i obratna veza: porast prevremene otplate povlači sniženje kamatnih stopa. Sa druge strane, kreditor ima pravo da periodično menja kamatne stope po datim kreditima ili menja model amortizacije (odnos otplate i kamate). U suštini, alternativni izbor označava neravnotežu odnosa - ono što je povoljno (manje rizično) za dužnike, nepovoljno je za kreditora, i obrnuto. Razume se, kreditor ima mogućnost pokrića svoga gubitka (nižeg prinosa), kroz ugovaranje adekvatne naknade za alternativni izbor, odnosno prevremenu otplatu, kao i kroz zaštitne klauzule (npr. da se kredit ne može otplatiti u prvih nekoliko godina i sl.).

Ovaj rizik zavisi od očekivanog kretanja kamatnih stopa i izbora dužnika (u granicama slobode definisane ugovorom) i vrlo ga je teško predvideti i izmeriti. Postoji više modela ocene verovatnoće prevremenog vraćanja kredita. Standardni PSA model pokazuje da verovatnoća prevremenog vraćanja raste 0,2% mesečno tokom prvih 30 meseci života kredita (kada dostiže 6%) i zatim ostaje nepromenjena do krajnjeg roka vraćanja²⁶⁰. Pri prevremenoj otplati hipotekarnih kredita, kreditor gubi deo planirane kamate, jer u slučaju pada kamatnih stopa, nema mogućnost da plasira sredstva (reinvestira) po ranijoj kamatnoj stopi. U periodima rasta tržišnih kamatnih stopa, manji je rizik prevremene otplate kredita.

²⁵⁸ Sinkey, J. (2002) Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry. New Jersey. Prentice Hall. str. 651.

²⁵⁹ Ćirović, M. (2006) Bankarstvo. Beograd, ECPD. str. 323.

²⁶⁰ PSA model je razradila Društvena asocijacija za hartije o vrednosti (Public Securities Association).

Odstupanje u praksi od ugovorenog plana amortizacije hipotekarnog kredita, odnosno prevremena otplata je zaista česta pojava. Statistike u SAD pokazuju da se hipotekarni krediti odobreni na 30 godina, vrata znatno brže, prosečno za 12,5 godina. Na to utiče više faktora: (1) Prodaja kreditiranog objekta (zbog promene lokacije-mesta zaposlenja, kupovine većeg stana usled proširenja porodice, kupovine dva manja stana zbog razvoda ili razdvajanja porodičnog domaćinstva i sl.), (2) Nemogućnost mesečnog servisiranja kredita (kada se kreditor prevremeno naplaćuje iz prodajne cene stana), (3) Uništenje kreditiranog objekta u požaru, poplavama i slično (kada se kreditor naplaćuje od osiguravajućeg društva), (4) Prevremeno vraćanje kredita, kao i priliv sredstava od egzekucije hipoteke otežava planiranje budućih novčanih tokova, kao i kod modifikovanih tipova otplate, kako za kreditora, tako i za investitora.

Ovde posebno naglašavamo, da su u SAD zakonom ukinute sankcije za prevremenu otplatu stambenih kredita stanovništvu i da je, zbog toga, ovaj rizik relativno visok²⁶¹.

Rizici, uz kompleks drugih faktora utiču na cenu bankarskog hipotekarnog kredita i njenu strukturu. U osnovi, radi se o eksternim i internim faktorima. Prvu grupu faktora karakterišu ekonomski, socijalni, politički i pravni (zakonodavni) uslovi, pri čemu je bitno stanje finansijskog tržišta i uslovi konkurencije. Druga grupa faktora vezana je za unutrašnje kalkulacije banke, po više strukturnih elemenata: 1) cena pribavljenih sredstava za hipotekarno kreditiranje, 2) rizici hipotekarnog kreditiranja- kreditni, kamatni i prevremene otplate, 3) administrativni rashodi i profit banke.

Beleži se značajna globalna tendencija velikih razlika u troškovima, zavisno od načina mobilizacije resursa i tipa kreditora. Tako hipotekarne banke imaju znatno niže troškove od depozitnih institucija (nemaju mrežu ekspozitura i ne rade sa ulozima, računima i depozitima građana i pravnih lica, već su se specijalizovale na davanje i opsluživanje hipotekarnih kredita na bazi resursa sa tržišta kapitala)²⁶². Treba istaći rizike prevremene otplate za investitore u hipotekarne hartije od vrednosti, zbog priliva od otplate glavnice i kamate po kreditu²⁶³. Zbog navedenog rizika, investitori traže viši prinos, kao kompenzaciju za taj rizik, odnosno nižu cenu hipotekarne hartije, u čijoj osnovi je kredit koji se prevremeno otplaćuje²⁶⁴.

Obračun osnovne strukture cene hipotekarnog kredita (kamatne stope) daje se u hipotetičkom primeru u tabeli 6.

Razume se , ovaj uslovni primer daje osnovne komponente strukture kamatne stope, gde dominantno mesto zauzima bazna kamatna stopa, po kojoj se pribavljaju sredstva za hipotekarno kreditiranje, koja je uvećana za nešto više od 50%, kako bi se pokrili dominantni troškovi, profit kreditora i osnovni rizici. U stvarnosti, metodologija obračuna je dosta kompleksnija i uključuje značaj spoljnih faktora, posebno stanje tražnje na hipotekarnom tržištu i aktuelne ponude od strane konkurencije kreditora.

²⁶¹ U Nemačkom zakonodavstvu hipotekarni dužnik nema pravo prevremenog vraćanja kredita, ni u celini, ni delimično.

²⁶² Prosečna veličina administrativnih troškova hipotekarnih kreditora, odnosno dodatak na baznu vrednost, kod depozitnih institucija je veći za skoro deset puta, u odnosu na hipotekarne banke.

²⁶³ Ukazujemo na suštinsku razliku u odnosu na obične obveznice, po kojima se glavnica ne plaća do konačnog roka dospeća (već samo kamata).

²⁶⁴ Rose, P., Marquis, M. (2011) *Financial Institutions and Markets*, New York. Irvin. str.233.

Tabela 6: Elementi strukture cene hipotekarnog kredita

Redni broj	Elementi	Vrednost (%)
1	Osnovna kamatna stopa na sredstva	1,50
2	Administrativni troškovi	0,50
3	Profit	0,50
4(1+2+3)	Ukupno-troškovi i profit banke	2,50
5	Kreditni rizik	0,50
6	Kamatni rizik	0,25
7	Rizik prevremene otplate	0,25
8(4+5+6)	Ukupni rizici	1,00
9(4+8)	Ukupna kamatna stopa	3,50

Izvor: Autor

Operativni rizik predstavlja posebnu grupu nefinansijskih rizika. Bazel II, opredeljuje operativni rizik, kao "rizik gubitka, koji nastaje usled neadekvatnih ili pogrešnih unutrašnjih poslovnih procesa (procedura), ljudi i informacionih sistema ili od spoljnih događaja"²⁶⁵. Operativni rizik uključuje i pravni (zakonski) rizik, ali se ne ograničava samo na sankcije ili gubitke, koji proizilaze iz mera nadzornih organa. Po mišljenju Bazelskih istraživača i eksperata operativni rizik čini 12- 20% kapitala banaka i njegova veličina raste poslednjih decenija.

Operativni rizici zavise od opšte poslovne strategije banke, adekvatnosti njene organizacije (odvajanje front offica od middle i back offica), saglasnosti politike banke i njenih internih procedura i dokumentacije, kao i kvaliteta korporativnog upravljanja, internih i eksternih prevarnih radnji, zloupotrebe poverljivih informacija i zloupotreba računa klijenata, pada ili blokade kompjuterskih sistema i sistema veza, ljudske pohlepe i nemoralnog ponašanja (basnoslovni bonusi menadžera, insajderske informacije, kriminal i drugo). Iz tih razloga, sve više naučnika i analitičara, operativne rizike smatra jednim od glavnih uzroka bankarskih teškoća i kriza, uključujući i aktuelnu globalnu finansijsku krizu²⁶⁶.

Pravni rizik, kao poseban vid operativnog rizika, ima veliki značaj u kontekstu tzv. rizika komplajnsa, koji Bazel II definiše kao rizik od zakonskih ili regulatornih sankcija, materijalnog i finansijskog gubitka ili gubitka reputacije, zbog neprilagođavanja zakona, pravila i standarda samoregulatornih organizacija i kodeksa ponašanja, koji se primenjuje u bankarskoj industriji i na tržištu hartija od vrednosti²⁶⁷.

²⁶⁵ Kompleksna analiza operativnih rizika u bankarstvu može se naći kod Matić V. (2008) Operativni rizici. Beograd. Institut za poslovna istraživanja MBA.

²⁶⁶ Videti citirane radove Barth, J., Akerlof, J., Krugman, P. i dr.

²⁶⁷ Udruženje banaka Srbije (2007) Komplajns- Korporativno upravljanje. Jugoslovenski pregled. str. 3. prevod dokumenta Basel Committee on Banking Supervision (2005) Compliance and Compliance Function in Banks.

Kompleksnu uporednu analizu korporativnog upravljanja, sa tri agencijska problema videti u Vasiljević, M. (2007) Korporativno upravljanje- pravni aspekti. Beograd. Pravni fakultet.

Problem kod operativnog rizika je u tome što ne postoji jasna linija razgraničenja između identifikacije ovog rizika od njegovog merenja (procene) i upravljanja, kao kod navedenih finansijskih rizika. Ova okolnost ima za praktičnu posledicu zamke, skrivene rizike i izbegavanje prave operativne i upravljačke kontrole banaka, što je dovelo do višegodišnjeg gomilanja gubitaka. To pokazuju primeri gubitaka transnacionalnih banaka, zbog prevara u trgovanju ili prevara u procenama vrednosti portfelja, tokom poslednjih godina.

Pošto su operativni rizici manje predvidivi od drugih rizika, pojavljuje se i problem u radu regulatora i supervizora, koji zahteva od banaka dnevno praćenje ovih rizika i efikasno upravljanje, uz razvijanje mehanizama i metoda minimizacije ovih rizika i adekvatan obračun kapitala za pokriće ovih rizika.

4.3.2. Osiguranje rizika na hipotekarnom tržištu

Razvoj brojnih specifičnih rizika na hipotekarnom tržištu zahtevao je i razvoj odgovarajućeg sistema osiguranja i garantovanja, kao uslov sine qua non funkcionisanja hipotekarnog tržišta. U tom smislu, beleži se tendencija brzog razvoja, kako privatnog, tako i državnog osiguranja. Jedna od savremenih tendencija na globalnom finansijskom tržištu je razvoj tzv. bankoosiguranja²⁶⁸. Radi se o razvoju gigantskih institucija, koje pružaju integrisane finansijske usluge.

Hipotekarno osiguranje, kao noviji proizvod osiguranja, obezbeđuje zaštitu kreditora i/ili investitora od gubitaka, koji nastaju neispunjavanjem obaveza dužnika po kreditu, a čija vrednost zaloge nekretnine, kao primarno obezbeđenje, nije dovoljna da pokrije potraživanja kreditora²⁶⁹.

Osnovni ciljevi osiguranja hipotekarnih stambenih kredita mogu se svesti na sledeće: (1) stvaranje uslova za kvantitativno širenje i kvalitativni razvoj hipotekarnog tržišta (primarnog i sekundarnog), (2) povećanje udela kredita u sistemu finansiranja nekretnina, (3) povećanje dostupnosti hipotekarnih kredita i porodicama sa niskim dohocima i mladim porodicama, (4) pokrivanje uvećanih rizika i potencijalnih gubitaka kreditora, zbog povećanja relativnog odnosa kredita prema vrednosti založene nekretnine (i do 100%), (5) stvaranje uslova za sniženje kamatnih stopa, i dr.

Ističemo da hipotekarno osiguranje kredita predstavlja sekundarno, tj. pokriće "gornjeg sloja", u ukupnom sistemu instrumenata obezbeđenja potraživanja. Istovremeno, ovo osiguranje ima značajne koristi, ne samo za kreditore i investitore, već i za zajmotražioce, a time i za hipotekarno tržište u celini. Osnovni odnosi i uslovi osiguranja definišu se ugovorima, na osnovu specifičnih zakonskih propisa, odnosno standarada državnih hipotekarnih agencija- korporacija.

²⁶⁸ Sinkey, J. (2002) Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry. New Jersey. Prentice Hall.

²⁶⁹ Kofner, S. (2007) Hedging mortgage default risk with mortgage insurance: A model for Europe. Housing Finance International. No 6.

Postoji više tipova obaveznog osiguranja pri hipotekarnom kreditiranju, kako dužnika (lično osiguranje), tako i nekretnine (imovinsko osiguranje), i to: (1) Lično osiguranje dužnika uključuje osiguranje života (za slučaj smrti), zdravlja, gubitka radne sposobnosti-uz osiguravajuću polisu preuzimaju se hipotekarne obaveze²⁷⁰, (2) Osiguranje imovine (vlasništva nekretnine), kao zaloge za kredit, (3) Osiguranje vrednosti zaloge- zbog rizika da nekretnina izgubi na vrednosti tokom vremena, odnosno zbog grešaka u proceni vrednosti nekretnine (ne procenjivanje volatilnosti cena savremenim metodama i sl.), (4) Obavezno osiguranje objekta zaloge od požara, loma stakla, elektro i vodovodne instalacije i drugo.

Konačno, najvažniji vid hipotekarnog osiguranja odnosi se na osiguranje samih hipotekarnih finansijskih instrumenata (kredita i hipotekarnih hartija od vrednosti), kod osiguravajućih kompanija, u cilju zaštite interesa banaka i investitora. Kreditore pažljivo biraju renomirana osiguravajuća društva (privatna i državna), čije polise prihvataju pri odobravanju hipotekarnih kredita, što ilustruje sledeća tabela.

Tabela 7: Uporedne karakteristike osiguranja hipotekarnih instrumenata privatnih kompanija i državne FHA u SAD

Karakteristike	Privatne kompanije	FHA
Pokriće osiguranja	Obično 12-30% od iznosa kredita	100% od iznosa kredita
Iznos kredita	Obično 500.000 \$	121.296\$ za region sa niskom cenom stana, 219.849\$ za regione sa visokom cenom stana
Rok kredita	Do 40 godina	15 do 30 godina
Tip kredita	Fiksirana ili regulisana kamatna stopa	Fiksirana ili regulisana kamatna stopa
Uplate osiguranja	Mesečno, godišnje ili odjednom	Prva uplata osiguranja odjednom, uz kasnija mesečna plaćanja
Cena osiguranja (% od iznosa kredita)	Godišnja uplata u rasponu 0,32-0,90% u zavisnosti od odnosa iznosa kredita i vrednosti zaloge, kao i drugih parametara kredita	Uplata odjednom u rasponu 1,75-2,25% plus 0,5% godišnje
Udeo na tržištu osiguranja	52%	34%
Udeo na tržištu hipotekarnog kreditiranja	15%	10%

Izvor: Liu, D. (1999.) *Exporting Mortgage Insurance Beyond the United States*. London. Housing Finance International, str. 32.

²⁷⁰ Obično se zaključuje trojni ugovor o osiguranju života (banka, osiguravajuće društvo i osiguranik-dužnik), na rok otplate hipotekarnog kredita.

Kao što se iz tabele vidi, FHA osigurava kredite u punom iznosu, a privatne kompanije svega 12-30% od iznosa kredita. Privatno osiguranje osigurava veće iznose kredita, sa dužim rokom otplate i ima veći udeo, kako na ukupnom tržištu osiguranja, tako i na tržištu hipotekarnog kreditiranja.

U nastavku, ističemo nekoliko aspekata normativno - pravne regulacije osiguranja, koja ima gotovo univerzalni karakter, a razlikuje hipotekarno od drugih vidova osiguranja. Specifičnosti regulacije su u sledećem: (1) monolitnost hipotekarnog osiguranja – osiguravajuće kompanije ovog tipa u SAD, prema zakonu, ne mogu se baviti drugim vrstama osiguranja (ova praksa, kako državnog, tako i privatnog hipotekarnog osiguranja egzistira, pored SAD i u Kanadi, Australiji i drugim zemljama, dok npr. u Velikoj Britaniji ne postoji monolitno, već multifunkcionalno hipotekarno osiguranje), (2) obavezan rizični kapital- zbog većih rizika hipotekarnog osiguranja u odnosu na druge obične rizike i vrste osiguranja, (3) rezervni fond za pokriće nepredvidivih troškova (rezervacije u rezervnom fondu do ½ dobijenih uplata osiguranja), obavezan je kod privatnog hipotekarnog osiguranja, dok se kod državnih programa hipotekarnog osiguranja garantuje isplata, samo u slučaju ekonomske krize ili depresije, (4) regulacija banaka od strane centralne banke (na osnovu preporuka Bazelskog komiteta), da se kod kreditiranja rizičnijih klijenata (sa visokim odnosom iznosa kredita prema vrednosti zaloge), zahteva obavezno osiguranje hipotekarnog kredita, (5) zahtevi sekundarnog hipotekarnog tržišta za osiguranjem hipotekarnih kredita od strane privatnih osiguravajućih kompanija (od kojih se traži standaradni investicioni rejting), (6) specifičnosti regulacije privatnog sistema hipotekarnog osiguranja, zbog problema međusobnog poverenja osiguravajućih kompanija i banaka (kvalitetan anderajting i servisiranje hipotekarnih kredita), kao osnova podele rizika ovih učesnika, odnosno smanjenja rizika i cena osiguravajućih proizvoda, (7) državni sistem osiguranja hipotekarnih rizika fokusiran je na obezbeđenje učešća za kredit kategorijama građana sa niskim dohocima, koji prvi put kupuju stan. Sistem državnog garantovanja hipotekarnih hartija od vrednosti označava osiguranje rizika investitora.

Rezimirajući ovo poglavlje, podvlačimo značaj razvoja sistema osiguranja hipotekarnih rizika i upravljanje njima (na osnovama efektivnog menadžmenta), kao i kontinualno unapredjenje regulacije (novi zakoni, standardi, direktive i sl.), a u cilju zaštite svih učesnika i hipotekarnog tržišta u celini. Ukoliko programi hipotekarnog osiguranja pomažu građanima da dođu do stana, utoliko će oni stabilnije funkcionisati u periodima pogoršanog ekonomskog stanja i kriza. U tom smislu, tarife hipotekarnog osiguranja, koje se utvrđuju na osnovu posebnih aktuarskih metoda, treba da obezbede profitabilnost i održivost sistema u dugoročnom horizontu posmatranja.

Idealno bi bilo da hipotekarni portfolio bude osiguran i zaštićen od gubitaka, uz očuvanje potencijala rasta. Ali prevelika zaštićenost ozbiljno umanjuje očekivanu profitabilnost.

4.4. Teorijski aspekti efektivnog tržišta

Teorijski doprinos razvoju finansijskog, odnosno hipotekarnog tržišta dali su predstavnici različitih naučnih disciplina, od ekonomista i pravnika, do filozofa, sociologa, matematičara i statističara.

Klasični teoretičari su razmatrali opšte i pojedinačne aspekte i zakonitosti bankarskog i tržišta hartija od vrednosti, koje su, po pravilu, izvlačili iz zakonitosti funkcionisanja robnog tržišta.

Moderni teoretičari, kao i posebna nauka o finansijskom tržištu, pojavili su se u poslednjih sedam decenija, sa burnim razvojem ekonomske baze finansijskog tržišta, uključujući i hipotekarni razvoj. Savremene teorije usmeravaju analizu na specifične pojave i zakonitosti bankarstva i tržišta hartija od vrednosti, kao segmente opšteg tržišnog mehanizma, sa univerzalnim principima funkcionisanja.

Teorija je, uopštavajući tržišne zakonitosti, dala ogroman doprinos praksi, koja je ostvarila razvoj novih finansijskih instrumenata, institucija i modela regulacije, nezabeležen u istoriji. U suštini, radi se o težnji optimizacije odnosa između teorije i prakse, odnosno izučavanju zakonomernosti o međusobnoj uslovljenosti tendencija razvoja i regulacije složenih i dinamičnih procesa na finansijskom tržištu. Pri tome, svoju važnost su sačuvale i tradicionalne teorijske koncepcije, kao osnova modernih teorija bankarstva i tržišta hartija od vrednosti.

Koliki značaj imaju fudamentalna istraživanja savremenog finansijskog tržišta, svedoči i činjenica da je više od deset teoretičara dobilo Nobelovu nagradu za ekonomiju, u poslednje četiri decenije (F. A. Hajek, M. Fridman, P. Samuelson, Đz. Tobin, H. Modigliani, H. M. Markovic, V. Šarp, M. Miler, R. Lukas, R. Merton, G. Akerlof, M. Spence, J. Stiglic, P. Krugman)²⁷¹. Ovom nizu treba, svakako, dodati i F. Fabozzi, naučno ime No 1 u svetu, u oblasti fundamentalne analize tržišta obveznica i hartija od vrednosti obezbeđenih hipotekama.

Naravno, tu su i savremeni teoretičari bankarskog menadžmenta i hipotekarnog kreditiranja (P. Rose, E. Reed, P. Gitman, O. Fridman, R. Smith, F. Miskhin, J. Sinkey i drugi).

U domaćoj nauci, nije bilo autora koji su sistematski pisali o hipotekarnom tržištu. Izdvajamo autore koji su, u pojedinim segmentima ovog tržišta, dali doprinos teoriji i praksi (M. Ćirović, L. Marković, B. Vasiljević, A. Živković, D. Erić, M. Đukić, M. Vučković, B. Živković, D. Šoškić, O. Kovač, i dr.)

Odmah da kažemo da teorija još nije dala opštu definiciju efektivnog tržišta. Ono se najčešće opisuje kao neka idealna-poželjna forma tržišta, koje karakteriše puna konkurencija, visoka likvidnost, pošteno utvrđivanje cena, sloboda izbora informacija i rizika brojnih finansijskih instrumenata od strane investitora. U stvari, to je idealno teorijski konstruisano tržište, prema kome se treba kretati, na osnovu racionalnih očekivanja, koja su u skladu sa optimalnim prognozama, pri korišćenju svih raspoloživih informacija.

Žučne teorijske diskusije i sporovi se vode oko pitanja delovanja tržišnog automatizma i državnog intervencionizma, odnosno autoregulacije ili državne regulacije finansijskih

²⁷¹ Pelević, B. (2004) Ekonomski nobelovci 1990.- 2003. Beograd. Ekonomski fakultet. CID. 2004.

tržišta. Taj rat ideja ne prestaje, ni nakon što je hipotekarna kriza pokazala da tržište nije samoregulišuće i da je potrebno reformisanje ekonomske teorije²⁷².

Kao što smo isticali, na složenom hipotekarnom tržištu trguje se specifičnim robama-finansijskim aktivama: brojne vrste hipotekarnih kredita i hipotekarnih hartija od vrednosti, uz učešće različitih subjekata. U kreditnim odnosima, na primarnom tržištu građani se pojavljuju kao dužnici, a banke kao kreditori, dok se na sekundarnom hipotekarnom tržištu pojavljuju prodavci-emitenti i kupci-investitori u hipotekarne hartije od vrednosti. Aktivan uticaj na efektivnost hipotekarnog tržišta imaju i finansijski posrednici-operatori i infrastruktura tržišta, kao i regulatori tržišta. Razume se, investitori imaju primarnu ulogu, jer bez njih sekundarno hipotekarno tržište, prosto, ne može da postoji.

Razvojne tendencije (pozitivne i negativne) povezane su sa razvojem teorija bankarstva i efektivnog tržišta hartija od vrednosti. U tom smislu, može se identifikovati više teorijskih koncepata i istorijskih faza, kako sledi:

Prvi koncept- klasici ekonomske misli formirali su naučni stav da je tržištu imanentna sloboda i unutrašnja efektivnost. U svom znamenitom delu "Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda" Adam Smit (rodonačelnik teorije ekonomskog liberalizma) je davne 1776. godine postavio tezu o "nevidljivoj ruci tržišta", koja reguliše ekonomski razvoj²⁷³. Reč je o dejstvu objektivnih ekonomskih zakona u uslovima pune slobodne konkurencije (kao jednom od ključnih izbora i uslova efektivnosti tržišta), bez potrebe bilo kakve regulacije. Isti autor je, međutim, upozoravao da će potpuno neregulisano tržište imati za rezultat ograničavanje konkurencije, ali nije shvatio da je interes samih učesnika tržišta da ono bude državno regulisano, kako bi obezbedilo stabilan razvoj i opstanak (bez kriznih poremećaja).

Drugi koncept- Velika ekonomska kriza (1929.- 1933.), u čijem epicentru je bio totalni slom bankarstva i finansijskog tržišta SAD, označila je novo poglavlje u teoriji efektivnosti tržišta. Taj tektonski potres ekonomije i finansija u svetskoj istoriji, doveo je do fundamentalnog naučnog saznanja o nužnosti obezbeđivanja čvrstog jedinstva tržišta i državne regulacije. Dž. M. Kejns u svom epohalnom delu "Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca", govori o "krhkosti" finansijskog sistema, kao prirodnom rezultatu cikličnog funkcionisanja privrede (optimizam investitora u periodu prosperiteta, smenjuje se pesimizmom u periodu krize)²⁷⁴. Ovaj autor je postavio teorijske osnove za mere državne ekonomske politike i sistem regulacije finansijskog tržišta u SAD-donošenje zakona i promovisanje regulatora finansijskog tržišta- koji su doveli do nove ravnoteže i efektivnosti tržišta. Pokazalo se da je za stabilno funkcionisanje finansijskog tržišta neophodna "vidljiva ruka države"- čvrsti zakoni i stabilne institucije. Tada formirana Komisija za hartije od vrednosti (SEC) dobila je "pravomoć", da donosi podzakonska akta ("sekundarni zakonodavac"), radi pravilne primene zakona, što je učvrstilo njenu ulogu u trouglu državne vlasti: zakonodavac-regulator-sud. Kejnzijska teorija državne ekonomske politike u SAD i drugim razvijenim zemaljama toga doba, imala je

²⁷² Vodeći istraživač međunarodnih finansijskih kriza Charles Kindleberger navodi da su se tokom poslednja četiri veka, krize dešavale svakih 10 godina. Opširnije u njegovom delu Kindleberger, C. (2005) Manias, Panics and Crashes: A history of Financial Crises. New York. Palgrave.

²⁷³ Smit, A. (1952) Bogatstvo naroda. Zagreb.

²⁷⁴ Kejns, Dž. M. Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca

jednostavan moto: nema tržišta hartija od vrednosti i zaštite investitora, bez čvrste državne regulacije. Sami učesnici finansijskog tržišta bili su zainteresovani za regulaciju, kao uslov egzistencije i razvoja tog tržišta. U poglavlju istraživanja o hipotekarnom tržištu SAD, iscrpnije se analiziraju zakoni i paradržavne institucije toga doba, od uticaja na praktični razvoj hipotekarnog tržišta²⁷⁵.

Treći koncept, novu teoriju- hipotezu efektivnog tržišta kapitala, koja polazi od pretpostavke informacione (cenovne) efektivnosti tržišta kapitala, razvio je Eugen Fama (1970.). On je definisao efektivno finansijsko tržište, kao tržište na kome, u bilo kom momentu, cene hartija od vrednosti u potpunosti odražavaju sve dostupne informacije, a zatim i razradio praktične kriterijume za tri forme efektivnosti tržišta kapitala (slaba, srednja i jaka). Slaba forma efektivnosti polazi od realnih statističkih podataka (istorijat cene i obim trgovine) i pretpostavlja da tekuće cene hartija od vrednosti "ne pamte promene", odnosno zavise od informacija o prošlim kursovima, tako da je tu besmislena primena tehničke analize. Srednja forma efektivnosti znači da tekuće cene odražavaju ne samo statistiku prošlih kolebanja cena, već sve aktuelne javno dostupne informacije, koje utiču na investiciona rešenja, tako da tu nema smisla primena fundamentalne analize. Konačno, jaka forma efektivnosti označava da tekuće cene odražavaju apsolutno sve (javno dostupne, ali i privatne) informacije, uključujući i monopolski pristup nejavnim (insajderskim, službenim) informacijama, koje omogućavaju prognoziranje promena cena finansijskih instrumenata²⁷⁶.

Pošto cene finansijskih instrumenata odražavaju sve poznate informacije (bez zloupotrebe tih informacija), to znači da postoji dovoljno velika konkurencija, koja će svako privremeno ekscenno odstupanje od očekivanog brzo eliminisati reakcijom investitora na te signale. To ponašanje slobodnog tržišta diktira i enormne kompenzacije učesnika, kao prirodnu nagradu za talenat i doprinos. Pri tome, zanemario se uticaj finansijskog tržišta na društvo i ekonomiju u celini. Regulatori su, masovno prihvatajući hipotezu efektivnog tržišta i deregulaciju, poverovali da su cenovni baloni i novi neregulisani finansijski proizvodi i procesi korisni za razvoj tržišta i celokupnu ekonomiju. Posle nekoliko decenija opijenosti tom teorijom, ekonomska stvarnost i kolaps hipotekarnog tržišta su predstavljali zakasnelo otrežnjenje.

Hipoteza efektivnog tržišta, u suštini je predstavljala prilog teoriji racionalnih očekivanja u formiranju cena na finansijskim, a time i hipotekarnim tržištima. Pojednostavljeno rečeno, ova teorija- hipoteza, svodi se na to da su svi pojedinci savršeno informisani i da svoje ekonomske odluke donose na osnovu svih izvora informacija, tako da su stvarne cene jednake očekivanim. Na osnovu uverenja o informacionoj efikasnosti tržišta, proizilazio je stav da tržište ima sposobnost samoregulacije, te mu nije potrebna državna regulacija. Ključna slabost hipoteze glasi: ispunjavanje teorijskih uslova efektivnog tržišta, ne znači da, u stvarnosti, svi učesnici toga tržišta raspolazu potpunom i kvalitetnom informacijom o određenoj hartiji od vrednosti, niti racionalnim očekivanjima u vezi sa cenom te hartije od vrednosti.

²⁷⁵ Čak je i Milton Fridman, tvorac liberalne monetarističke škole, suprotne Kejnzijanskoj, 70-ih godina, revidirao svoje stavove (čuvena izjava "sada smo svi mi kejnzijanci"), da bi kasnije ostao *laisser-faire* čistunac, zastupajući filozofiju ljudske racionalnosti i tržišne perfektnosti.

²⁷⁶ Fabozzi, F. (1995) *Investment Management*. Prentice Hall International. str. 253.

Za ciljeve naših istraživanja, od značaja su novi teorijski pogledi, koji dalje razvijaju ovu hipotezu. Oni pojmu efektivnosti tržišta (uslov racionalnog očekivanja na osnovu svih dostupnih informacija), dodaju i uslov da tržišne cene finansijskog instrumenta (HoV) odgovaraju njegovoj stvarnoj unutrašnjoj vrednosti. To znači da su cene na ovom tržištu uvek pravilne i da odražavaju fundamentalne tržišne faktore u pogledu budućih dohodaka.

Hipoteza efektivnog tržišta, u sklopu ideologije liberalnog tržišta, je dugo bila prihvaćena i empirijski potkrepljena, odnosno realizovana u praksi, kroz deregulaciju finansijskog tržišta.

Bez obzira na to ili upravo zbog toga, hipoteza efektivnog tržišta je bila i ostala predmet velikih diskusija vodećih teoretičara. Možemo zaključiti da je u praksi, svakako, nemoguća apsolutna informaciona (cenova) efektivnost finansijskog tržišta, ali je teorijski ideal koristan sa stanovišta pravca kretanja ka željenom cilju.

Četvrti koncept- od sedamdesetih godina prošlog veka razvija se nova ekonomska oblast- ekonomija informacija, prema kojoj je informacija "proizvod", koji ima cenu. Zbog svoga doprinosa u analizi finansijskog tržišta sa asimetričnošću informacija, tri čuvena naučnika podelila su Nobelovu nagradu za ekonomiju 2001. godine (J. Akerlof, M. Spence i J. Stiglitz). Pored ovih autora, jedan od većih zagovornika teorije asimetričnih informacija je F. Michkin²⁷⁷.

Razmatrajući problem informacione efektivnosti, J. Akerlof osporava pretpostavku potpune i ravnomerne informisanosti učesnika finansijskog tržišta. Razvija teoriju- hipotezu asimetričnih informacija na finansijskom tržištu, koje utiču na ponašanje učesnika (prodavac uvek više zna od kupca o kvalitetu svojih hartija od vrednosti)²⁷⁸.

Akerlof upozorava da asimetričnost informacija može da ima velike negativne posledice na ukupno finansijsko tržište, pošto se cena na tržištu formira na osnovu prosečnog kvaliteta finansijskog proizvoda. Prodavci kvalitetnijih proizvoda bi ostvarili manje, a prodavci lošijih proizvoda bi ostvarili više cene, nego što njihov proizvod (kredit, hartija od vrednosti) stvarno vredi. Zbog ovog efekta, sa tržišta se povlače kvalitetniji proizvodi, čime se obara cena za prosečan kvalitet. To dalje utiče na ponudu proizvoda na tržištu. Identifikuje se pojava, odnosno problem negativne selekcije, koji vodi neefikasnosti tržišta, što tendencijalno vodi nužnosti državne intervencije.

U tom kontekstu, vodi se velika debata o raspoloživosti i troškovima informacija na finansijskom tržištu. Pristalice hipoteze efikasnih tržišta navode da su informacije odmah dostupne, uz minimalne troškove, dok pristalice hipoteze asimetričnih informacija upozoravaju na probleme raspoloživosti i korišćenja relevantnih informacija, posebno insajderskih, koje su ili nedostupne ili izuzetno skupe. Po našem uverenju, ekonomska analiza tržišta sa asimetričnim informacijama je bliža realnom svetu. Svakako, nijedno tržište nije, niti potpuno efikasno, niti u celini asimetrično. Ostaje otvoreno pitanje

²⁷⁷ Michkin, F. (2004) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York. Pearson. str. 193.

²⁷⁸ U čuvenom članku (*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*. 1970. No 84. str. 488) J. Akerlof analizira funkcionisanje specifičnog tržišta sa dva tipa proizvoda, kvalitetni i manje kvalitetni (poznati primer polovnih automobila).

mehanizama transparentnosti, u složenom sistemu odnosa, na hipotekarnom tržištu i adekvatnog režima državne i institucionalne regulacije²⁷⁹.

Peti koncept- razradu delovanja asimetričnih informacija u savremenim finansijskim sistemima, sa ubrzanjem promena tržišta, institucija i proizvoda, dao je J. Stiglic, koji naglašava potrebu prociklične (a ne anticiklične) regulacije banaka i finansijskog tržišta. Ovaj autor navodi da su sama tržišta neuspešna i da postoji potreba za regulacijom finansijskog sektora, posebno iz dva razloga: problem moralnog hazarda, odnosno "predstavništva", tj. principal- agent problem (odvojenost vlasništva i kontrole) i problem eksternalija (spoljnih uticaja i isprepletanosti na tržištu). "Dok je tržište samoregulišuće- balon konačno puca- kriza ponovo pokazuje da korigovanje može biti sporo i enormno skupo. Postoji potreba da se uravnoteži uloga države i tržišta"²⁸⁰.

Od 90-ih godina prošlog veka javlja se trend sinteze teorija (teorija institucionalne ocene rizika i teorija korporativnog upravljanja) u pogledu razvoja i zbližavanja različitih teorija u jedinstvenu teoriju tržišta kapitala (V. Šarp), na kome važi zakon velikih brojeva²⁸¹. Karakteristike takvog tržišta su slobodna konkurencija, visoka likvidnost i pravednost obrazovanja cena na tržištu, čiji bi ukupan rezultat bio minimizacija transakcionih troškova investitora i regulatora. To je dovelo do pojačane koordinacije aktivnosti na međunarodnom planu u pogledu standardizacije i harmonizacije regulative, kako industrije bankarstva, tako i industrije hartija od vrednosti, kao dva nerazdvojna sektora modernog hipotekarnog tržišta.

Šesti koncept - koji promoviše P. Krugman, vezan je za aktuelnu svetsku finansijsku i ekonomsku krizu, njene fundamentalne faktore i posledice, koje bacaju sasvim novo svetlo na efektivnost finansijskog tržišta (odnosno efekte balona aktive, koja se razlikuje od cene stvarne vrednosti), uz isticanje značaja adekvatne državne (re)regulacije²⁸².

Po našem uverenju, najbolju valorizaciju, odnosno test nepotpunosti (ili netačnosti) teorijskih koncepata o racionalnosti očekivanja i efektivnosti finansijskog i hipotekarnog tržišta, kao i egzaktne dokaze za nužnost reformisanja regulacije dala je, upravo, globalna finansijska kriza²⁸³. Jednostavno rečeno, ako se hipotekarno tržište pokazalo kao nesavršeno, onda je nužna njegova re-regulacija, a ne deregulacija.

Saglasni smo sa svim savremenim autorima (Akerlof, Štiglic, Krugman i dr.) koji smatraju da je izostanak adekvatne državne regulacije, kao posledica liberalizacije i deregulacije finansijskog tržišta, doprineo pojavi globalnog finansijskog kraha. Pri tome, mi posebno ističemo pouke istorije: aktuelna kriza nastala je gotovo na isti način, na koji su spekulativne aktivnosti slabo regulisanih banaka, svojevremeno dovele do Velike depresije. Tada je, nakon najvećeg kraha, uvedena čvrsta državna regulacija u SAD,

²⁷⁹ Informaciona asimetrija se najčešće rešava donošenjem odgovarajućih zakona, kojima se povećava dostupnost i kvalitet informacija i zaštita investitora od prevarnih radnji.

²⁸⁰ J. Stiglic, Slobodan pad. Beograd. Akademska knjiga, 2013. str. 48.

²⁸¹ Sharpe, W. (1995) Investments. New Jersey. Prentice Hall International. str. 108. "Apsolutno efektivno tržište (efficient market) može se definisati kao tržište, na kome je cena svake hartije od vrednosti uvek jednaka njenoj investicionoj vrednosti."

²⁸² "Mi evidentno živimo u svetu kakav je Kejns opisao. Nova ekonomska misao u svetu tekuće katastrofe, jeste oživljavanje uvažavanja ideja starih ekonomista, znači čitanje starih knjiga." Krugman, P. (2012) End this Depression Now! Melrose Road Partners. str. 43.

²⁸³ Detaljniji prikaz i argumentacija daju se u trećem delu našeg istraživanja (poglavlja 6.4.).

koja je obezbedila izuzetno dugi period, više od osam decenija, stabilnog razvoja i rasta finansijskog i hipotekarnog tržišta.

Konačno, praksa je ubedljivo demonstrirala činjenice i dokaze:

- finansijsko tržište ne može biti regulator, ukoliko ono nije regulisano,
- neuporedivo je važnija adekvatna i odgovorna regulacija od same deregulacije finansijskog tržišta,
- za efektivnost hipotekarnog tržišta nužna je ravnoteža između tržišne samoregulacije i državne regulacije,
- državna regulacija treba da onemogući maksimiziranje koristi za sebične pojedince, na štetu ukupne institucionalne strukture tržišta i društva u celini, koje plaća troškove krize.

Reformisana post-krizna globalna regulacija finansijskog tržišta mora obezbediti maksimalnu slobodu investitora, što zahteva čvrstu tržišnu disciplinu svih učesnika.

5. Značaj hipotekarnog tržišta za ekonomsko - socijalni razvoj

U literaturi o finansijama i ekonomskom razvoju postoje različita stanovišta o karakteru veze između finansijskog, odnosno hipotekarnog tržišta i ekonomskog razvoja. Dakle, nije sporna sama povezanost, već pitanje kauzalnosti. Ko na koga više utiče, hipotekarno tržište na realnu ekonomiju ili obrnuto? Na osnovu preovlađujuće literature, a naročito na osnovu analize efekata globalne hipotekarne i finansijske krize na ekonomski razvoj, smatra se hipotekarno tržište ima jači uticaj na makroekonomska kretanja. Svakako, brzina i tendencije razvoja hipotekarnog tržišta zavise od ekonomskog rasta, normativno- pravnog okvira regulacije (pravna država), strukturnih prilagođavanja, tradicije i psiholoških faktora (odnos prema preuzimanju rizika) i slično²⁸⁴.

Decenijsko iskustvo ekonomski razvijenih zemalja potvrđuje da tržište hipotekarnog kapitala ima suštinski uticaj na razvoj svih sfera ekonomije i društva²⁸⁵.

Hipotekarno finansiranje i adekvatna regulacija popravljaju funkcionisanje stambenog tržišta i ekonomije na više načina, kako direktnim stimulisanjem hipotekarnih transakcija, tako i indirektno, poboljšavanjem okruženja u kome se te transakcije odvijaju.

Pokretači rasta institucionalnog hipotekarnog finansiranja su relativno jasni. Ovde postavljamo i razmatramo pitanje: Kako se hipotekarno finansiranje stanogradnje uklapa u opštu ekonomiju, finansijski sistem i socijalni razvoj.

Većina studija koje su testirale ove veze, na velikom uzorku zemalja, zaključile su da postoji pozitivna veza između pravnog sistema, razvoja finansijskog tržišta i ekonomskog razvoja .

²⁸⁴ Šire u knjizi Ćirović, M. (2007) Finansijska tržišta. Beograd. Naučno društvo Srbije. str. 12.

²⁸⁵ Detaljnije o makro i mikro ekonomskim efektima u mojoj knjizi autora: Janković, M. (1999) Hipotekarno tržište- Razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje. Beograd. Čigoja štampa. str. 23.

Karakteristični su empirijski nalazi da u privredama zemalja u razvoju finansijski razvoj ubrzava ekonomski razvoj (preko sniženja troškova kapitala), dok se u razvijenim ekonomijama taj uticaj ostvaruje preko povećanja ukupne produktivnosti, uključujući preduzetničke inovacije. Preovlađuje stav da, na primer, u Nemačkoj finansijski sektor podstiče razvoj realnog sektora, dok u SAD postoji pozitivna obostrana veza²⁸⁶.

5.1. Multiplikativni makroekonomski efekti hipotekarnog tržišta

Determinante burnog rasta hipotekarnih tržišta, kao i hipotekarna kriza, vezane su za ciklično kretanje ekonomije kapitalističkih zemalja. Sa trendom rasta prisutne su velike mogućnosti i višestruki pozitivni makroekonomski efekti, takođe i rizici- opasnosti hipotekarnog stambenog finansiranja.

1. U ekonomskoj literaturi i savremenoj praksi poznati su brojni multiplikativni efekti hipotekarnog kreditiranja stanogradnje, kao akceleratori rasta svih privrednih grana i sektora. Međusektorske povratne sprege rasprostiru se po čitavoj ekonomiji, gotovo do beskonačnosti. Pa ipak, još uvek, pored brojnih empirijskih istraživanja i stalnog usavršavanja metoda nije utvrđen model preciznog identifikovanja i merenja svih direktnih i indirektnih efekata²⁸⁷. Međutim, nastavak komparativnog istraživanja razvoja i konkretnih politika, odnosno regulacije hipotekarnih tržišta (uspon i kriza u SAD, uvođenje i efekti hipotekarnog tržišta u tranzicionim zemljama i Srbiji), demonstriraće činjenice, koje nas uveravaju u postojanje čvrste veze između razvoja i stabilnosti hipotekarnog tržišta, s jedne, i ekonomskog rasta i stabilnosti, s druge strane. U tom smislu, direktni efekti hipotekarnog tržišta u razvijenim ekonomijama odnose se na rast oko dve trećine građevinske industrije, dobar deo industrije građevinskog materijala, drvne i tekstilne industrije, šumarstva, saobraćaja, trgovine, proizvodnih zanatskih usluga i drugih delatnosti. Istovremeno, indirektni efekti odnose se na rast tražnje za trajnim potrošnim dobrima i uticaj na razvoj neproizvodnih delatnosti²⁸⁸.

Najilustrativniji pokazatelj važnosti i značaja hipotekarnog stambenog tržišta u konkretnoj zemlji je dat veličinom njegovog učešća u BDP. Te odnose nam pokazuje sledeća slika²⁸⁹.

Kao što se vidi, postoje ogromne razlike učešća rezidencijalnih hipotekarnih tržišta u BDP između razvijenih zemalja (ratio 50%- 100%) i zemalja u razvoju (do 15%). To potvrđuje stav da veći, dublji i institucionalno razvijeniji hipotekarni sistem ima veći uticaj na ekonomski rast i razvoj konkretne zemlje,

2. Hipotekarno stambeno finansiranje značajno je i zbog toga što, imovina koju finansira čini najveći deo bogatstva i ukupnog fiksnog kapitala, odnosno predstavlja 50%

²⁸⁶ Još je 1776. godine Adam Smit u svom znamenitom delu "Bogatstvo naroda" izneo stav da je brz razvoj bankarskog sistema ključni faktor za brz privredni razvoj Škotske. U Srbiji i zemljama regiona postoji visoka međuzavisnost razvoja bankarskog sektora i BDP (usled bankizacije privrede, a zbog slabijeg razvoja tržišta kapitala).

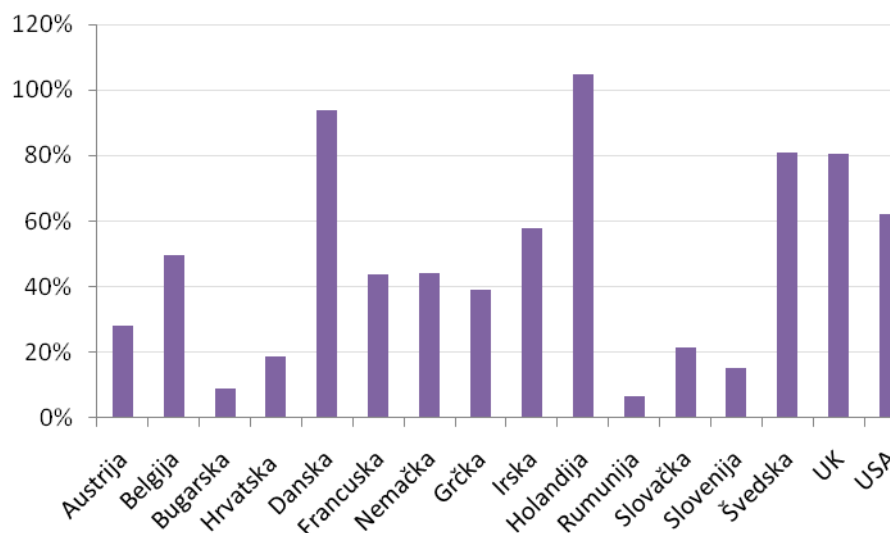
²⁸⁷ Svakako, ostaje otvoreno pitanje identifikacije svih kanala kauzalnosti i preciznosti merenja dubine hipotekarnog tržišta i nivoa ekonomskog razvoja u svakoj konkretnoj zemlji.

²⁸⁸ Jedna ranija analiza je pokazala da od ukupno 30 sektora ekonomije na povećanje proizvodnje stanova ne bi reagovali samo sektori duvanske i filmske industrije. Opširnije Kovačević, M. "Mogućnosti i efekti stambene izgradnje", Beograd, Institut ekonomskih nauka, 1970.

²⁸⁹ Chiquier, L., Lea, M. (2009) Housing Finance Policy in Emerging Markets. The World Bank. str. 31.

nacionalnog bogatstva, veći deo fiksnog kapitala i više od 80% bogatstva većine domaćinstava.

3. Nekretnine, takođe, predstavljaju veliki deo potrošnje većine domaćinstava. Na primer u SAD, zakupnina i troškovi komunalija predstavljaju 25-30% ličnih izdataka, a stambene investicije su značajne i obično iznose 4- 8% BDP. Ovde posebno ističemo da je sve do 20-tih godina prošlog veka, institucionalno hipotekarno finansiranje bilo relativno slabo razvijeno, a upotreba hipoteka je bila relativno ograničena.



Slika 20: Učešće obima hipotekarnih tržišta u BDP odabranih zemalja

Izvor: www.hypo.org

Razlog je u tome što je svega 15% svetske populacije živelo u gradovima, što je uticalo na manju tražnju za hipotekarnim kreditima²⁹⁰. U odnosu na istorijska iskustva, trend povećane urbanizacije zahteva viši nivo stambenih investicija. Prema brojnim procenama, urbana populacija će između 2000. i 2030. porasti za preko 2 milijarde ljudi, što je 8 puta više od ukupne urbane populacije na početku prošlog veka.

4. Hipotekarno tržište omogućava pristup većem broju domaćinstava dugoročnom hipotekarnom kreditu, čime bolje usklađuju troškove finansiranja, sa tokom usluga koje dobijaju. Nekretnine su dugoročna, trajna dobra koja, po pravilu "nadžive" vlasnike. Domaćinstvo može kupiti više nekretnina u ranijoj fazi životnog ciklusa, koristeći kredit, umesto da kasnije jednokratno plati iz akumulirane štednje. Takođe, nekretnine predstavljaju kvalitetno sredstvo obezbeđenja i jeftiniji način za domaćinstva da finansiraju opšte zaduživanje za potrošnju ili započinjanje biznisa. Svi investitori u nekretnine koriste finansijski leveridž, kako bi uvećali prinos od investicija, što doprinosi ekonomskom rastu.

5. Investicije na tržištu nekretnina čine oko 20- 35% u ukupnim investicijama zemlje, što zavisi od stambenih potreba, odnosno tražnje, kao i finansijskih potencijala zemlje. U

²⁹⁰ Ograničen finansijski pristup vlasništvu nad stanom, vodi ka širenju neformalne (nelegalne) stambene izgradnje, odnosno izgradnje individualne kuće, koja se proteže više godina i bez odgovarajuće građevinske dokumentacije.

ekonomskoj literaturi navode se uticaji hipotekarnog tržišta na više oblika investiranja²⁹¹: (1) u ličnu nekretninu, radi stanovanja²⁹², (2) radi ostvarivanja neposrednog dohotka od nekretnine (arenda i sl.), (3) radi prinosa u prirastu cene nekretnine tokom vremena, radi preprodaje (spekulativne nekretnine)²⁹³, (4) kao ulaganje u hipotekarne finansijske instrumente, sa odgovarajućim prinosom, (5) Za zajmotražioce hipotekarni kredit predstavlja investicioni instrument, dok za kreditora hipoteka predstavlja objekat investiranja (pa se i zajmotražilac i kreditor mogu posmatrati u svojstvu investitora), (6) investiranje, neposredno, od strane države, odnosno stimulisanje razvoja celovitog sistema hipotekarnog tržišta u cilju opšteg porasta investicija i ekonomskog rasta, čini da sektor stanogradnje postaje lokomotiva ukupnog razvoja²⁹⁴.

6. Pored direktnih efekata povećanja ukupne tražnje, veliki značaj imaju tri multiplikativna efekta hipotekarnog tržišta za rast BDP, i to:

- novčani (monetarni) multiplikator- preko cirkulacije i uvećanja sredstava banaka,
- dohodni multiplikator- kod svih učesnika investicionog procesa,
- fiskalni multiplikator- kod svih učesnika, posebno države i lokalne samouprave.

7. Rezultat aktivizacije hipotekarnog kreditiranja je i transformacija štednje građana u investicije (lično učešće, otplata kredita i dr.), čime se često tezaursana sredstva uključuju u sistem ekonomske reprodukcije i podsticanje razvoja ukupne privrede.

Bilo je velikih kritika da državne stimulacije povećanja ukupne tražnje, kroz refinansiranje hipotekarnih kredita, dovode do porasta inflacije i da je neophodna čvrsta kontrola novčane mase. Sprovedene reforme u vreme Velike depresije u SAD i posle Drugog svetskog rata, dovoljan su dokaz da, u uslovima nedovoljne aktivizacije osnovnih fondova, povećanje ukupne tražnje deluje na povećanje proizvodnje i zaposlenosti, bez uticaja na rast cena, u uslovima kontrole usmeravanja finansijskih sredstava²⁹⁵.

8. Pozitivni makroekonomski efekti hipotekarnog tržišta ogledaju se i u snažnijoj promeni motivacije aktivnog dela stanovništva (porodice mladih i srednjih godina) u pravcu intenzivnijeg i efektivnijeg preduzetničkog duha i profesionalnog angažmana, radi kupovine stana na kredit, uz svest da isti može izgubiti u slučaju nemogućnosti otplate istog. Ovaj motivišući društveni impuls postaje snažan faktor ekonomskog razvoja²⁹⁶.

²⁹¹ Gitman, L., Joehnk, M. (1990) Fundamentals of Investing. Harper Collins Publishers. str. 701.

²⁹² Dugo godina, ulaganja u lične nekretnine nisu bila obezvređivana, već je kapital uložen u njih rastao umerenim tempom (3- 8% godišnje).

²⁹³ Finansiranje i investiranje u spekulativne nekretnine može da donese velike profite, ali i velike gubitke, ako se na tržište dođe kasno, kada se prelama konjunktura.

²⁹⁴ Smatra se da jedan evro državnih investicija u stambenu izgradnju za sobom privlači pet evra novih autonomnih investicija. Zbog izuzetno velikog značaja, koji za razvoj investicionog procesa ima razvijeni sistem hipotekarnog kreditiranja i refinansiranja (kako u pogledu aktivizacije i organizacije, tako i kroz proces regulacije tržišta) država preuzima programe finansiranja stanogradnje i regulacije tržišta, a time i razvoja ukupnog hipotekarnog tržišta.

²⁹⁵ Dž. M. Kejns, je tvrdio da obim investicija, a ne štednja stanovništva, predstavlja osnovnu pokretačku snagu ekonomije, što je korišćeno za izlazak iz duboke ekonomske krize u vreme Velike depresije u SAD. Slične stavove zastupao je i L. Erhard, tvorac posleratnog "privrednog čuda Nemačke".

²⁹⁶ Akerlof, Dž., Šiler, R. (2010) Životni duh- Kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to značajno za svetski kapitalizam. Beograd. Službeni glasnik. str. 27.

9. Hipotekarno tržište, uz adekvatnu regulaciju i razvoj konkurentnog odnosa između različitih delova finansijskog sistema, obezbeđuje razvoj finansijskih institucija i instrumenata, kako bankarskog sistema, tako i tržišta kapitala i drugih elemenata finansijskog tržišta. Pri tome, razvoj različitih segmenata finansijskog sistema, stimuliše druge segmente u pogledu dinamizma inovacija, kvaliteta, efektivnosti i snižavanja cena. Za različite kategorije investitora, to znači veću mogućnost izbora alternativnih ulaganja sa različitim odnosom prinosa i rizika. U tom smislu, hipoteka jača obezbeđenje hipotekarnog kredita, zahvaljujući svojstvima nekretnine: (1) Relativno mali rizik uništenja nekretnine (njeno stanje se može lako proveriti), (2) Registracija u državnim evidencijama, kod nadležnih organa, što kreditor može proveriti, (3) Dugoročna tendencija rasta cena nekretnina, što deluje obećavajuće da će otplata kredita biti redovna i u punom iznosu, (4) Visoka vrednost nekretnine i rizik gubitka iste, zbog ne vraćanja kredita prisiljavaju dužnika da blagovremeno izmiruje svoje obaveze, (5) Namenski karakter kredita i kontrola od strane kreditora, takođe, doprinose snižavanju kreditnog rizika, (6) Povećanje likvidnosti i mobilizacija resursa od strane kreditora, za novo kreditiranje, kroz razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta, (7) Pri stabilnim uslovima regulacije i funkcionisanja hipotekarnog tržišta, ostvaruje se visok stepen zajedničkih interesa svih učesnika, što doprinosi njihovom jačanju i razvoju ekonomije u celini. (u suprotnom, može doći do nestabilnosti sa štetnim posledicama), (8) Hipotekarni stambeni krediti u razvijenim privredama imaju visok udeo (25- 35%) u ukupnim plasmanima finansijskih institucija.

10. Hipotekarno tržište utiče na kretanje ekonomije i na druge, indirektno načine, koji nisu vezani za specifične transakcije. Poznato je da vlasništvo nad nekretninama ima veći uticaj na potrošnju od bilo kog drugog oblika štednje, odnosno da rast cena nekretnina vodi većem povećanju tražnje nego rast cena na tržištu akcija. Na taj način, trendovi tržišta nekretnina i hipotekarnog tržišta su više povezani sa opštim makroekonomskim ciklusima.

11. Savremena hipotekarna kriza je pokazala da postizanje visokog rasta (po cenu nestabilnosti) nije više jedini cilj makroekonomske politike, pošto su troškovi makroekonomske nestabilnosti daleko veći, nego što se mislilo. Efekti, koje hipotekarno finansiranje može imati na povećanje nestabilnosti na makro nivou, su važna dimenzija šireg uticaja hipotekarnog tržišta na ekonomiju, izraženu kroz stopu ekonomskog rasta, kapitalizaciju tržišta hartija od vrednosti i efektivnost regulacije finansijskih tržišta²⁹⁷.

Razmatranje ukupnih rizika hipotekarnog kreditiranja i refinansiranja navodi nas na zaključak o direktnoj povezanosti hipotekarnog tržišta i ukupnog ekonomskog stanja zemlje. To najbolje potvrđuje praksa SAD - ekonomski rast i bum na tržištu nekretnina i hipotekarnog kreditiranja (20-tih godina prošlog veka), zatim velika ekonomska kriza i krah finansijskog tržišta i tradicionalnog sistema hipotekarnog kreditiranja (30-ih godina), kao i kasnije (70-ih godina, porast hipotekarnog kreditiranja na bazi fiksnih kamatnih stopa, a onda zbog naglog skoka tržišnih kamatnih stopa 80-ih debakl, štedno-kreditnih organizacija (što je palo na teret poreskih obveznika, kroz isplatu osiguranih depozita građana od strane FDIC) u iznosu od oko 300 milijardi dolara, zatim ponovni uspon , a

²⁹⁷ Finansiranje stanogradnje je oduvek imalo važnu ulogu u privrednim ciklusima. Još je Kejns savetujući predsednika Ruzvelta u vreme Velike depresije 1937. u delu "Saveti o velikoj depresiji predsedniku Ruzveltu", isticao da je stambeni sektor "služkinja monetarne politike".

zatim krah hipotekarnog tržišta i velikog broja finansijskih institucija, uz državni program spašavanja banaka od 780 milijardi dolara, na teret poreskih obveznika .

Tržište nekretnina i hipotekarno tržište su osetljivi na promene kamatne stope, jer one imaju veliki uticaj na ponudu i tražnju stanova, odnosno kredita. Povećanje kamatne stope snižava obim nove gradnje i novih hipotekarnih kredita, odnosno ponude stanova²⁹⁸.

Redovni poslovni ciklusi, međutim, nisu samo cikličan problem jer se veliki deo odnosa između stambene izgradnje i makroekonomije vezuje za negativan uticaj na makro stabilnost, kroz veliku finansijsku nestabilnost²⁹⁹.

12. Hipotekarno tržište ima veliki makroekonomski značaj na rast zaposlenosti i zarada (10- 15% od ukupnog broja zaposlenih radi u građevinarstvu, a 5- 10% u stambenoj izgradnji)³⁰⁰. Značajno je i uspostavljanje socijalnog partnerstva i kohezije između hipotekarnog biznisa i društva, kroz eksterne efekte na razvoj regiona, odnosno lokalnih zajednica.

13. Poznati su pozitivni makroekonomski efekti stambene izgradnje i na platni bilans zemlje, zbog njene male uvozne zavisnosti, kao i uticaj na državni budžet, o čemu diskutujemo u nastavku.

14. Konačno, nikako se ne sme zanemariti značaj mikroekonomskih efekata. Stan finansiran hipotekarnim kreditom koristi se tokom životnog ciklusa porodice i može se prodati posle konačne otplate. Cena stana će u dugoročnoj perspektivi verovatno porasti, a može pasti ili zadržati isti nivo.

Pored toga, postoje mnogi drugi motivi ličnog vlasništva nad stanom, značajni za domaćinstva, a time i za nacionalnu ekonomiju u celini³⁰¹: (1) Otplate hipotekarnog kredita su prinudna štednja (a plaćanje zakupnine je potrošnja), (2) Poreska oslobađanja korisnika stambenih kredita, (3) Sloboda življenja bez zakupodavaca (gazdarice) koji vas može izbaciti na ulicu (psihološki pritisak), (4) Osećaj zadovoljstva da u sopstveni posed ne može niko ući bez dopuštenja, (5) Osećaj slobode i sreće uređenja i obnavljanja svoga stana, (6) Bolje finansijsko planiranje u životnom veku čoveka.

5.2. Socijalna uloga države na hipotekarnom tržištu

Brojna istraživanja i savremena praksa nedvosmisleno potvrđuju stav da je za stvaranje, promociju i uspešan razvoj savremenog hipotekarnog tržišta neophodna aktivna i

²⁹⁸ Stanogradnja će verovatno biti ciklična u svakom sistemu, zbog dugotrajnosti nekretnina. Ta dugotrajnost implicira izuzetno malu ponudu stanova, u odnosu na druga dobra, jer se godišnje izgradi samo oko 4% ukupnog stambenog fonda.

²⁹⁹ Uticajno novije istraživanje na ovu temu: Akerlof, Dž., Šiler, R. (2010) Životni duh- Kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to značajno za svetski kapitalizam. Beograd. Službeni glasnik. str. 193.

³⁰⁰ Neke analize pokazuju da izgradnja 10.000 novih stanova obezbeđuje povećanje zaposlenosti za oko 15.000 radnih mesta, dok se na održavanju i obnovi postojećeg stambenog fonda može obezbediti petosruko veća zaposlenost.

³⁰¹ Bodie, Z., Merton, R. (2000) Finance. New Jersey. Prentice Hall. str. 227.

svestrana podrška države³⁰². Poseban značaj ima promišljena državna strategija, koja uključuje odgovarajuću zakonodavnu i normativnu bazu hipotekarnog tržišta, njegovih institucija, instrumenata i mehanizama, kao i efektivnu regulaciju, kako na primarnom, tako i na sekundarnom tržištu, u skladu sa izabranim finansijskim i hipotekarnim modelom razvoja.

Pri tome, posebno se naglašava da su nezaobilazni uslovi razvoja ovog tržišta politička i makroekonomska stabilnost, kao i stabilna monetarno- kreditna i fiskalna politika države. Drugim rečima, politička nestabilnost, slaba pravna država i zaštita investitora, korupcija i kriminal, kao i niske realne zarade predstavljaju prepreke razvoju hipotekarnog tržišta u svakoj zemlji.

Sa socijalnog aspekta, država treba da omogući uslove dostupnosti hipotekarnih stambenih kredita za većinu domaćinstava, posebno uključivanjem kvalitetne srednje klase. Poboljšanje dostupnosti hipotekarnih usluga je prioritet svake državne strategije, koja računa na ekonomski razvoj i stabilnost.

Naglašeni socijalni značaj i potrebu dostizanja odgovarajućih kvantitativnih pokazatelja razvijenih zemalja pokazuje sledeća tabela:

Tabela 8: *Obim hipotekarnih kredita po glavi stanovnika u odabranim zemljama*

Zemlja	Hipotekarni krediti po stanovniku
Srbija	909,00
Rusija	95,00
SAD	36.216,00
Francuska	18.052,00
Nemačka	18.271,00
EU 28	16.787,00

Izvor: www.hypo.org

U početnoj fazi kreiranja hipotekarnog sistema, raste nezaobilazna uloga i značaj države, kao subjekta hipotekarnog tržišta, koji formira sve elemente hipotekarnog sistema, prihvatajući sve funkcije koje, u razvijenoj fazi hipotekarnog tržišta, pripadaju tržišnim nedržavnim institucijama (emitent, investitor, garant, osiguravač, ocenjivač i dr.).

Sa daljim razvojem sistema hipotekarnog kreditiranja i refinansiranja emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti smanjuje se početna podrška države u korist tržišnih učesnika. Država se fokusira na usavršavanje zakonske osnove i obezbeđivanje adekvatne tržišne i informacione infrastrukture, kao i disciplinu i primenu prava. Nužnost pojačane socijalne uloge države na hipotekarnom tržištu nije izazvana samo podrškom rešavanju stambenih problema građana, već izuzetnim makroekonomskim efektima hipotekarnog stambenog tržišta.

³⁰² U vezi detaljnije argumentacije videti navedena dela sledećih autora: P. Krugman, J. Stiglic, Dž. Akerlof, R. Shiler.

Hipotekarno kreditiranje, kroz subvencionisanje, predstavlja efektivan mehanizam mobilizacije budžetskih sredstava u sektor nekretnina, čime istovremeno doprinosi rešavanju socijalnih problema i finansiranju kapitalnih investicija.

Sistem hipotekarnog kreditiranja je snažan antiinflacioni mehanizam, jer finansije (kratkoročna sredstva) građana preusmerava, sa tekuće potrošnje, u dugoročnu štednju i investiciju u izgradnju³⁰³.

Socijalna uloga države i njena efektivnost na hipotekarnom stambenom tržištu uključuje čitav kompleks politika, mera i akcija. Suština je da se usklade privatni sa opštim interesima i mogućnostima, uz odgovarajuću raspodelu ukupnih rizika među učesnicima hipotekarnog tržišta.

Metodi državne makroekonomske politike na hipotekarnom tržištu odnose se na metode opšte regulacije (monetarno-kreditna i fiskalna politika), kao i na specijalne metode i politike (investiciona, strukturna, cenovna, anticiklična, politika deviznog kursa i dr.). Navodimo neke osnovne karakteristike politika i mera državne stimulacije i regulacije hipotekarnog tržišta.

1. Instrumenti i metode delovanja monetarno-kreditne politike na hipotekarno tržište usmereni su na regulisanje stabilnosti cena i inflacije, sa uticajem na nivo proizvodnje i zaposlenosti. Te mere se odnose na: (1) podsticanje konkurencije u bankarskom sektoru, i pojeftinjenje hipotekarnih proizvoda, (2) propisivanje unificiranih standarda po hipotekarnom kreditu (lična participacija, LTV, PTI i drugi), određivanje referentne kamatne stope, (3) utvrđivanje obaveznih rezervacija po hipotekarnim kreditima, (4) podsticanje i monitoring novih hipotekarnih proizvoda, kao i emisije hipotekarnih hartija od vrednosti, (5) zaštita prava korisnika kredita, deponenata i investitora, (6) jačanje antimonopolskih principa rada, (7) regulacija, licenciranje i nadzor poslovanja bankarskih i nebankarskih finansijskih institucija i dr.

2. Instrumenti fiskalne politike za strukturni uticaj na hipotekarni biznis i stimulisanje zajmotražilaca, kreditora i investitora mogu imati oblik subvencija, dotacija ili umanjenja poreskih obaveza: (1) Sistem oporezivanja nekretnina, kao izvor tj. povraćaj sredstava u podsticaje stambene izgradnje- kružni tok sredstava³⁰⁴, (2) Poresko zakonodavstvo o diferenciranom oporezivanju strukture učesnika hipotekarnog tržišta, (3) Direktno regulisanje i subvencionisanje (premiranje) namenske stambene štednje za stan, (4) Oslobođanje od poreza na kamatu po namenskoj štednji za stan, (5) Davanje specijalnih poreskih kredita (niske kamate, duži rok uplate poreza), investitorima u stambenu izgradnju i hipotekarne hartije od vrednosti, (6) Dotacije građevinskim kompanijama, kao kompenzacija nižih cena izgradnje stanova, po posebnim programima države, (7) Direktna finansijska stimulacija u formi dotacije hipotekarnim kreditorima, kao

³⁰³ Dugoročna štednja za stan ima dve etape do sticanja konačnog vlasništva nad stanom: dobrovoljna- pre uzimanja hipotekarnog kredita (lično učešće) i prisilna (mesečne otplate)- tokom ekstremno dugog perioda amortizacije stambenog kredita.

³⁰⁴ Po našem mišljenju, neophodno je kreirati sistem kružnog kretanja namenskih stambenih sredstava, kroz odgovarajuće oporezivanje postojećeg stambenog fonda i njihovo vraćanje iz budžeta u poreske podsticaje, subvencije i dotacije novom ciklusu stambene izgradnje, kroz instrumente namenske štednje, hipotekarnog kredita i hipotekarnih hartija od vrednosti. Cilj je da stambena sredstva, koliko je više moguće, očuvaju svoje prirodno poreklo i da ne izlaze iz "kruga stambene izgradnje". O tome opširnije diskutujemo u nastavku istraživanja.

kompensacija za niže kamatne stope po hipotekarnim kreditima, od tržišnih kamatnih stopa, (8) Subvencije dela kamatnih stopa pojedinim kategorijama građana- korisnika hipotekarnih stambenih kredita, (9) Umanjenje poreskih obaveza korisnika kredita za iznos kamate po hipotekarnim stambenim kreditima, (10) Subvencije (dotacije) za uplatu ličnog učešća po hipotekarnim kreditima, (11) Olakšice i dotacije u fazi otplate hipotekarnog stambenog kredita za kupovinu prvog stana (troškovi osiguranja, smanjenje određenog procenta kamatne stope i dr.).

3. Direktna podrška države i njenih organa u hipotekarnoj sferi, ostvaruje se kroz više različitih, odnosno specijalnih politika i metoda:

- Normativno-pravna harmonizacija institucionalne strukture (brojni zakonski i drugi propisi) i stimulisanje instituta hipoteke, uz registraciju i zaštitu prava svojine (banke, hipotekarne banke, štedno- kreditne organizacije),
- Obezbeđenje informacione infrastrukture za funkcionisanje celine hipotekarnog sistema, uz efektivno uzajamno delovanje svih tržišnih učesnika,
- Formulisanje državne strategije razvoja nacionalnog hipotekarnog tržišta, kao dela globalnog finansijskog tržišta, privlačenjem domaćih i stranih institucionalnih investitora,
- Državna standardizacija uslova odobravanja hipotekarnih stambenih kredita,
- Ostvarivanje regulatorne uloge na hipotekarnom tržištu, uz efektivan nadzor i kontrolu njegovih subjekata,
- Kreiranje i razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta, sa osnivanjem specijalnih državnih agencija i regulacijom od strane Komisije za hartije od vrednosti,
- Davanje povoljnih zajmova porodicama sa niskim primanjima, a porodicama sa decom dopunskih beskamatnih zajmova,
- Socijalna podrška građanima u masovnoj krizi otplate problematičnih stambenih kredita za kupovinu prvog stana³⁰⁵,
- Osiguranje stambenih hipotekarnih kredita od strane državnih hipotekarnih kompanija ili agencija, kao i osiguranje štednje i depozita od strane Agencije za osiguranje depozita,
- Otkup hipotekarnih kredita od strane državnih hipotekarnih agencija,
- Emisija obveznica obezbeđenih nekretninama, od strane državne hipotekarne agencije, radi refinansiranja kreditora,

³⁰⁵ Naučnu analizu stambenog fijaska, neadekvatnosti stimulansa i neuspeha države u olakšicama za otplaćivanje hipotekarnih kredita dao je Paul Krugman. On je izneo sledeći stav: "Visok nivo zaduženja domaćinstava je značajan faktor podložnosti ekonomskoj krizi i da je ključni faktor produžene ekonomske krize u SAD upravo činjenica da domaćinstva pokušavaju da otplate dugove, tako što smanjuju potrošnju... Suština fiskalnog stimulansa je baš to da vlada povećanjem potrošnje spreči potonuće u duboku depresiju... Na kraju krajeva, dug nije neki fizički objekat- to je ugovor, nešto napisano na parčetu papira čiju primenu garantuje Vlada. Pa zašto onda ne izmeniti ugovore?" Krugman, P. (2012) End this Depression now! Melrose Road Partners. str. 129.

- Povremeni otkup velikih paketa hipotekarnih hartija od vrednosti od strane državnih organa (hipotekarna agencija, Ministarstvo finansija, Centralna banka, u sklopu operacija na otvorenom tržištu),
- Stimulisanje tržišta hipotekarnih hartija od vrednosti, kroz utvrđivanje limita u aktivama institucionalnih investitora (penzioni fondovi, osiguravajuća društva i drugi),
- Državne garancije (sredstvima budžeta) kvalitetnim emitentima-hipotekarnim kreditorima za emisiju hipotekarnih hartija od vrednosti, obezbeđenih odgovarajućim nekretninama,
- Otkup starih stanova korisnika kredita od strane hipotekarnih agencija, radi likvidnosti tržišta nekretnina i stvaranje stambenog fonda tih agencija,
- Regulisanje i licenciranje profesionalnih procenitelja vrednosti nekretnina,
- Obezbeđivanje uslova rada civilizovanog tržišta nekretnina, kao i ukupne infrastrukture hipotekarnog tržišta.

4. Država i lokalna samouprava sprovode različite operative programe podsticaja tržišta nekretnina i hipotekarnog tržišta, kroz politiku stimulisanja ponude (izgradnja državnih stanova) ili politiku stimulisanja tražnje stanova (neposredno subvencionisanje kupaca). Poznati su programi za mlade i specijalni aranžmani sa bankama, uz subvencije države. Pri tome, svaki od tih programa može imati dobre i loše strane, u zavisnosti od stanja na konkretnom tržištu nekretnina, uključujući regionalne razlike, kao i finansijske potencijale zajmotražilaca.

5. Konačno, istorijski razvoj i savremena međunarodna praksa su pokazali da su na složenim hipotekarnim tržištima, na kojima je državno upravljanje bilo celovito i blagovremeno, rezultati rasta i stabilnosti bili bolji u odnosu na ekstremni bum, a zatim veliku nestabilnost i hipotekarnu krizu. U svakom slučaju, sistemski pristup države hipotekarnom tržištu, kao i aktivne i duboke reforme, neophodan su uslov daljeg razvoja hipotekarnog tržišta, kako na nacionalnom, tako i na globalnom nivou.

II DEO: ANALIZA SAVREMENIH MODELA HIPOTEKARNIH TRŽIŠTA I MOGUĆNOSTI NJIHOVE PRIMENE U SRBIJI

U ovom delu uporednog istraživanja, namera nam je da razotkrijemo prirodu veze između razvoja i regulacije hipotekarnih tržišta, pre svega u razvijenim zemljama, kao i u zemljama u tranziciji.

Pažnju usmeravamo na dva osnovna svetska modela hipotekarnog tržišta: američki i evropski³⁰⁶.

Razlike između ova dva hipotekarna sistema su u tradiciji i istorijskom razvoju, normativno-pravnoj osnovi, državnom ustrojstvu, broju stanovnika, bruto društvenom proizvodu, specijalizovanim institucijama, prirodi finansijskih instrumenata (kredit i hartije od vrednosti), specifičnim mehanizmima funkcionisanja, kao i odstupanjima od projektovanih modela. Uporedne karakteristike razvoja hipotekarnih tržišta SAD i Evropske unije pokazuje sledeća tabela.

Tabela 9: Komparacija hipotekarnih tržišta SAD i EU u 2015. godini (u milijardama €)

R.b.	Statistički podaci	SAD	EU
1	Obim stambenih hipotekarnih kredita	8.882	6.909
2	Udeo u BDP	68%	50%
3	Obim hipotekarnih hartija od vrednosti	7.498	2.351
4	Udeo u obimu hipotekarnih kredita	84%	34%
5	Udeo u BDP	57%	17%
6	Procenat vlasništva nekretnina	64%	70%
7	Broj transakcija nekretnina	5,4 miliona	4,8 miliona
8	Broj stanovnika	318 miliona	508 miliona
9	BDP	13.139	13.920

Izvor: www.hypo.org

Američki model je, svakako, najrazvijeniji, najsloženiji, najdinamičniji i najranjiviji, sa naglašenom ulogom hipotekarnih HoV i sekundarnog hipotekarnog tržišta, preko mehanizama sekjuritizacije³⁰⁷ (koja sve do 1970. godine nije postojala). Trend

³⁰⁶ Coles, A. (2000) Mortgage markets: Why US and EU markets are so different, European credit institutions and investment firms. European Mortgage Research.

³⁰⁷ SAD su bezuslovno prva država sveta po ekonomskoj snazi i finansijski centar sveta. Zbog toga je i 1929. i 2007. godine svoje proizvedene krize mogla da "izvezu" ceo svet. Sa druge strane, sistemom

svestranog dugoročnog razvoja ovog hipotekarnog tržišta, sa savremenim tendencijama liberalnog razvoja i deregulacije, sadržao je povećane rizike i nestabilnost, što ponovo potencira pitanje reformi sistema uzdržane državne regulacije, radi predupređivanja hipotekarnih kriza.

Evropski model ima neuporedivu dužu tradiciju hipoteke, čvršće zakone, veću sklonost namenskoj štednji za stan, hipotekarne obveznice, stabilniji i uravnoteženiji rast hipotekarnog tržišta (u dugoj istoriji nije zabeležen bankrot nijedne hipotekarne banke u Nemačkoj)³⁰⁸.

Uporedne karakteristike modela, institucija, instrumenata i mehanizama hipotekarnih tržišta SAD i EU, dajemo u sledećoj tabeli:

Tabela 10: Poređenje hipotekarnih tržišta SAD i EU

Hipotekarno tržište SAD	Hipotekarno tržište EU
Na hipotekarnom tržištu SAD dominiraju univerzalne banke i tri državne hipotekarne agencije.	Postoji velika raznovrsnost hipotekarnih kreditora, gde su se sistemi stambenog finansiranja razvijali u okviru nacionalnih granica
Uspon banaka je izazvan Savings & Loans krizom, koja je dovela do izdvajanja kredita iz bilansa, kroz sekjuritizaciju.	Hipotekarni krediti ostaju u bilansima banaka i kapitalno su intenzivni (zbog obaveznih rezervisanja od 50 do 100%)
Banke prodaju svoje kredite na sekundarnom tržištu, primarno agencijama sponzorisanim od strane Vlade SAD	Evropske hipotekarne banke su portfolio kreditori, koje finansiraju hipotekarnu aktivu, kroz emisiju hipotekarnih obveznica
Banke ne moraju da budu uspešne u sferi finansiranja, kako bi bile uspešne u sferi kreditiranja	U Evropi institucija mora biti uspešna u finansiranju kredita tokom celog životnog veka kredita

Izvor: Autorska interpretacija

Srbija je imala razvijeno sekundarno tržište hipoteka i emisiju hipotekarnih hartija od vrednosti od strane Državne hipotekarne banke, koje je prodavala investitorima u svetu, još krajem XIX veka. Danas, u modernoj Srbiji XXI veka, koja kreće putem Evropske unije, još uvek ne postoji sekundarno hipotekarno tržište, a ni namenska štednja za stan.

Savremeni srpski hipotekarni sistem je, u značajnoj meri, baziran na američkom modelu, uz dominantno prisustvo banaka iz EU. Razume se, ogromne su razlike u istoriji i nivou razvoja, kao i drugim objektivnim parametrima: obim i uslovi kreditiranja, značaj refinansiranja emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti, snazi i brojnosti hipotekarnih institucija, kao i po dostupnosti hipoteke stanovništvu.

konstruktivnih reformi i očuvanjem demokratske strukture, služi kao primer savladavanja ekonomskih kriza.

³⁰⁸ Miles, D., Pillonca, V. (2007) Financial Innovation and European Housing and Mortgage Market. Morgan Stanley Research Europe, No 18.

Pravna harmonizacija i transplantacija hipotekarnih modela iz razvijenijih pravnih sistema sadrži i odgovarajuće specifičnosti i probleme transformacije, imajući u vidu razvoj ekonomije i društva, uključiv i tranzicione zemlje.

Ovde ukazujemo na drastične razlike i u pogledu osnovnih uzroka, koji su doveli do destabilizacije i krize američke hipotekarne industrije, sa ogromnim posledicama po globalne finansije i realnu ekonomiju. Globalni investitori su verovali u ideologiju deregulacije u SAD, ne dovodeći u sumnju kvalitet sprovođenja propisa od strane brojnih učesnika hipotekarnih tržišta.

Lučavanje evolucije tradicionalnog i modernog američkog hipotekarnog sistema treba, istovremeno, da pokaže kako su osnovi modernog hipotekarnog sistema, uz državnu podršku, postavljeni u periodu najveće ekonomske krize u istoriji (Velika depresija), izdržali nekoliko manjih hipotekarnih kriza i obezbedili nezabeleženi razvoj i efektivnost hipotekarnog sistema u svetu. Drugim rečima, kako je prelaz sa mehanizama čvrste regulacije na deregulaciju, postao katalizatorom aktuelne globalne finansijske krize, koja ja zapljusnula i Srbiju³⁰⁹. Posebno, kako su specijalizovane državne agencije hipotekarnog tržišta SAD, menjajući vlasničku strukturu, pod naglašenim uticajem liberalizma, postale vinovnicima haosa na globalnom finansijskom tržištu.

Konačno, rezultat uporedne analize treba da bude izbor odgovarajućeg modela razvoja i regulacije domaćeg hipotekarnog tržišta. Pri tome, treba imati u vidu da je mnogo toga povezano i da se "istorija ponavlja", samo u drugim formama.

6. Razvoj i regulacija hipotekarnog tržišta SAD

Savremeno američko hipotekarno tržište zauzima posebno mesto među finansijskim tržištima sveta. Ono je najveće, najrazvijenije, najinovativnije, najsloženije i dugo vremena najefektivnije i najregulisanije hipotekarno tržište, kako u pogledu institucija, tako i u pogledu finansijskih instrumenata i mehanizama. Zahvaljujući dostignutom razvoju i autoritetu, ovo tržište ima najveći uticaj na globalno hipotekarno tržište, posebno globalno tržište hipotekarnih hartija od vrednosti.

Osobenost američkog modela hipotekarnog tržišta vezana je za ključnu ulogu države i uticaj Velike depresije u njegovom nastanku, razvoju i regulaciji, kroz osnivanje tri krupne državne kreditne agencije, koje su garantovale kredite i privlačile resurse za tržište hipoteka kupoprodajom hipotekarnih hartija od vrednosti.

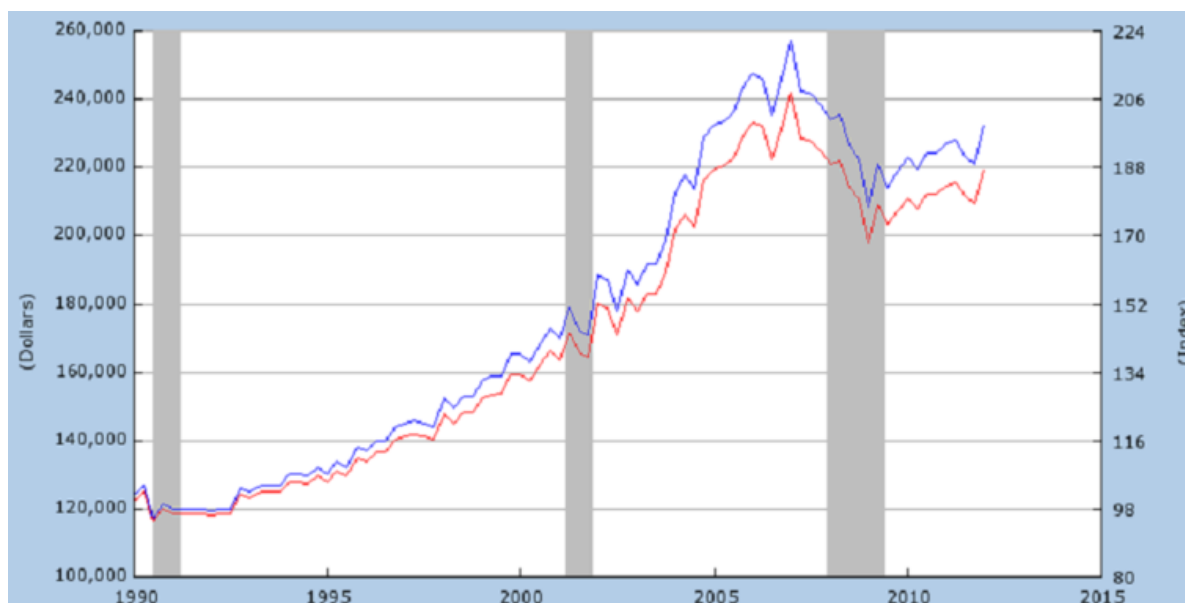
Američko hipotekarno tržište i tržište stanova karakteriše sledeće: (1) Visok udeo i kult ličnog vlasništva (oko $\frac{3}{4}$ stambenog fonda je u privatnom vlasništvu), što je deo doseljeničkog "američkog sna" – posedovanje sopstvenog stana, a po mogućstvu kuće³¹⁰, (2) Relativno mlad stambeni fond, prosečne starosti oko četiri decenije, (3) Gotovo 80% stanova kupljeno je uz pomoć hipotekarnih kredita, (4) U prvoj deceniji XXI

³⁰⁹ Hanić, H. at al. (2014) Global financial crisis: cause, consequences and the impact on Serbian Economy; Angelora, B. at al (editors) Contemporary trends and prospects of economic recovery. CENAF international association.

³¹⁰ Srbija je, međutim, nakon rasprodaje društvenih stanova i ozakonjenja nelegalne izgradnje kuća, apsolutni lider privatnog vlasništva stanova u svetu (99%).

veka oko 20% građana kupilo je stan, a njih oko 30% prvi stan, (5) Zbog izrazite mobilnosti, oko polovina Amerikanaca ne živi na jednom mestu, odnosno u jednom stanu, više od jedne decenije, (6) Cene nekretnina su, više od jednog veka, beležile kontinualni rast, usled jake tražnje, inflacionih očekivanja, tehnoloških inovacija u građevinarstvu i državne podrške³¹¹.

Impresivna karakteristika razvoja je stalni trend rasta cena stambenih objekata u SAD, od 1900-te godine do 2007. godine, što prikazuje sledeća slika.



— Srednja vrednost u dolarima

— Srednja vrednost- indeks

Osenčeni deo grafikona predstavlja period recesije u SAD

Slika 21: Srednja vrednost prodatih nekretnina u SAD u periodu 1990. – 2014. godina (u dolarima i indeks)

Izvor: Ministarstvo trgovine SAD- Popisni biro

U izuzetno dugom vremenskom horizontu, američko tržište je posmatrano kao najinovativnije, najsigurnije i najefektivnije tržište hipotekarnih kredita i hartija od vrednosti u svetu. Ove ocene zasnovane su na sledećim performansama:

- Efektivnost kreditno-finansijskog sistema i veći značaj tržišta kapitala, nego u drugim zemljama³¹²,
- Razvijenost institucionalne infrastrukture sekundarnog tržišta hipoteka,
- Razvijenost modela sekjuritizacije hipotekarnih kredita,
- Buran i stabilan rast državnih hipotekarnih agencija ogromnih razmera,

³¹¹ Barth, J., Lu, T., Lu, W., Phumiwasana, T., Yago, G. (2009) The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets. New Jersey. Wiley & Sons.

³¹² Razvoj američkih teorija u oblasti finansijskih tržišta i upravljanja portfoliom hartija od vrednosti, čiji su rezultati primenjeni u praksi i zavredeli Nobelove nagrade.

- Razvoj brojnih inovativnih proizvoda na primarnom i sekundarnom tržištu,
- Kreiranje novih hipotekarnih mehanizama,
- Državna organizovanost i programi za povećanje dostupnosti hipoteke za sve građane,
- Razvijenost sistema državnog i privatnog osiguranja hipoteka,
- Uvođenje unificiranih kreditnih standarda za sekundarno tržište hipoteka,
- Usavršavanje tehnoloških i informatičkih procesa u izuzetno složenoj strukturi učesnika hipotekarnog tržišta,
- Sposobnosti da mobiliše dugoročne resurse za hipotekarno kreditiranje od stranih investitora³¹³.
- Efektivan najžešći sistem regulacije tržišta hartija od vrednosti.

Međutim, od 2007. godine manifestuju se zbirni negativni efekti vladajuće ideologije liberalizacije i deregulacije, kroz veliku hipotekarnu krizu sa globalnom nestabilnošću³¹⁴. To je zahtevalo ponovno snažno mešanje države na hipotekarnom tržištu, ovoga puta za spašavanje državno sponzoriranih agencija i najvećih banaka, koje su postale suviše "velike, da bi propale", jer bi njihovo bankrotstvo značilo finansijski "nuklearni udar" na američki finansijski i ekonomski sistem, državni budžet i poreske obveznike³¹⁵.

6.1. Istorijski i pravni okvir

Savremeni razvoj i mehanizmi regulacije hipotekarnog tržišta u SAD nastali su pre više od osam decenija, kao nužan odgovor na najveći dotadašnji potres u istoriji finansija i ekonomije sveta.

Zasluge za izlazak iz Velike depresije (1929-1933) i nastanak sekundarnog tržišta hipotekarnih kredita pripadaju predsedniku Frenklinu Ruzveltu, koji je realizovao veliki državni projekat "Novi kurs". Akcenat je stavljen na obnovu porušenog finansijskog sistema, kroz vraćanje poverenja građana u bankarski sistem i hipotekarne institucije³¹⁶.

³¹³ Većina stranih autora je dugo interpretirala i argumentovala moć i superiornost američkog modela hipotekarnog tržišta. I sam autor je ovaj model hipotekarnog tržišta smatrao uzornim, sa pozitivnim multiplikativnim makroekonomskim efektima, uz snažne socijalne efekte na rešavanje stambenih potreba građana.

³¹⁴ Akerlof, G.A. (1970) The market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics.

³¹⁵ U suštini, kada je reč o finansijskim krizama- Sve se ponavlja: od Velike depresije do savremene globalne krize. Mnogi kritičari ovih agencija danas ukazuju da one ne bi postale toliko velike, da nisu imale ogromnu političku podršku. S jedne strane, one su proklamovale kao cilj rešavanje stambenih pitanja, a s druge strane, postojao je izražen konflikt interesa: kao akcionarske kompanije težile su maksimizaciji profita akcionara, a kao državne agencije trebale su da rade u interesu društva. Mishkin, F. (2004) The Economics of Money, Banking and Financial Markets. New York. Pearson. str. 378.

³¹⁶ Wachter, S.M. / Smith, M.M. (2011) "The American Mortgage System: Crisis and Reform". University of Pennsylvania Press.

Do tada je hipotekarno tržište funkcionisalo samo kao primarno, razjedinjeno i usitnjeno, sa malim obimom hipotekarnih kredita, depozitima građana kao izvorom kreditnih resursa, kratkim rokovima i visokim fiksnim kamatnim stopama po kreditima, bez podrške države. Tako slabo razvijeno i slabo regulisano hipotekarno tržište razbili su veliki udari ekonomske krize: visoka inflacija, bankrotstvo firmi i masovna nezaposlenost, rast defolta po kreditima, gubitak založene imovine, gubitak lične uštede i drugo, sa ogromnim negativnim posledicama po bankarski sistem, tržište nekretnina i socijalnu stabilnost.

Razrađena ekonomska i socijalna strategija F. Ruzvelta dovela je do suštinske transformacije američkog sistema hipoteke. Aktivizacija hipotekarnog stambenog kreditiranja je stimulisala mobilizaciju resursa pod državnom regulacijom, što je pokrenulo investicioni ciklus u građevinarstvu i dovelo do razvoja tržišta nekretnina. Pod najvećim ekonomskim udarom i krizom, kreiran je novi, naučno zasnovani, reformisani normativno-pravni okvir za budući svestrani razvoj hipotekarnog tržišta³¹⁷.

Za SAD, kao zemlju sa sistemom precedentnog prava, karakteristično je da ne postoji specijalno zakonodavstvo koje reguliše hipotekarno tržište, već više zakona i primena prava na osnovu iskustava najbolje prakse. Druga karakteristika je: zakonsko regulisanje odnosa u vezi sa hipotekom na dva nivoa-federalnom i nivou pojedinačnih 50 američkih država.

Sistem državne podrške hipotekarnom kreditiranju uključivao je složeni mehanizam finansiranja, koji je bitno doprineo izlasku SAD iz Velike depresije. Aktivizacija države bila je usmerena u nekoliko pravaca:

- Donošenje zakonskih i normativnih akata za regulisanje hipotekarnog tržišta,
- Formiranje snažne institucionalne državne hipotekarne strukture i državnog garantovanja hipotekarnih kredita privatnim kreditorima,
- Usavršavanje, standardizacija i razvoj inovativnih hipotekarnih instrumenata i mehanizama,
- Donošenje programa državne pomoći i stimulacije hipotekarnog tržišta.

Normativno-pravnu osnovu razvoja i regulacije hipotekarnog tržišta SAD čine brojni zakoni: o osnivanju FED, SEC i državnih hipotekarnih agencija, o nekretninama, o transparentnosti informacija, o hipoteci, o jednakim kreditnim mogućnostima, o pravu na finansijsku tajnu i drugi³¹⁸.

Zakoni koji regulišu delatnost ovih institucija su izdržali probu vremena, uz manja preispitivanja i usavršavanje.

Pored čvrstih zakona, u cilju oporavka i razvoja stambenog hipotekarnog tržišta, formirano je i podržano od strane države, više jakih državnih institucija- agencija,

³¹⁷ Potvrđena je narodna izreka "bez muke, nema nauke". Osnovu ovih reformi dao je Dž. M. Kejns u najznačajnijoj knjizi iz oblasti ekonomske nauke, napisanoj u prethodnom veku.

³¹⁸ U daljem istraživanju navodimo relevantna zakonska akta. Posebno je bilo značajno donošenje jedinstvenog zakona na federalnom nivou 1985. godine - Unificirani zakon o dohotku od hipoteke (ULSIJA) kojim su definisani principi i odnosi učesnika u svim fazama izgradnje i finansiranja nekretnina, uz minimizaciju troškova i unapred poznate odnose i izvesnost.

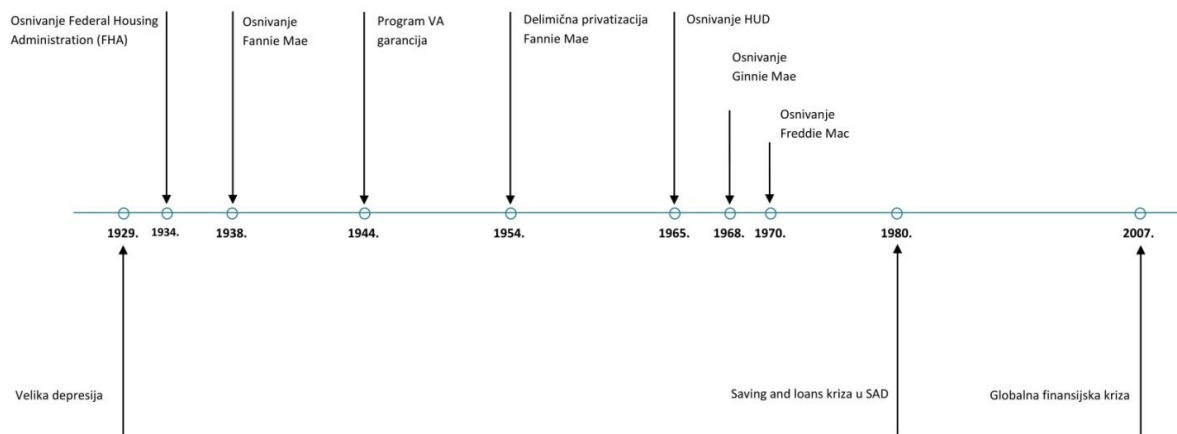
odnosno federalnih stambenih administracija, sa specijalnim statusom i zadacima, koje su vremenom evoluirale. Pri tome, poseban značaj imaju federalne administracije i tri mega državne odnosno državno sponzorisanе kreditne agencije i to:

1. Federalna banka za stambeno kreditiranje (Federal Housing Loans Bank),
2. Federalna stambena administracija (Federal Housing Administration- FHA),
3. Administracija veterana (Veterans Administration- VA),
4. Federalno nacionalno hipotekarno udruženje (Federal National Mortgage Association, FNMA) - u narodu poznato pod imenom "Feni Mej".
5. Državno nacionalno hipotekarno udruženje (Government National Mortgage Association, GNMA) - popularno "Džini Mej".
6. Federalna stambena hipotekarna korporacija (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC) - popularno "Fredi Mek".
7. Departman za stambenu izgradnju i urbani razvoj (Department of Housing and Urban Development- HUD), kao regulatorno telo,
8. Federalna stambena finansijska agencija (Federal Housing Finance Agency- FHFA), glavno regulatorno telo za državno sponzorisanе korporacije.

Ključna razlika u odnosu na druge zemlje, koje su sredstvima iz budžeta podržavale stambenu izgradnju i time konkurisale privatnim bankama, bila je u tome što su SAD optirale da preko svojih federalnih kreditnih agencija osiguravaju i garantuju kredite odobrene od strane privatnih kreditora, podižući njihovu marketibilnost (utrživost).

Od nastanka hipotekarnog sistema u SAD, beleži se istorijska zakonomernost u pogledu etapnog razvoja segmenata hipotekarnog tržišta (primarno, pa sekundarno), uz presudnu ulogu države i njenih specijalizovanih kreditnih agencija. Njihovim formiranjem, u suštini su, postavljeni temelji koji povezuju primarno tržište hipotekarnih kredita na lokalnom nivou sa sekundarnim hipotekarnim tržištem, koje obezbeđuje resurse za hipotekarno kreditiranje na nacionalnom i globalnom nivou. Istovremeno, to je značilo uspostavljanje čvrste veze između lokalnog tržišta nekretnina i globalnog tržišta kapitala.

Da bi pokazali istorijsku zakonomernost, zadržaćemo se detaljnije na istoriji stvaranja institucija sekundarnog hipotekarnog tržišta, koju prikazuje sledeća slika:



Slika 22: Istorija stvaranja i krize hipotekarnog sistema SAD

Izvor: Autorska interpretacija

Institucije hipotekarnog tržišta su formirane na osnovu posebnih zakonskih projekata, kako sledi³¹⁹.

1. Prva državna institucija osnovana 1932. godine, bio je sistem stambenih banaka (FHLB), čiji su ciljevi bili podsticanje hipotekarnog tržišta, kroz odobravanje stambenih kreditnih linija, ali i čvrst nadzor nad štedno- kreditnim asocijacijama, kojima je pretio opstanak, usled velike krize. Sistem FHLB je bio organizovan u 12 regionalnih banaka u vlasništvu svojih članova (banaka, štedno- kreditnih asocijacija, osiguravajućih društava i dr.)³²⁰.

2. Krucijalni pravni akt za postavljanje temelja modernog hipotekarnog tržišta bio je Zakon o nacionalnoj stambenoj štednji, donet 1934. godine, na osnovu koga je iste godine formirana Federalna stambena asocijacija (Federal Housing Administration, FHA). Osnovni njen zadatak je bio državno garantovanje hipotekarnih stambenih kredita koje odobravaju privatni kreditori, mada je mogla da i neposredno daje kredite (do 67.000\$) za kupovinu kuća. Premije osiguranja za davanje garancija čine poseban fond, koji investira u likvidne trezorske HoV. Zaslužna je za smanjenje kamatnih stopa, uvećanje rokova hipotekarnih kredita (do 30 godina), uvećanje koeficijenta pokrića kredita hipotekom (do čak 95%), kao i afirmaciju anuitetskog načina otplate stambenih kredita. To je značilo, kako uvođenje standardizacije strogih uslova kreditiranja, tako i prenos rizika sa kreditora na garanta. U suštini, to je bio prvi korak u razvoju sekundarnog tržišta hipoteka.

FHA je realizovala više desetina različitih hipotekarnih programa osiguranja i kreditiranja. Osnovni korisnici tih programa bili su kupci prvih stanova, pripadnici nacionalnih manjina i korisnici kredita sa niskim primanjima. Drugim rečima, osigurani krediti namenjeni su porodicama koje bez državne podrške ne bi bile u mogućnosti da dobiju kredit za stan³²¹.

³¹⁹ Wachter, S.M. / Smith, M.M. (2011) "The American Mortgage System: Crisis and Reform". University of Pennsylvania Press.

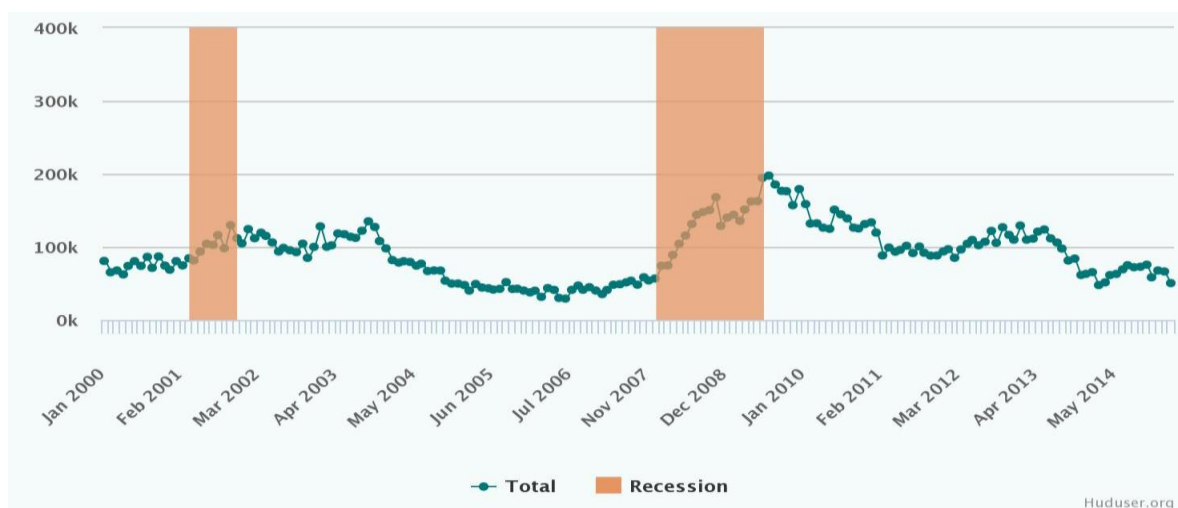
³²⁰ Sistem FHLB danas čini preko 8.000 članova, kreditno- finansijskih institucija u SAD, koje nadzire Federalni bord za stambeno finansiranje (FHFB).

³²¹ Takvih porodica, koje dođu do stana sa osiguranjem kredita FHA bilo je preko pola miliona godišnje.

U slučaju nemogućnosti otplate kredita, aktivira se garancija FHA isplatom zahtevane obaveze prema kreditoru od strane HUD, koji postaje vlasnik te hipoteke.

Pored toga, FHA daje i stambene kredite, koji odgovaraju konkretnom zajmotražiocu i kreditoru. Zahtevani prosečni godišnji dohodak zajmotražioca FHA bio je 37.000\$, dok je za zajmotražioca običnih kredita prosečan dohodak iznosio 55.000\$.

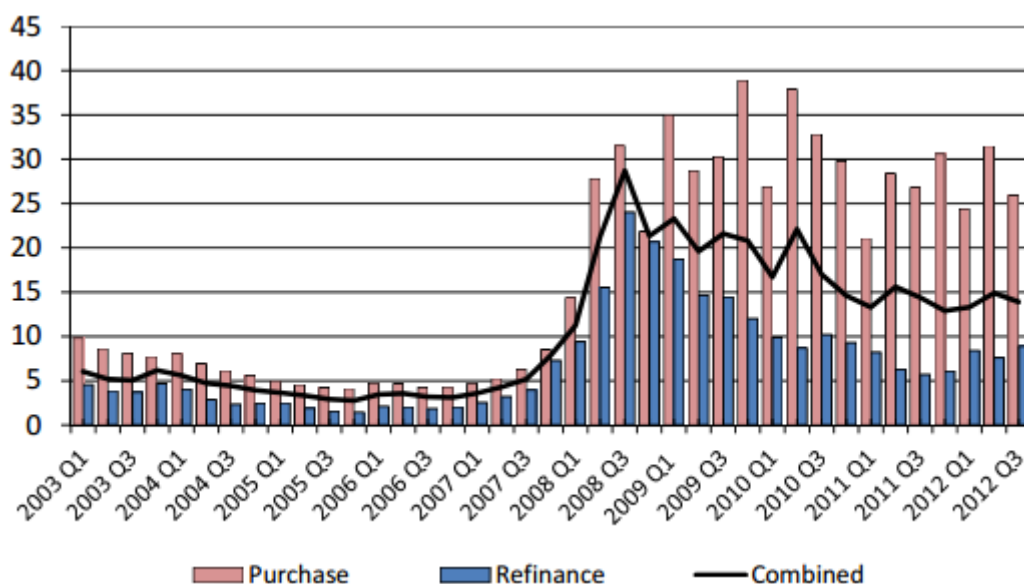
Posebno je značajno istaći da FHA nikada nije koristila budžetska sredstva za svoje programe, niti je imala gubitke tokom više od osam decenija svoga postojanja. Kretanje osiguranih hipotekarnih kredita od strane FHA prikazuje sledeća slika:



Slika 23: Ukupan broj odobrenih aplikacija za hipotekarno osiguranje u SAD

Izvor: www.fha.com

Učešće FHA u strukturi ukupnog hipotekarnog kreditiranja po vrstama hipoteke daje sledeća slika:



Slika 24: Struktura učešća hipotekarnog kreditiranja po vrstama hipoteke u SAD

Izvor: www.fha.com

3. U cilju pomoći prilagođavanja normalnom životu i obezbeđenju dostupnosti hipotekarnih stambenih kredita veteranima Drugog svetskog rata, na osnovu posebnog zakona, formirana je 1944. godine Administracija veterana (Department of Veterans Affairs-VA).

Slično FHA, VA je garantovala bankama vraćanje hipotekarnih kredita (do iznosa od 46.000\$) za ovu kategoriju korisnika, koji nisu bili prvoklasni klijenti za banke, ali su imali velike državne zasluge. U slučaju kašnjenja ili nemogućnosti otplate korisnika kredita, VA je otpisivala potraživanja.

Rezimirajući izneto, posebno ističemo da je sprovođenje programa državnog garantovanja hipotekarnih stambenih kredita, od strane dve državne agencije (FHA i VA), suštinski doprinelo utvrđivanju osnovnog pravca hipotekarnog kreditiranja (smanjenje ličnog učešća, utvrđivanje nižih fiksnih kamatnih stopa, uvećanje rokova vraćanja, čvršći nadzor i dr.). Istovremeno, to je značilo pokretanju ciklusa i potonjeg buma stambene izgradnje, koji je trebao da zadovolji naraslu posleratnu platežno sposobnu tražnju za stanovima. Jer, veliki rast štednje u bankama bio je posledica odricanja i straha stanovništva da se ne ponovi Velika depresija³²².

Ovde treba naglasiti da je značajan dopunski stimulans za korišćenje hipotekarnih stambenih kredita predstavljala izmena Poreskog zakona iz 1939. godine, po kojoj su korisnici kredita imali pravo umanjenja poreza na dohodak građana za iznos kamate po hipotekarnom kreditu. Već tada je demonstriran značaj usklađenosti i sadejstva monetarno- kreditne i fiskalne politike na razvoj hipoteke.

4. Nešto ranije (1938.), na osnovu specijalnog zakona (Federal National Mortgage Association Akt), formirana je Feni Mej, kao državni pionir sekundarnog hipotekarnog tržišta SAD. Njen zadatak je bio stabilizacija i obezbeđenje funkcionisanja likvidnog hipotekarnog tržišta, putem kupoprodaje, odnosno refinansiranja hipotekarnih kredita. U suštini, nastanak ove državne agencije označio je početak njene istorijske uloge, kao najvećeg investitora na hipotekarnom tržištu SAD. Njena misija je bila da stimulisanjem stambene tražnje i podsticanjem hipotekarnih kreditora stvori sekundarno hipotekarno tržište i time doprinese socijalnoj stabilnosti i ekonomskom rastu SAD. Treba posebno naglasiti da je ova Agencija, pune četiri decenije, ostvarivala ulogu regulatora primarnog hipotekarnog tržišta, preko mehanizma kupoprodaje hipotekarnih kredita.³²³ Istovremeno, ona je stvorila tržište za subvencionisane hipoteke siromašnijim slojevima stanovništva (FHA) i ratnim veteranima (VA), sa ciljem podizanja likvidnosti njihovih privatnih kreditora. Takođe, imala je ulogu stečajnog upravnika za zajmove iz ovih državnih programa.

Istorija "Feni mej" obeležena je događajima cikličnog prelaza iz državne u privatnu svojinu i obrnuto. Tako je 1954. godine transformisana u akcionarsko društvo (u mešovitoj svojini) prodajom državne svojine primarnim kreditorima, koji su joj prodavali hipotekarne kredite (radi refinansiranja), uz zadržavanje kontrolnog državnog paketa. "Feni Mej" je emitovala obične akcije u privatnoj svojini, dok je država imala privilegovane akcije. Već na toj etapi razvoja sistema hipotekarnog tržišta, privatni kapital

³²² Akerlof, G./ Shiller, R. (2009) Animal spirits. Princeton University Press.

³²³ Mehanizam emisije hipotekarnih hartija od vrednosti i sekjuritizacija, odnosno sekundarno hipotekarno tržište pojavilo se tek 1970. godine.

je prihvatio mehanizam aktivizacije sekundarnog hipotekarnog tržišta, obezbeđivanjem dugoročnih resursa, kroz emisiju hipotekarnih hartija Feni Mej. Investitori su imali interes da kupuju "gotove" hipotekarne kredite, umesto da ih oni odobravaju, jer su time štedeli na operativnim troškovima odobravanja i osiguravanja kredita. Istovremeno, interes investitora je bio dalji razvoj infrastrukture i novih profitabilnih hipotekarnih proizvoda.

5. Sa razvojem i složenošću hipotekarnog tržišta javila se potreba za osnivanjem (1965.) posebnog regulatornog tela hipotekarnog tržišta, kao dela Ministarstva stanovanja i gradskog razvoja (US Department of Housing and Urban Development- HUD). HUD je imao više funkcija na primarnom hipotekarnom tržištu (osiguranje hipotekarnih kredita, budžetska pomoć invalidima i starijim osobama, subvencionisanje programa lokalne samouprave za razvoj stanogradnje, podsticanje investitora na ulaganje u ovaj sektor i drugo). Kroz uticaj na hipotekarno kreditiranje i stambenu izgradnju HUD je, direktnim i indirektnim podsticajima, dugo davala zamajac nacionalnoj ekonomiji i socijalnoj stabilnosti.

6. Stalni rast i razvoj hipotekarnog tržišta, kao i potreba smanjenja državnih troškova, doveli su do velike suštinske reforme Feni Mej, sprovedene zakonskim aktom Kongresa 1968. godine, kada je ova Agencija podeljena na dva samostalna pravna lica (privatna korporacija- Feni Mej i državna agencija- Džini Mej):

Feni Mej je dobila status privatne korporacije, podržane od strane države, sa zadržavanjem prethodnog naziva Feni Mej, uz novi zadatak da emituje i garantuje HoV na osnovu hipotekarnih kredita kupljenih od privatnih kreditora. Država je zadržala broj svojih akcija, a HUD je ostao državni regulator poslovanja ove Korporacije, koja kao javna korporacija, listira svoje akcije na Njujorškoj berzi. Prema svom statutu, koji usvaja Kongres, može da pribavlja isključivo stambene hipoteke, koje refinansira emisijom svojih hartija. Njene akcije i dužničke HoV imaju izuzetno visoku likvidnost i visok rejting zbog posebnog statusa kod domaćih i stranih investitora, kao hartije od vrednosti "Agencije SAD", iako nisu garantovane od strane države. U smislu reciprociteta za privilegije koje ima, statutom je regulisana i njena važna društvena misija, da kao partner države trajno obezbeđuje finansijske hipotekarne proizvode i usluge koji omogućavaju dostupnost stanova porodicama sa nižim i srednjim primanjima. Pošto je ušla i u program sumnjivih subprime hipoteka, 2008. godine, u sklopu antikrizne regulacije, stavljena je pod vlasničku kontrolu države.

U pogledu korporativnog upravljanja, imala je posebne veze sa državom, tako što su od 18 članova Uprave, 13 birali akcionari korporacije, dok je 5 članova postavljao Predsednik SAD. Na taj način ona nije bila potpuno nezavisna korporacija. Druga konekcija sa federalnom vladom je bila u tome što Ministarstvo finansija može kupiti njene hartije od vrednosti do 2,25 milijardi \$. Dobila je pravo kupovine običnih hipotekarnih stambenih kredita, koji nisu garantovani od FHA, već su osigurani od privatnih osiguravajućih kompanija, ali obavezno prema standardima ove Korporacije. Ova nacionalna korporacija je postala najveći investitor u stambene hipoteke (sa više od četvrtine svih hipoteka u SAD).

7. Druga "sestrinska" institucija, kao državna agencija dobila je novi naziv "Džini Mej", u okviru HUD. Zadatak novostvorene agencije bio je da nastavi davanje garancija bankama, ali samo po kreditima prethodno osiguranim od države (FHA i VA), da razrađuje specijalne programe državnih subvencija i emituje svoje hartije od vrednosti,

koje su imale veliko poverenje investitora, kao čisto državne HoV³²⁴. Za razliku od "Feni Mej", ona ne odobrava hipotekarne stambene kredite, već je poznata po tome što je februara 1970. godine bila prva (i to državna) kompanija, koja je emitovala hipotekarne hartije od vrednosti - mortgage backed securities (MBS). Agencija garantuje mesečne isplate kamate i glavnice po MBS, u slučaju da izostanu otplate korisnika kredita. Nominalna vrednost ovih MBS kretala se od 25.000\$, sa rokom do 30 godina. To je istovremeno bilo rađanje jednog od najvećih segmenata tržišta hartija od vrednosti obezbeđenih hipotekom. Taj događaj se uzima za rođendan novog finansijskog mehanizma- sekjuritizacije hipotekarnih kredita. Ova Agencija je jedan od najvećih učesnika sekundarnog hipotekarnog tržišta, sa dosadašnjim emisijama koje premašuju 2 biliona \$, a u opticaju ima 434 milijarde \$ MBS.

8. U cilju jačanja konkurencije na sekundarnom hipotekarnom tržištu, 1970. godine na osnovu Zakona o vanrednom stambenom finansiranju osnovana je još jedna kvazidržavna korporacija "Fred Mek", kao ekvivalent "Feni mej" za privatne hipoteke. Obezbeđuje podršku kroz refinansiranje običnih- neosiguranih hipotekarnih kredita od strane države, kao i kroz uspostavljanje jednoobraznih standarda kreditiranja. Naredne godine od svoga osnivanja, emitovala je svoju prvu hartiju od vrednosti- certifikat učešća (PC), obezbeđen pulom hipoteka.

Može se reći da su dve privatne (sada nacionalizovane) hipotekarne korporacije "Feni Mej" i "Fred Mek" dominantno uticale na razvoj i regulaciju, kao glavni igrači na sekundarnom hipotekarnom tržištu SAD i istovremeno najveće nebankarske kompanije hipotekarnog tipa u svetu. U 2008. godini zajedno su kontrolisale više od 40% hipotekarnog tržišta SAD, koje je ukupno iznosilo oko 12 triliona \$. Ukupan hipotekarni dug i garancije ove dve korporacije bile su dostigle 5,5 triliona \$, što je premašilo iznos državnih obveznica SAD, koje su iznosile 5,3 triliona \$.

U hartije od vrednosti ove dve korporacije mogu se investirati sredstva državnog budžeta. Oslobođene su dela državnih i lokalnih poreza.

Sa nastankom i razvojem velike hipotekarne krize u SAD, 2008. godine osnovano je glavno regulatorno telo za "Feni Mej" i "Fred Mek", koje dalje usmerava njihovo poslovanje

6.2. Institucionalna struktura

Pored navedenih specijalizovanih državnih institucija, na hipotekarnom tržištu SAD posluje veliki broj krupnih privatnih komercijalnih i investicionih banaka, finansijskih kompanija, štedno- kreditnih asocijacija, kao i različitih institucionalnih investitora. Sve ove institucije, kao i državne, utiču na razvoj i stabilnost, kako primarnog, tako i sekundarnog hipotekarnog tržišta³²⁵.

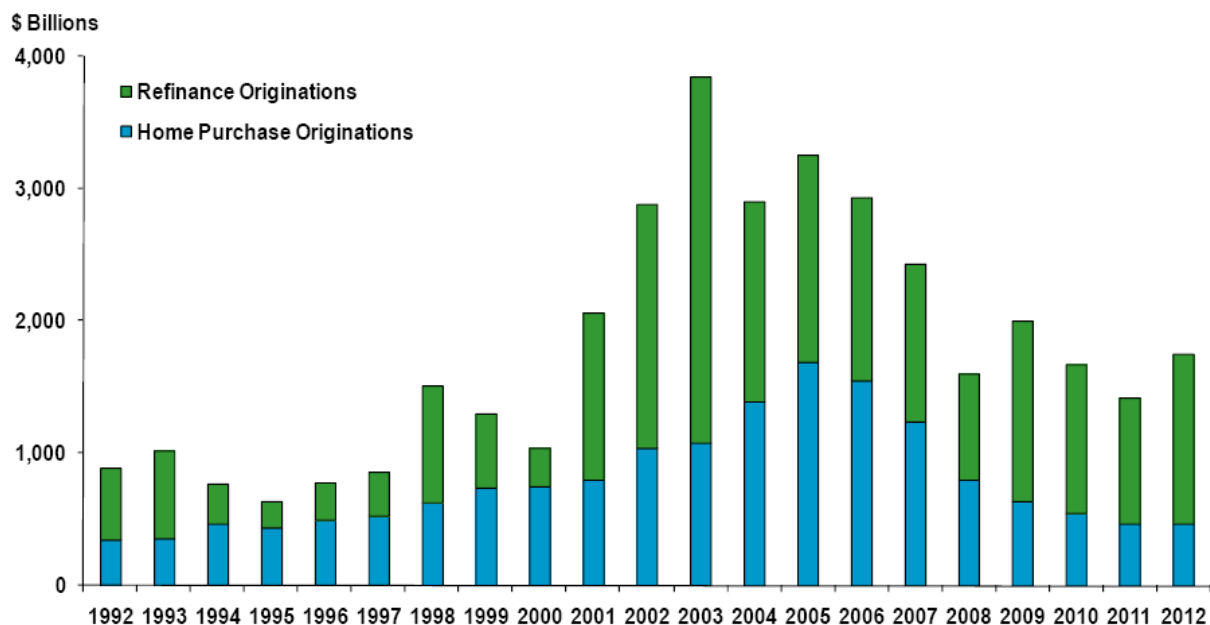
³²⁴ Hipotekarni portfolio Feni Mej osiguran od FHA i VA prenet je na Džini Mej.

³²⁵ Boleat, M. (2003) "Regulation of Mortgage Lending Institutions". Housing Finance international, No 9.

Primarno hipotekarno tržište, odnosno obim hipotekarnog kreditiranja u SAD, početkom ovog veka rastao je neobičnom brzinom, podstaknut stalnim rastom cena stanova, kao i opredeljenjem države da podstiče porast udela privatnih stanova i kuća.

1. Parametri savremenog primarnog hipotekarnog tržišta pokazuju da je obim hipotekarne zaduženosti u periodu 2000-2007. godine porastao je više od 3 puta, od kada se beleži drastičan pad, a potom umereniji rast.

U ukupan obim hipotekarnih kredita uključen je čitav spektar stambenih hipoteka, kao finansijskih proizvoda namenjenih širokoj bazi zajmotražilaca, od prvoklasnih do loših kredita. Kretanje godišnjeg obima datih hipotekarnih kredita ilustruje sledeća slika.



Slika 25: Godišnji obim datih hipotekarnih kredita u SAD

Izvor: www.mba.org

2. Originatore hipotekarnih kredita u SAD čine hipotekarne kompanije, komercijalne banke i štedno-kreditne asocijacije, čije tržišno učešće ilustruje sledeća tabela:

Tabela 11: Udeo učesnika na primarnom hipotekarnom tržištu SAD

Year	Savings Institutions	Commercial Banks	Life Insurance Companies	Government-Sponsored Entities	Individuals and Others
1955	37.6%	16.6%	22.6%	4.1%	20.1%
1970	43.9%	15.6%	15.7%	8.0%	16.7%
1980	41.2%	18.0%	8.9%	17.5%	14.2%
1990	21.1%	22.3%	7.0%	33.1%	16.5%
2000	10.6%	24.4%	3.5%	41.7%	19.7%
2005	9.4%	24.3%	2.3%	34.8%	29.0%
2006	8.0%	25.2%	2.2%	33.7%	30.8%
2007*	8.0%	24.5%	2.2%	34.6%	30.7%

Izvor: www.huduser.org

Prethodna tabela jasno pokazuje da se poslednjih decenija beleži drastično smanjenje udela S&Ls na primarnom hipotekarnom tržištu (sa 43,9% na 8%), dok je istovremeno porastao udeo državno sponzoriranih kompanija (sa 8% na 34,6%). Udeo komercijalnih banaka je zadržan na sličnom nivou (24,5%), dok se na ostale učesnike (investicioni fondovi, društva za životno osiguranje, hipotekarne kompanije i drugi privatni kreditori) odnosi oko 30% udela na ovom tržištu. Na hipotekarne pulove ili trustove, koje čine 3 državne hipotekarne agencije odnosi se 34,6% primarnog hipotekarnog tržišta.

Zbog velike konkurencije originatori se specijalizuju za pojedine tipove i mehanizme kreditiranja. Njihove generalne razlike su u prirodi samih institucija i modelima mobilizacije resursa za hipotekarno kreditiranje, kako sledi³²⁶.

- *Hipotekarne kompanije*, kao nedepozitne bankarske institucije su, zajedno sa GSE, lideri u odobravanju hipotekarnih stambenih kredita, ali ih ne zadržavaju u svom posedu. U pasivi njihovog bilansa su pozajmljena sredstva-kratkoročni krediti komercijalnih banaka i emitovane kratkoročne obveznice, zbog čega su prinuđene da se relativno brzo oslobađaju dugoročnih plasmana, prodajom na sekundarnom tržištu, čime ih skidaju iz svoje bilansne aktive.

Zahvaljujući izuzetno razvijenom sekundarnom hipotekarnom tržištu, hipotekarne kompanije mogu da plasiraju hipotekarne kredite u ukupnom obimu većem do 20 puta u odnosu na sopstvenu aktivu³²⁷. Njihovo finansijsko posredovanje sastoji se u pozajmljivanju velikih kvantuma sredstava sa tržišta i odobravanju manjih hipotekarnih kredita građanima, za razliku od komercijalnih banaka koje prikupljaju sitnije depozite iz kojih daju veće hipotekarne kredite građanima. Osnovno preimućstvo hipotekarnih kompanija je u tome što ih država praktično ne reguliše, kao što reguliše banke i štedionice. Pojedine države sada regulišu samo maksimalnu sumu i rokove kredita, ali ne i strukturu aktiva i načine mobilizacije sredstava, niti im ograničavaju otvaranje filijala. Po obimu aktivnosti, pripadaju krupnoj bankarskoj industriji. Deset vodećih hipotekarnih kompanija u SAD su u vlasništvu najvećih američkih korporacija, a njihovo pojedinačno učešće na primarnom hipotekarnom tržištu, prikazuje tabela 12.

Karakteristično je da su hipotekarne kompanije nastale izdvajanjem odeljenja za hipotekarno kreditiranje iz komercijalnih banaka, u sklopu modernog razvoja hipotekarno-građevinskog biznisa.

- *Komercijalne banke*, kao depozitne institucije, uglavnom zadržavaju svoje dugogodišnje mesto sa udelom od oko ¼ kreditiranih hipoteka. SAD je prva u svetu po broju komercijalnih banaka (oko 8000), pri čemu je mnogo malih banaka koje su formirane na nivou pojedinačnih država. Da bi se prilagodile restriktivnim propisima, banke su stvarale bankarske holding kompanije, koje poseduju više od 90% svih depozita.

³²⁶ Wachter, S.M., Smith, M.M. (2011) *The American Mortgage System: Crisis and Reform*. University of Pennsylvania Press.

³²⁷ Zato se često kaže da su to banke koje mogu da "daju kredite, iako nemaju para". To ne važi za evropske hipotekarne banke, koje odobrene kredite drže u svom bilansu, jer dugoročna sredstva pribavljaju emisijom dugoročnih hipotekarnih obveznica.

Tabela 12: Pregled deset najvećih hipotekarnih kompanija u SAD

Dollars in Millions						
Rank	Company	Location	2012Q4	2011Q4	Change	Market Share
1	Wells Fargo & Company	San Francisco, CA	\$125,704	\$120,531	4%	24.74%
2	Chase	Iselin, NJ	\$54,245	\$41,705	30%	10.68%
3	Quicken Loans Inc.	Detroit, MI	\$24,876	\$10,745	132%	4.90%
4	U.S. Bank Home Mortgage	Bloomington, MN	\$23,246	\$18,411	26%	4.58%
5	Bank of America	Charlotte, NC	\$22,478	\$22,373	0%	4.42%
6	CitiMortgage, Inc.	O'Fallon, MO	\$18,542	\$22,999	-19%	3.65%
7	Flagstar	Troy, MI	\$15,352	\$10,187	51%	3.02%
8	PHH Mortgage	Mt. Laurel, NJ	\$14,413	\$15,619	-8%	2.84%
9	PennyMac	Calabasas, CA	\$10,000	N/A	N/A	1.97%
10	Ally Bank/ResCap (GMAC)	Bloomington, MN	\$9,821	\$16,480	-40%	1.93%

Izvor: www.forbes.com

Donošenjem Zakona o modernizaciji bankarskih usluga 1999. godine, kojim je zamenjen raniji Glas-Stigalov zakon, bankama je omogućeno da se bave hartijama od vrednosti i operacijama sa nekretninama, kao i da otvaraju svoje filijale na celoj teritoriji zemlje.

Najveće američke banke, koje imaju najviši opšti rejting, zauzimaju visoko mesto i na primarnom hipotekarnom tržištu, što ilustruje sledeća slika.



Slika 26: Pregled najvećih komercijalnih banaka na primarnom hipotekarnom tržištu SAD

Izvor: www.forbes.com

Banke karakteriše uspostavljanje dugoročnog poslovnog odnosa sa širokom bazom klijenata i razvijenom mrežom filijala za unakrsnu prodaju mnogobrojnih bankarskih proizvoda i usluga, uključujući i investiranje i konsalting u vezi kupovine i finansiranja hipoteka.

U tom pogledu, značajna je njihova povezanost sa hipotekarnim brokerima, koji kroz svoje posredničke uloge, kao "podizvođači banaka", povezuju zajmotražioce i kreditore.

U uslovima pojačane konkurencije brokeri i kreditori razrađuju strategije približavanja klijentu, uključujući i posete potencijalnim klijentima na poslu i kod kuće. Kao perspektivan savremeni kanal komunikacije pojavilo se Internet i on-line kreditiranje, koje ima izvesne teškoće, u smislu obezbeđenja papirne dokumentacije.

- *Štedno-kreditne asocijacije*, kao depozitno-kreditne institucije, svoj kreditni potencijal formiraju uglavnom iz štednih uloga klijenata, a mogu da plasiraju hipotekarne kredite do nivoa od 20% sopstvene aktive. Ove hipotekarno kreditne institucije prolazile su kroz velike uspone i padove u svom poslovanju. U Velikoj depresiji mnoge su bankrotirale da bi, nakon masivne državne intervencije, bio stvoren sistem podrške i osiguranja, koji im je obezbedio dugogodišnju ulogu lidera hipotekarno-stambenog kreditiranja. Dugo su imale privilegovan položaj na račun banaka (otvaranje filijala, nelimitirane kamatne stope, subvencije države na štednju i sl.). Međutim, drastičan rast inflacije i kamatnih stopa na depozite (80-ih godina) primorao ih je da upadnu u kamatne "makaze" i duboku krizu u kojoj su dugo održavane u statusu "živog mrtvaca"³²⁸. Bio je to veliki moralan rizik i pogrešan izbor regulatora (jer su uživale podršku političkih partija i zakonodavaca), pa su troškovi njihovog spašavanja iznosili oko 150 milijardi \$. Kroz procese spajanja, pripajanja bankama, penzionim i osiguravajućim fondovima, smanjen je njihov broj na oko 1500, pa sada zauzimaju četvrto mesto među originatorima hipotekarnih kredita.

6.3. Karakteristike finansijskih instrumenata

Primarno hipotekarno tržište SAD je složeno u pogledu konkurentne ponude hipotekarnih proizvoda sa različitim karakteristikama³²⁹.

Brojni specifični tipovi hipotekarnih stambenih kredita mogu se svesti na tri bazična vida: državni (kvalifikovani), standardni (konvencionalni) i ostali (nekonvencionalni) krediti.

- Državni ili kvalifikovani krediti odnose se na direktnu državnu podršku u osiguranju kredita od strane državnih institucija (FHA, VA). Državni programi garantovanja zahtevaju poštovanje utvrđenih limita iznosa kredita - FHA kredit 67.000\$, VA – 46.000\$, maksimalnih rokova, minimalno lično učešće, visinu osigurane sume, uslove ocene i praćenja vrednosti nekretnine, proviziju koju naplaćuje FHA od dužnika u iznosu od 0,5% od iznosa kredita i dr.
- Konvencionalne (standardne) kredite ne osiguravaju državne agencije, ali moraju odgovarati standardima državnih agencija, radi kasnije preprodaje kredita i sekjuritizacije. U suštini, reč je o indirektnoj državnoj podršci, s tim da prodavci kredita odgovaraju i garantuju za stvarnu standardizovanost. Navodimo neke standarde "Feni Mej"³³⁰: (1) Tip zaloge- kreditirani ili drugi stan, (2) Koeficijent LTV – od 70% za obične kredite, do 95% za kredite, koji se daju iz državnih programa, (3) Limit iznosa kredita- 252.700\$, (4) Tip amortizacije hipotekarnog kredita – fiksna ili fleksibilna kamatna stopa.

³²⁸ Mishkin, F. (2004) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York. Pearson. str. 329

³²⁹ Farlow, A. (2013) *Crash and Beyond: Causes and Consequences of the Global Financial Crisis*. Oxford University Press.

³³⁰ www.faniemae.com

- Nestandardni krediti ne ogovaraju standardima državnih agencija, po pravilu ih odobravaju komercijalne banke u iznosima i po kamatnim stopama, koje zavise od konjunktura finansijskog tržišta, bez obzira da li će moći kasnije biti prodati. Ovaj tip hipotekarnih kredita osiguravaju privatne osiguravajuće kompanije.

Neke osnovne specifičnosti hipotekarnih stambenih kredita u SAD, u odnosu na druge zemlje su:

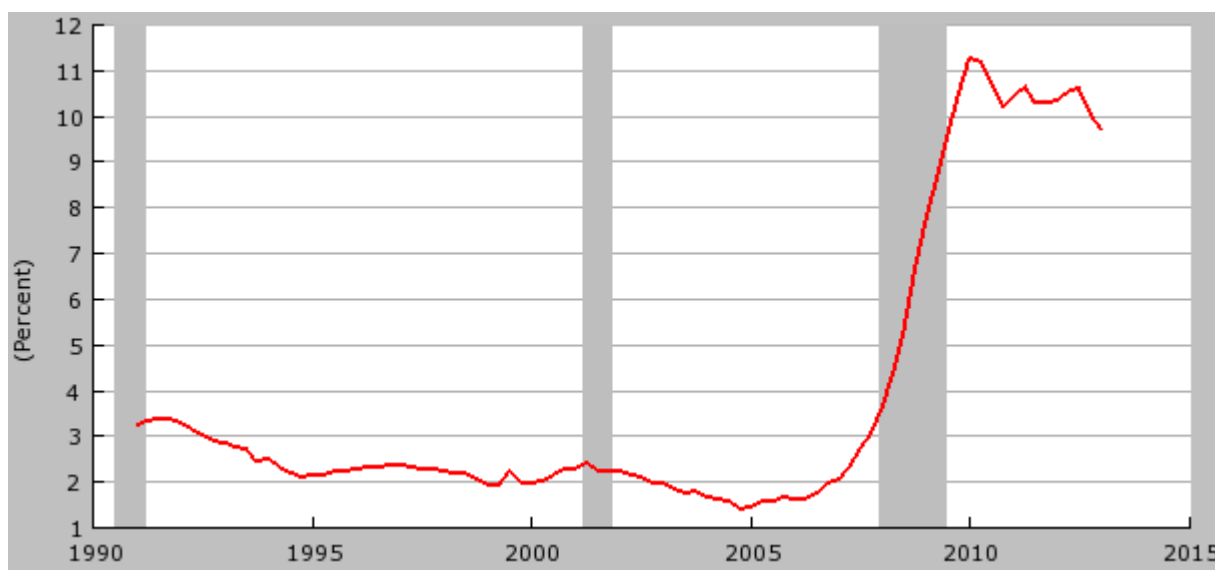
- Anaderajting kredita- korišćenjem podataka o kreditnom kvalitetu (najčešće FICO skor), odnosno kreditnoj istoriji zajmotražioca, kako bi se ocenila verovatnoća defolta po kreditu, na osnovu najrazvijenijeg kreditnog biroa u svetu,
- Veće lično učešće (u odnosu na primer, Veliku Britaniju, gde je lično učešće tradicionalno malo, posebno za one koji kupuju prvi stan),
- Rokovi kredita - obično 25 do 30 godina,
- Kamatna stopa – hibridna tj. kombinacija fiksne kamatne stope, obično prvih dve do pet godina, kada se kamatna stopa automatski transformiše u fleksibilnu kamatnu stopu,
- Način vraćanja kredita- putem amortizacionog plana, kojim se kredit samoamortizuje, uz Istovremeni rast značaja brojnih savremenih modifikovanih modela otplate, o kojima je bilo detaljnije reči u prvom delu rada³³¹,
- Odnos obima kredita prema vrednosti zaloge (LTV)- kreće se od 70 do 90% za različite vrste kredita, što nosi visok kreditni rizik u periodima pada cena nekretnina,
- Brzina prevremenog vraćanja kredita je gotovo 40%, dok je u Velikoj Britaniji prosečno 10%,
- Kvalitet pojedinih kategorija korisnika kredita u SAD je znatno lošiji, odnosno nivo kredita u defoltu je uvećan i bankrotstvo češće, realizacija hipoteka preko suda, kao i oduzimanje imovine, za razliku od Velike Britanije i Nemačke, gde je kreditna kultura viša, odnosno korisnici kredita disciplinovaniji i ne dopuštaju kašnjenja u otplati, a kreditori pažljiviji u radu sa klijentima, pa samo u krajnjem slučaju pribegavaju prodaji imovine.

Ekonomska recesija (nezaposlenost, pad zarada, bolest, smrt, razvod i dr.) i smanjenje cena nekretnina povećali su verovatnoću defolta rizičnijih korisnika kredita i ubrzali gubitke kreditora, kao i realizaciju hipoteka (znatno pre, dugo važeće kritične zone u SAD od treće do sedme godine otplate), što pokazuje slika 27.³³²:

³³¹ U tački 3.1. analizirali smo veliki broj alternativnih oblika otplate kredita. Trend inovacija hipotekarnih proizvoda neprestano kreira nove proizvode prema potrebama korisnika kredita tokom ukupnog životnog ciklusa: od hipotekarnih kredita "medenog meseca", umanjenja plaćanja pri rođenju deteta, preko specijalnih profesionalnih paketa sa nižim kreditnim rizikom, do paketa za treće doba i sl. Američke specifičnosti su i da hipotekarni korisnici svoje mesečne otplate, u većini, realizuju preko svog tekućeg računa (trajni nalog), dok se manji broj korisnika odlučuje za "odbijanje od zarade". Takođe, mesečna plaćanja su obavezna svakog prvog u mesecu, dok u drugim zemljama je moguće plaćanje datumom puštanja kredita.

³³² DeRitis, C., Chionglong, K. Yongping, L. Payment shock and mortgage performance. Journal of Housing Economics, No 19 (2010).

SAD je zemlja u kojoj je nastalo i razvilo se najrazvijenije sekundarno hipotekarno tržište na svetu. To je, istovremeno, najveće primarno tržište HoV u SAD, jer ukupan iznos hipoteka u opticaju iznosi oko fantastičnih 15 triliona \$.



Slika 27: Pregled realizacije hipoteka u SAD po godinama

Izvor: www.huduser.org

1) Postoji više razloga zašto se sekundarno hipotekarno tržište najpre razvilo u SAD: (1) originatori su imali veće kapacitete odobravanja i servisiranja kredita od mogućnosti njihovog posedovanja, (2) zbog zakonskih restrikcija da finansijske institucije mogu poslovati samo na teritoriji matične države, sekundarnim tržištem se prevazilazi regionalna neuravnoteženost ponude i tražnje resursa, (3) visoka regulisanost finansijskog tržišta, gde pojedine američke države limitiraju kamatne stope, a finansijske institucije traže povoljnije kamatne stope na širem sekundarnom tržištu, (4) hipotekarni kreditori dugo vremena nisu mogli da primenjuju fleksibilne kamatne stope, pa je smanjivanje kamatnog rizika pronađeno u mogućnosti prodaje kredita, (5) različiti fundamentalni ekonomski faktori (Velika depresija) i aktivna državna politika su vodili razvoju sekundarnog tržišta, uz dominantan uticaj tri agencije- jedna sa državnim statusom ("Džini Mej") i dve korporacije ("Feni Mej" i "Fred Mek"), koje su sponzorirane od strane države (government sponsored enterprises- GSE).

Ove agencije su bile bezuslovni lideri i novatori hipotekarnog biznisa, koje su obezbeđivale kako likvidnost, tako i dubinu hipotekarnog tržišta, kao glavni kupci i emitenti hipotekarnih hartija od vrednosti.

"Feni Mej" i "Fred Mek" emituju hipotekarne obveznice namenjene institucionalnim investitorima, denominirane u američkim dolarima i u inostranoj valuti. Imale su veliku popularnost i poverenje raznorodnih investitora, od najvećih bankarskih grupa, korporacija, fondova, do državnih organa i centralnih banaka mnogih zemalja. Samo u hartije od vrednosti "Fred Mek" investiralo je 66 državnih banaka, a Rusija je uložila preko 100 milijardi \$ svojih zlatnih deviznih rezervi (skoro četvrtinu). Veliki akcionar u obe korporacije bio je državni penzioni fond Norveške, sa ukupno 88 milijardi \$. Iako njihove

hartije od vrednosti ne poseduju državne garancije, imaju poseban status, principe rada i investicione karakteristike slične državnim hartijama od vrednosti. One imaju "drugi najmanji kreditni rizik" – odmah posle državnih. U njihove hartije od vrednosti investiraju se i sredstva državnog budžeta, a Sistem federalnih rezervi može ih kupovati i prodavati, u sklopu svoje monetarno-kreditne politike. Nemaju obavezu registracije u Komisiji za hartije od vrednosti i berze (SEC), ali moraju poštovati zahteve Komisije u pogledu transparentnosti informacija. Oslobođene su i provizije za trgovanje na berzi. Razradile su kriterijume i obavezujuće standarde za svaki hipotekarni kredit. Na primer "Feni Mej" propisuje standard relacije mesečnog dohotka dužnika i anuiteta po kreditu, maksimalno do 28%, dok ukupne mesečne obaveze korisnika ne mogu prelaziti 36% mesečnog dohotka. Maksimalni koeficijent pokrića kredita vrednošću nekretnine kreće se do 95% (uz učešće od 5%), dok maksimalan iznos kredita za jednu porodicu iznosi 200.000\$.

Nakon emisije prve hartije od vrednosti tipa MBS (1970) koju je emitovala "Feni Mej", "Freda Mek" je 1983. godine emitovala prvu hipotekarnu kolateralnu obveznicu (agencijska CMO) koja podržava kupovinu hipotekarnih kredita sa fleksibilnom kamatnom stopom. Ova emisija je iznosila 1 milijardu \$, a prva CMO je imala tri klase sa različitim rokovima dospeća i bila je obezbeđena jednim pulom hipoteka³³³. "Džini Mej" je sledeće godine emitovala pet serija svojih hartija od vrednosti u iznosu od 60 milijardi \$, koje je prodavala na Luksemburškoj berzi, čime je američko hipotekarno tržište dobilo globalni karakter.

"Freda Mek" je iste godine emitovala certifikat učešća u elektronskoj formi, što je označilo tehnološku revoluciju na sekundarnom hipotekarnom tržištu (u odnosu na dotadašnje papirne HoV).

Nove– derivativne hipotekarne hartije od vrednosti tipa REMIC emitovale su 1986. godine "Freda Mek" i "Feni Mej".

2) Funkcionisanje sekundarnog hipotekarnog tržišta u SAD odvija se preko dva bazična paralelna mehanizma³³⁴:

- *Prvi mehanizam* čine direktne kupoprodaje kredita između kreditora i institucionalnih investitora, odnosno državnih kreditnih agencija.

Detaljnije interpretiramo organizaciju mehanizma direktne kupoprodaje stambenih hipotekatnih kredita, koji koristi "Feni Mej". Primenjuje aukcijski ili tzv. "sistem slobodnog tržišta"³³⁵, kako bi se postigla najpovoljnija cena kupovine. Sprovodi detaljan anderajting paketa hipotekarnih kredita (po principu slučajnog uzorka) i utvrđuje da li isti zadovoljavaju utvrđene standarde. Sa kreditorima saraduje i pre same kupovine, kako bi oni bili sigurni da se njihovi hipotekarni krediti mogu prodati. Aukcije se organizuju dva puta mesečno, tako što se prodavac toga dana javlja telefonom i nudi određenu količinu i cenu hipotekarnih kredita. Tada se postiže uslovni dogovor, koji se materijalizuje nakon četiri meseca, zaključenjem kupoprodajnog ugovora (po pravilu tipskog).

³³³ Fabozzi, F. (2004) Bond Markets, Analysis and Strategies. New Jersey. Pearson. str. 354.

³³⁴ Stiglitz, J. (2010) Freefall. America, Free Markets and the Sinking. New York. Norton & Company.

³³⁵ Ovaj mehanizam uveden je 6. maja 1968. godine za hipotekarne kredite osigurane od FHA/VA, a od 1972. godine kupuje i obične hipotekarne kredite, koji su sada dominantni sa udelom od oko 70% u ukupnim kreditima.

Postoji i više drugih mehanizama i programa kupoprodaje hipotekarnih kredita, uključujući i tzv. "tandemske planove" "Feni Mej" i "Džini Mej", na osnovu njihovih posebnih sporazuma. Pri tome, "Feni Mej" zaključuje ugovore sa prodavcima hipotekarnih kredita, koje privremeno zadržava ili prodaje "Feni Mej", od koje ih ponovo kupuje ili to čine drugi investitori.

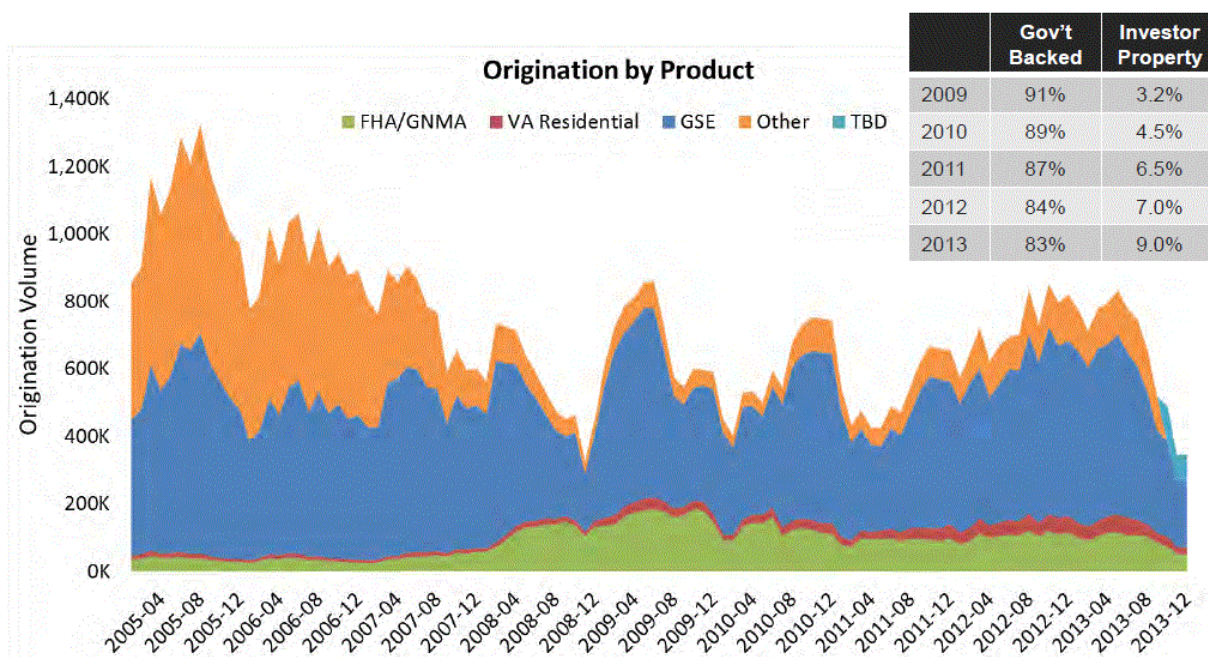
- *Drugi mehanizam* funkcionisanja sekundarnog hipotekarnog tržišta odnosi se na tržište hipotekarnih hartija od vrednosti, odnosno refinansiranje hipotekarnih kredita u procesu sekjuritizacije, o čemu je detaljnije raspravljano u prvom delu istraživanja.

3) Američko sekundarno hipotekarno tržište ima svoja dva osnovna segmenta:

- Agencijsko hipotekarno tržište, koje u osnovi ima nekonvencionalne kredite (garantovani od strane državnih agencija) ili konvencionalne standardizovane hipotekarne kredite FHA/VA, koje otkupljuju "Feni Mej" i "Fredri Mek", kao osnovu za emisiju hipotekarnih hartija od vrednosti.

- Neagencijsko hipotekarno tržište, u čijoj osnovi se nalaze konvencionalni nestandardizovani krediti privatnih kreditora, koji ne ispunjavaju standarde državnih agencija (subprime, alt-A, high LTV, jumbo krediti). Pošto nemaju državne garancije, hartije od vrednosti emitovane na bazi ovih kredita imaju veći kreditni rizik i zbog toga moraju imati dokaz rejting agencije, kao i dodatno poboljšanje kvaliteta.

Relativni odnos veličine agenijskog i neagencijskog hipotekarnog tržišta može se sagledati preko dinamike pokazatelja učešća hipotekarnih stambenih kredita u portfoliju državnih i paradržavnih agencija i privatnih institucija, na sledećoj slici.

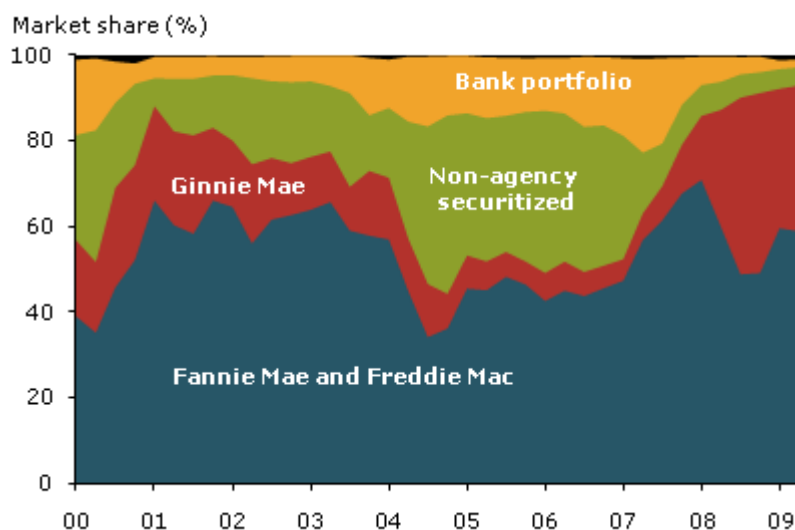


Slika 28: Pokazatelji obima hipotekarnih kredita u portfoliju državnih agencija i privatnih institucija u SAD

Izvor: www.huduser.org

Obim emisija hipotekarnih hartija od vrednosti državnih agencija rapidno je uvećan početkom novog milenijuma zahvaljujući mehanizmima sekjuritizacije i globalizaciji

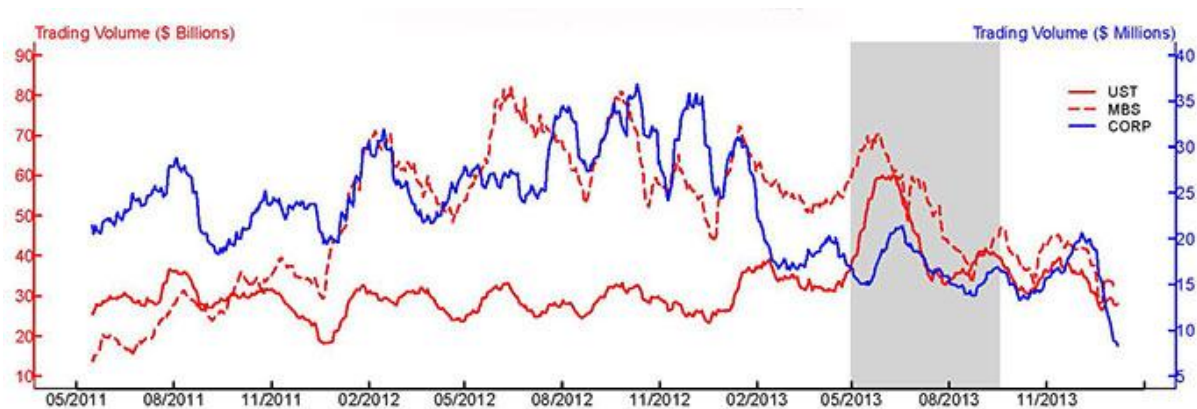
finansijskih tržišta, odnosno povećanoj ulozi globalnih investitora. Rast udela sekjuritizovanih kredita u ukupnom stanju neotplaćenih kredita u potfoliju agencija može se sagledati iz sledeće slike:



Slika 29: Udeo sekjuritizovanih kredita u ukupnom obimu neotplaćenih kredita u portfelju agencija u SAD

Izvor: www.fha.org

Interesantno je istaći relativne odnose hipotekarnih i drugih hartija od vrednosti u SAD, koje prikazuje sledeća slika:



Slika 30: Odnosi hipotekarnih i drugih hartija od vrednosti u SAD

Izvor: The Urban Institute

Velike razlike investiranja u hipotekarne hartije od vrednosti u odnosu na korporativne i trezorske obveznice ogledaju se u načinu vraćanja osnovnog duga. Kod hipotekarnih se osnovni dug amortizuje na ekstremno dugi rok i to u mesečnim delovima (anuitetima), kako se naplaćuju i vlasnici hipotekarnih hartija od vrednosti.

6.4. Uspon i pad američkog hipotekarnog tržišta- globalna finansijska kriza

Vrednovanje stranih iskustava, posebno hipotekarnih modela SAD i EU, sa stanovišta razvoja i regulacije mladog hipotekarnog tržišta Srbije, najbolje se može prikazati kroz test- analizu lekcija savremene krize hipotekarnog tržišta SAD i globalne finansijske krize. U nastavku dajemo prikaz anatomije uzroka, posledica i pouka aktuelne hipotekarne krize, koja je poslednjih godina zaokupila pažnju regulatora brojnih istraživača iz različitih naučnih oblasti širom sveta.

Tako, poznati nobelovac, Džordž Štiglic, analizirajući tok kriznog procesa i evoluciju krize proizvedene u SAD i proširene na ceo svet, ističe sledeće: "Neregulisano tržište preplavljeno likvidnošću i niskim kamatnim stopama, brz rast cena (balon) nekretnina na globalnom nivou i naglo povećanje odobravanja bankarskih kredita nelikvidnim dužnicima bili su otrovna kombinacija. Kada se tome doda američki fiskalni i trgovinski deficit i saglasno tome akumulacija ogromnih dolarskih rezervi u Kini- neuravnotežena globalna privreda- jasno je da su stvari bile užasno loše"³³⁶.

Džordž Akerlof i Robert Šiler (nobelovci) eksploziju cena nekretnina povezuju sa uvećanim udelom visokorizičnih kredita na hipotekarnom tržištu SAD, pri čemu tu vezu objašnjavaju elementima životnog duha koji čini 5 elemenata: poverenje, pravičnost, korupcija, novčana iluzija i prepričavanje priča³³⁷.

Sa ciljem utvrđivanja uzroka i posledica globalne finansijske i ekonomske krize, u SAD je 2009. godine formirana nezavisna Komisija za istraživanje finansijske krize, koja je sprovela sveobuhvatno istraživanje zakonitosti poslovanja i dala predloge mera za oporavak.

U opsežnom izveštaju Komisije ističe se da je stvaranje potencijala za pojavu krize trajalo više decenija. Navedene su ocene i uzroci krize, koji se, u najkraćem, svode na sledeće³³⁸:

- Generalna ocena je da je kriza je mogla biti izbegnuta, jer je proizvedena ljudskim nemarom,
- Evidentirane su slabosti i propusti u sprovođenju regulative i superviziji, u sklopu tendencije deregulacije finansijskog tržišta,
- Velikom greškom se smatra uvođenje zabrane državne regulacije vanberzanskih derivata (OTC), zakonom iz 2000. godine,
- Nedopustivi propusti i slabosti korporativnog upravljanja i rukovođenja rizikom sistemski važnih finansijskih institucija,
- Urušavanje standarda hipotekarnog stambenog kreditiranja i povećani rizici sekjuritizacije,

³³⁶ Štiglic, Dž. (2013) Amerika, slobodna tržišta i slom svetske privrede, Slobodan pad. Akademski knjiga. Novi sad. Str 31.

³³⁷ Opširnije, Akerlof, Dž., Šiler, R. (2010) Životni duh, Kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to značajno za svetski kapitalizam. Službeni glasnik. Beograd.

³³⁸ Mrvić, T. (2014) Kreditne rejting agencije na finansijskom tržištu. Svet knjige. Beograd.

- Sukob interesa rejting agencija u dodeljivanju visokih rejtinga hipotekarnim HoV, što su bili "zupčanici u točku finansijske propasti".

Mnogi autori poreklo finansijske krize svode na rast i krizu otplaćivanja subprime (drugorazrednih) kredita. Mi se, shodno našem saznanju i interesovanju, koncentrišemo na osvetljavanje dva glavna aspekta naše osnovne teme: razvoj i regulacija. Nadamo se da će analiza pokazati šta se desilo i šta se može desiti, ukoliko razvoj i regulacija hipotekarnog tržišta ne idu "ruku pod ruku"³³⁹. Pri tome, nekoliko značajnih i osetljivih pitanja zaokuplja našu pažnju: (1) kako je više od osam decenija hipotekarno kreditiranje američkih kupaca stanova karakterisala relativno velika sigurnost, uz manje hipotekarne krize S&L, kao i velike pozitivne makroekonomske efekte, a onda se pojavila najveća hipotekarna, a zatim i globalna finansijska kriza, (2) kako je moguć toliki obim loših stambenih kredita u relativno kratkom periodu, (3) ko je u širokom lancu tržišnih učesnika i državnih regulatora hipotekarnog tržišta i koliko zakazao, ne ulazeći u to ko je, a ko nije u pravu³⁴⁰, (4) kakve su pouke hipotekarne krize i koje regulatorne mere i reforme treba preduzeti, da bi se sprečili neki novi finansijski šokovi i krize?

Da bi smo došli do mogućih odgovora, u nastavku razmatramo više aspekata i upečatljivu mešavinu faktora hipotekarne i globalne finansijske krize. Zatim, ukazujemo na seizmičke potrese, brojne probleme i posledice, kao i fundamentalne defekte u sistemu deregulacije hipotekarnog i finansijskog tržišta koji zahtevaju reforme³⁴¹.

Savremene tendencije razvoja finansijskih tržišta u svetu (globalizacija, liberalizacija, deregulacija, sekjuritizacija, inovacije, internet i dr.) prikazali smo u prvom delu rada, a njihov uticaj na hipotekarnu krizu u SAD, detaljnije analiziramo u nastavku.

Tok hipotekarnog kriznog procesa iniciran faktorima na tržištu nekretnina i segmentu drugorazrednih stambenih kredita odvijalo se nepredvidivo (sa pojačavanjem udara) i transmisijom potresa i gubitaka na druge segmente finansijskog tržišta i realni sektor, uz reakcije države i hipotekarne industrije na umanjenje posledica krize. Ta kretanja ilustruje slika 31.³⁴²:

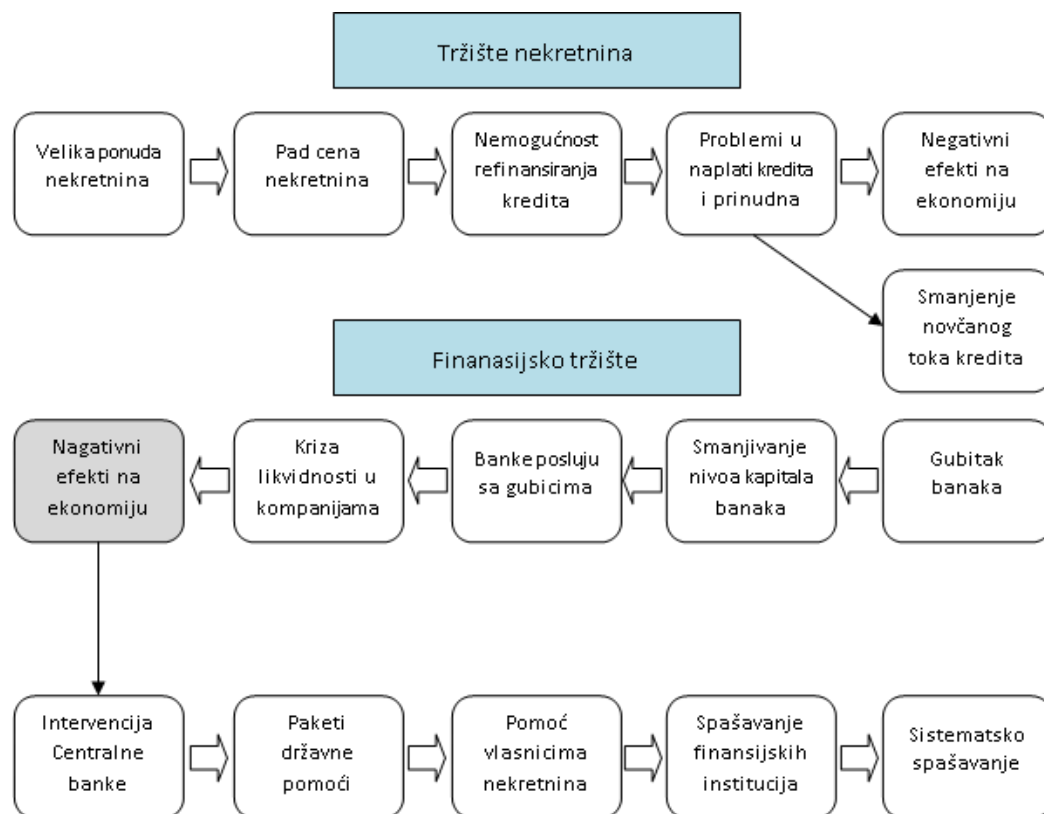
U nastavku dajemo detaljniji prikaz fundamentalnih faktora i posledica krize, kao i ocenu državne intervencije prema različitim učesnicima hipotekarne krize.

³³⁹ Zbog toga se nekim pitanjima posvećuje veći prostor, što ne treba da ugrozi ujednačenost analize. Cilj nam je da iz analize posebnog, dođemo do opšteg zaključka.

³⁴⁰ Dobru ilustraciju lanca institucionalne i druge krivice videti kod Erić, D., Đukić, M. (2012) Finansijska tržišta u uslovima krize. Beogradska bankarska akademija. Beograd. str. 238.

³⁴¹ Već smo isticali da su u sklopu prevazilaženja Velike depresije 30-ih godina prošlog veka u SAD sprovedene opsežne reforme finansijskog tržišta, osnovane agencije i doneta regulativa, koja dugo nije menjana i usaglašavana sa realnim potrebama trendova globalizacije i inovacija informatičkih tehnologija.

³⁴² Sličan prikaz sekvencijalnog toka događaja finansijskih kriza u SAD na bazi agencijske teorije, dao je Mishkin, F. (2004) The Economics of Money, Banking and Financial Markets. New York. Pearson. str. 228



Slika 31: Širenje subprime hipotekarne krize u SAD

Izvor: Sistem Federalnih rezervi (www.federalreserve.gov)

1. Državna stambena politika

Velika hipotekarna kriza u SAD iz 2007. godine ima svoje duboke korene u dve bazične dimenzije: tradicionalna državna politika podsticanja stambene izgradnje (kuća je "američki san" od osnivanja države) i savremeni trendovi razvoja globalnog finansijskog tržišta.

Već smo pokazali da je od Velike ekonomske krize do danas, država pridavala veliki ekonomski, društveni i politički značaj ubrzanom rešavanju stambenih pitanja Amerikanaca. Davane su različite poreske olakšice i podsticaji za sticanje vlasništva nad stanom, uz brojne povoljne uslove i jeftiniji kredit. Međutim, katalizator razvoja i stambene eksplozije bili su kupci prve kuće ili stana- korisnici drugorazrednih hipotekarnih kredita³⁴³. Pri tome, posebno ističemo neke socijalne i političke činjenice, kao npr. da se sin legendarnog borca za ljudska prava Martina Lutera Kinga, aktivno zalagao da se manjinama u SAD obezbedi apsolutna dostupnost kredita, svakome ko želi kupovinu kuće ili stana, jer je to za gotovo sve Amerikance smatrano boljom solucijom od iznajmljivanja.

U tom smislu, Ministarstvo stanovanja i urbanog razvoja (HUD) je 1996. godine, kao regulator agresivno obavezalo kreditne agencije Fannie Mae i Freddie Mac da minimum 42% hipotekarnih kredita otkupljenih od banaka moraju biti krediti građanima sa ispod prosečnim zaradama. Do 2005. godine ta obaveza je podignuta na 52%, a 2008. godine

³⁴³ Prema podacima Zavoda za statistiku SAD kupci prvog stana ili kuće imaju između 30 i 40 godina, a prelaze u veći stan između 40 i 50 godina. www.bea.gov

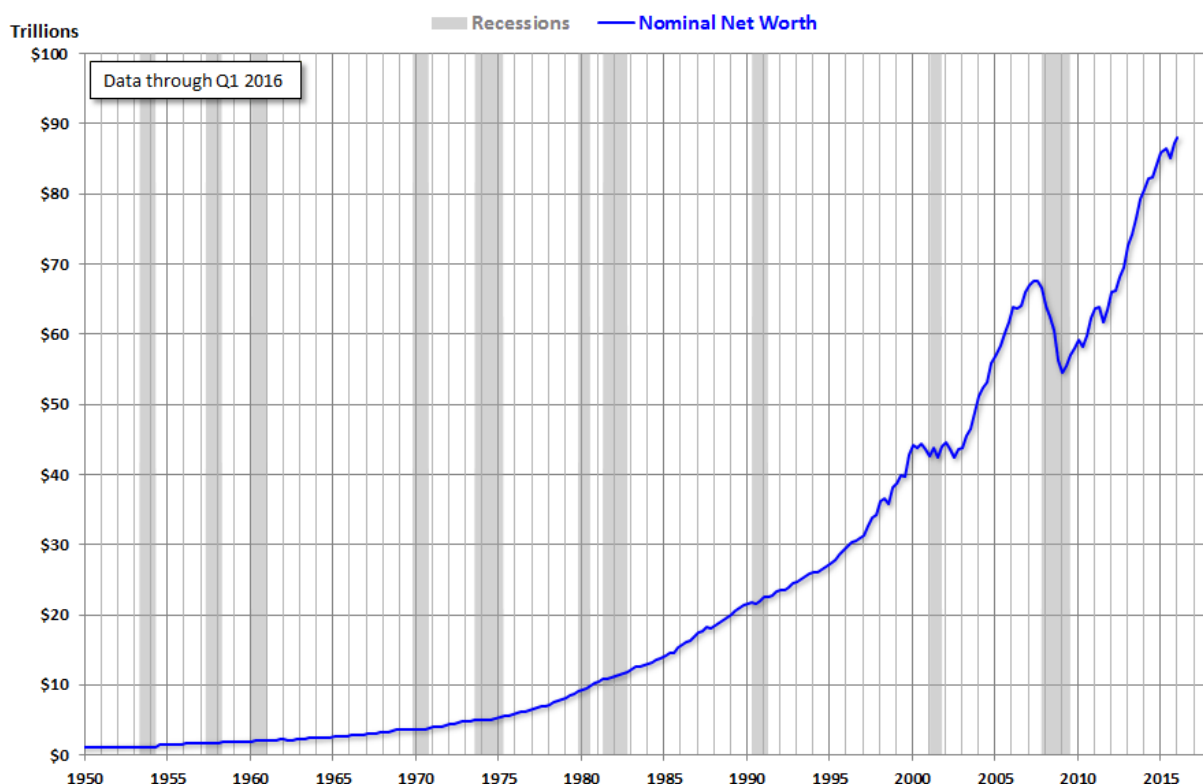
ove dve federalne agencije su u portfeljima imale oko polovine svih hipotekarnih stambenih kredita u SAD³⁴⁴.

Tada su prvi put u istoriji SAD, siromašnijem doseljeničkom manjinskom stanovništvu postali dostupni stanovi, uz povoljne kredite, u uslovima uspešnog ekonomskog rasta. Svaki četvrti novoizgrađeni stan bio je namenjen ovoj kategoriji zajmotražilaca.

Svakako, stvoren je sistem koji je omogućio da stan ne bude samo ostvarenje američke mašte, već i ostvarenje političkih ciljeva i istovremeno najvećeg bogatstva prosečne porodice. Činilo se da je najpovoljnija prilika za to bio upravo period niskih kamatnih stopa, niskih kreditnih standarda i rastućih cena nekretnina. Međutim, hipotekarna kriza je pokazala da su mnogi korisnici kredita bili samo vlasnici stanova "u pokušaju". Ostaje otvoreno sistemsko pitanje, da li siromašne kategorije domaćinstava treba da rešavaju stambeno pitanje dominantno na otvorenom hipotekarnom tržištu ili kroz posebne programe države i lokalne samouprave, sa naglašenom socijalnom notom.

Slika 32. ilustruje tendenciju dinamičnog rasta vlasništva nekretnina u portfoliju domaćinstava SAD.

Kao što se vidi, pred pucanje hipotekarnog stambenog balona 2006. godine, američki građani dostigli su vlasništvo stanova i kuća u iznosu od preko 68 biliona \$ (uz neotplaćeni hipotekarni dug od 10 biliona \$), dok su posedovali akcije u iznosu od oko 12 biliona \$.



Slika 32: Kretanje imovine američkih domaćinstava u stambenim nekretninama u periodu 1950 - 2015. godine

Izvor: www.federalreserve.gov

³⁴⁴ Claessens, S., Kose, M. A., Laeven, L., Valencia, F. (2014) Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses. International Monetary Fund.

Ulaganje u nekretnine smatrano je profitabilnom i sigurnom investicijom, zahvaljujući efektu finansijskog leveridža i očekivanom stalnom rastu cena nekretnina i dohodaka domaćinstava³⁴⁵. Međutim, kriza je, izneverila brojna očekivanja i donela veliki kaos i probleme otplate. U periodu buma su brže rasle, a u periodu krize brže padale cene jeftinijih kuća. Država je podsticala uzimanje kredita, ali nije adekvatno pomogla korisnicima stambenih kredita u nevolji, kao što je to bio slučaj sa pružanjem paketa državne pomoći i spašavanjem finansijskih institucija. U neku ruku, najsiromašnije je ostavila na milost i nemilost banaka i pohlepe njihovih menadžera.

2. Zaokreti monetarne politike FED

Pokazali smo da je vlada SAD oduvek promovisala i podsticala stambeno vlasništvo uz razvoj i regulaciju hipotekarnog tržišta. Iako je to značajan cilj, sam po sebi, ekspanzivna monetarna politika FED, odnosno prevelika količina kreditnih sredstava vodila je bumu i propasti sistema stambenog finansiranja. Drugim rečima, lako dostupan stambeni kredit može trajati dok postoji optimizam i stambeni mehur, a kada mehur pukne širi finansijski sektor i realna ekonomija trpe gubitke.

Po mišljenju mnogih analitičara najvažniji faktor, koji je pokrenuo kreditni bum (kasnije hipotekarnu katastrofu) na tržištu hipoteka bila je labava regulacija i rekordno niska kamatna stopa koja je vladala finansijskim tržištem od 2001. godine³⁴⁶. Drastično sniženje kamatnih stopa do 2003. godine, od 6,5% na 1% bio je rezultat napora FED-a da reši probleme recesije i sprečavanja deflacije, izazvane prethodnim pucanjem balona akcija mladih internet kompanija i terorističkim aktom od 11. septembra 2001. godine³⁴⁷. Recesija, odnosno dramatičan pad rasta BDP sa 4%, na 0,8% u 2001. godini zahtevao je i preokret u fiskalnoj politici: došlo je do najvećeg smanjenja poreza. Može se zaključiti da je uticajem na visinu kamatnih stopa FED uticao na oporavak ekonomije, kao i na realnu vrednost kapitala, jer su investitori dobijali izobličene informacije, koje proističu iz cene kapitala. Time je, u izvesnom smislu, kreirana lažna slika, veštačkim povećanjem tražnje za hipotekarnim kreditnim proizvodima, što je stimulisalo sledeći bum. Nastalo je "zlatno doba" za zaduživanje i refinansiranje stambenih kredita. Samo tokom 2003. godine refinansirano je više od jedne trećine ranije uzetih hipoteka. Trend pretkriznog smanjenja kamatnih stopa na hipotekarne kredite pokazuje slika 33.

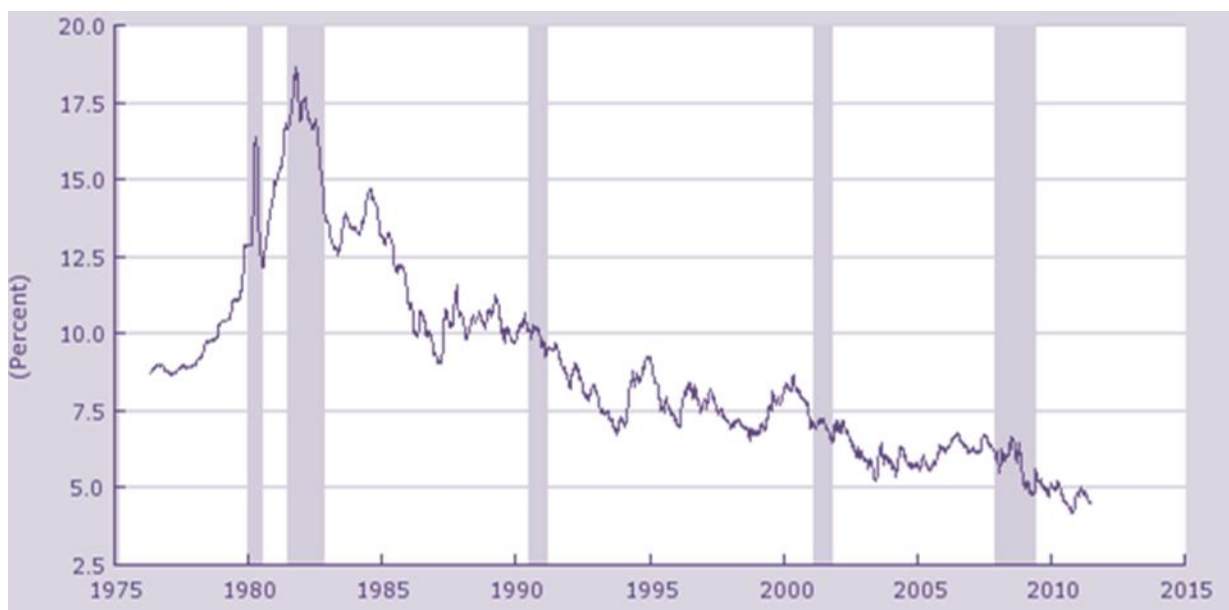
Za ovaj scenario zaslužna je transformacija centralnog bankarstva i monetarne politike. Lekcija iz 1970-tih godina je da nema dugoročnog sukoba između cenovne stabilnosti, s jedne strane i dostizanja pune zaposlenosti i rasta, sa druge strane. U poslednjim decenijama centralne banke su uspele da proizvedu stabilan rast, uz nisku inflaciju.

Kreiran je povratni mehanizam između rastuće cene hipotekarne aktive i likvidnosti, gde je visoka cena imovine ojačavala bilanse stanja finansijskih institucija, koje su bile sklonije kreditiranju. To je rezultiralo niskom premijom rizika u strukturi kamatne stope, dok je likvidnosti bilo u izobilju. Višak likvidnosti u SAD, koji je povezan sa monetarnom politikom i stranim investicijama, pretvorio je ekspanziju i bum nekretnina u veliki balon.

³⁴⁵ Nejadmalayeri, A. (2011) Wages, inflation, and mortgage design. Journal of Economics and Business, No 63.

³⁴⁶ Immergluck, D. (2011) Foreclosed: High-Risk Lending, Deregulation, and the Undermining of America's Mortgage Market. Cornell University Press.

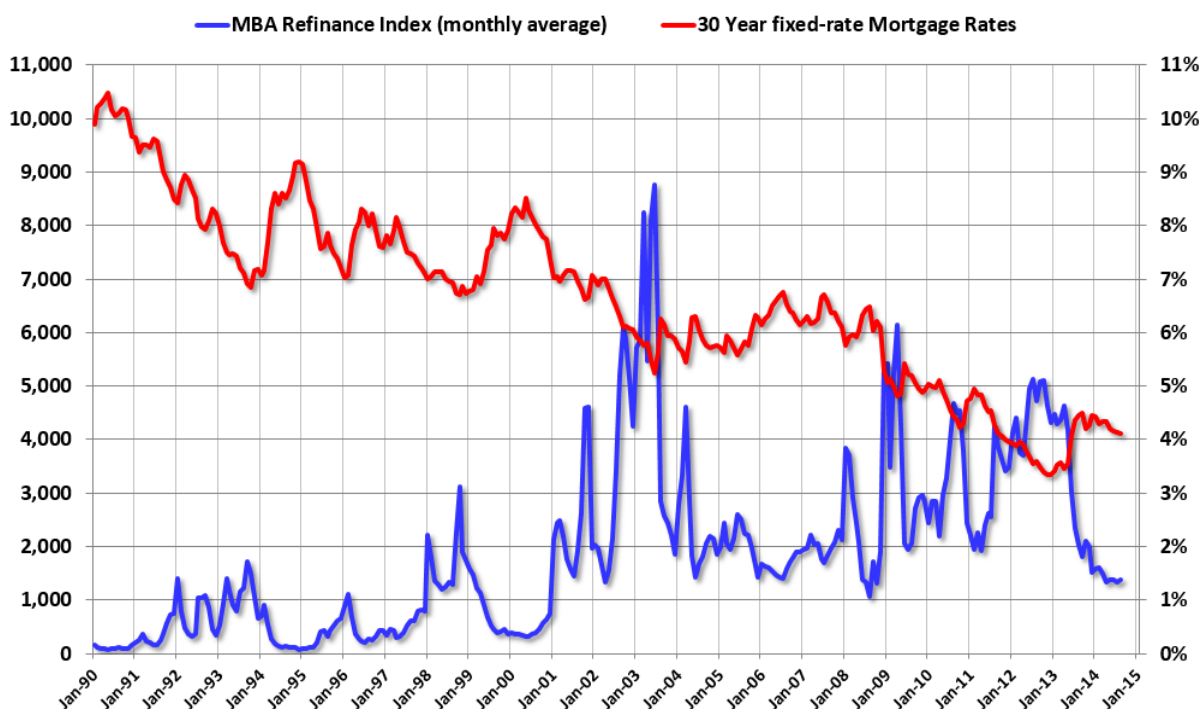
³⁴⁷ Tako je balon akcija bio prethodnica formiranja balona na tržištu nekretnina, što potvrđuje povezanost tržišta kapitala, tržišta nekretnina i hipotekarnog tržišta.



Slika 33: Kretanje kamatnih stopa po hipotekarnim stambenim kreditima u SAD (1975 - 2014.)

Izvor: www.freddiemac.com

Niske kamatne stope u kombinaciji sa povećanom popularnošću promenljive kamatne stope, dovele su do rasta broja refinansiranih i novoodobrenih kredita i rekordne stope vlasništva nad stanovima od 69,2%³⁴⁸. U uslovima smanjenja kamatnih stopa, beleži se prava eksplozija refinansiranja hipotekarnih stambenih kredita (do 4 biliona dolara godišnje), što pokazuje sledeća slika:



Slika 34: Kretanje refinansiranja hipotekarnih stambenih kredita u SAD
Izvor: www.mba.org

³⁴⁸ Posledično, procenat iznajmljivanja stanova je bio na rekordno niskom nivou od 30,8%.

Hipoteke sa promenljivom kamatnom stopom su imale jasnu privlačnost za kreditore³⁴⁹. Kada kreditori nude hipoteke sa fiksnom kamatnom stopom i kada ih čuvaju u portfoliju, kreditor nosi ceo rizik kamatne stope, ali kada nude i čuvaju hipoteke sa promenljivom kamatnom stopom, rizik se prenosi na dužnika.

Za vreme hipotekarnog kreditnog buma, perioda lakog kreditiranja i neograničenog optimizma u vezi rasta cena nekretnina, mnogi korisnici kredita su sa lakoćom preuzimali rizik kamatne stope, razmišljajući samo o svojoj sposobnosti da podnesu niska inicijalna plaćanja³⁵⁰. Pretpostavljali su da neće imati problema da refinansiraju svoje obaveze, kada se kamatne stope povećaju, kao i mesečne rate, zbog toga što će vrednost njihove nekretnine biti veća. Ta strategija je funkcionisala neko vreme, ali nije mogla da se održi u dužem periodu. Mnogi potrošači ili nisu razumeli ili nisu adekvatno procenili rizik kamatne stope koji su preuzimali, a takođe nisu razmišljali o mogućnosti da cene neće rasti neograničeno.

3. Bum i krah tržišta nekretnina

Od 1970-tih godina u svetu se zapaža tendencija nestabilnosti cena nekretnina i hartija od vrednosti, sa relativno čestom pojavom finansijskih kriza³⁵¹.

Posledice globalnog rasta i buma cena nekretnina u periodu od 1995.- 2006. se i sada osećaju. Finansijske krize izazvane bumom i krahom tržišta nekretnina zabeležena su širom globusa: SAD (1982 - 1987.), Japanu (1990.), Finskoj, Norveškoj, Švedskoj, Tajlandu, Maleziji, Indoneziji, Koreji i Brazilu (1997 - 1998.). Krize su uticale na sve razvijene zemlje, kao i na značajan deo zemalja u tranziciji i razvoju. Rast cena nekretnina u SAD, koji je prouzrokovao stvaranje balona bio je najintenzivniji u periodu 2002.- 2006. godine.

Nezasita tražnja za nekretninama je prirodno izazvala rast njihovih cena, dok su cenovni baloni formirani na određenim tržištima. Od 2000. do 2006. cene nekretnina su rasle po godišnjoj stopi od 9% godišnje, tako da je nekretnina čija je vrednost 2000. godine iznosila 150.000 dolara, 2006. godine vredela 251.565 dolara³⁵².

³⁴⁹ Predsednik FED A. Grinspen je preporučivao građanima alternativne hipoteke sa varijabilnom kamatnom stopom, kako bi korisnici kredita samostalno efikasnije upravljali rizicima kamatne stope, što je bio mamac za masovno prihvatanje, kao dobre opcije u periodu smanjenih kamatnih stopa, zapravo podsticao je na preuzimanje prevelikih rizika. Često se citira njegov neprimeren govor 2004. godine da su korisnici kredita tokom prethodne decenije "pre mogli da uštede desetine hiljada dolara sa hipotekarnim kreditima sa varijabilnim kamatnim stopama, nego sa hipotekarnim kreditima sa fiksnim kamatnim stopama." Navedeno prema Stiglic, Dž. (2010) Slobodan pad. Amerika, slobodna trzista i slom svetske privrede. Ekonomski pregled. str. 118.

³⁵⁰ Daras, T., Tyrowicz, J. Breeding one's own sub-prime crisis: The labour market effects on financial system stability. *Economic Systems*, No 35 (2011).

³⁵¹ Postoji zakonomernost da dugotrajni bum stvara karakteristične faktore za pojavu finansijske krize. Opširnije videti kod Kindleberger, Ch., Aliber, R. (2005) *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York. Palgrave.

³⁵² L. Gitman je ukazivao na značaj vremenskog horizonta investiranja u nekretnine. "Cene nekretnina se kreću ka gore, ka dole, kao na američkim brdašcima. Ponekada se one polako, ali sigurno menjaju pod dejstvom tržišnih sila, ali ponekad lete nizbrdo brzinom, od koje investitor prosto gubi glavu (i novac). Pre nego što prognozirate rast ili sniženje cene budućeg objekta, razmislite o tome, na koji rok vi želite da ga kupite. Ti koji kupuju imovinu na dugi rok, ne obraćaju mnogo pažnju na mesečna kolebanja cena. Investitori- špekulanti, naprotiv, samo što potpišu ugovor, traže da što brže zarade na njemu. Oni ulažu novac na kratak rok, očekujući brzo smanjenje kamatnih stopa po kreditu i čekajući

Takvo okruženje je izazvalo nepodeljeni optimizam svih učesnika hipotekarnog tržišta, kako kreditora, tako i dužnika i investitora. Preovlađujuće mišljenje je bilo da su investicije u nekretnine dobitna kombinacija, pa su se dužnici osećali sjajno, sve dok su cene nekretnina rasle.

Finansijska kriza, koja je usledila u avgustu 2007. označila je kraj velikog globalnog hipotekarnog kreditnog ciklusa, koji je označen kao zlatno doba rasta građevinskog sektora i hipotekarnog tržišta. Centralne banke, regulatori, ekonomisti i analitičari finansijskih tržišta su, godinama pre krize, ukazivali na rizike inherentne tržištima. Finansijska kriza je nešto što se moglo očekivati, na nekom segmentu finansijskog tržišta, preusmeravanjem investitora sa naduvavanja cena akcija na tržište nekretnina³⁵³. Pri tome, po pravilu naduvavanja balona akcija i nekretnina idu zajedno, dok u nekim zemljama slede jedan drugog, što je najnoviji primer SAD. U poslednjih 100 godina beleži se rast cena nekretnina prosečno 1,5% godišnje, dok je prinos na akcije rastao po stopi od 7% (5% kao dividenda + 2% kapitalne dobiti)³⁵⁴. Nekretnine, za razliku od hartija od vrednosti, predstavljaju robu koja se može razgledati i time bolje razumeti njen kvalitet.

Rast cena nekretnina odražava dejstvo brojnih faktora ponude i tražnje. Rast tražnje omogućili su prihod domaćinstva i demografske promene, niske kamatne stope FED, povećana konkurencija među kreditorima, inovacije hipotekarnih kredita i pojava novih hipotekarnih proizvoda i, pre svega, obilje priliva stranog kapitala, kojim su raspolagale banke. Nerealna i naivna očekivanja da cene mogu samo u beskonačnost da rastu, na strani tražnje i očekivanje smanjenja rizika, na strani finansiranja, je dodato podstaklo ovaj snažan rast i bum. Talas rasta cena nekretnina značio je rast zaduživanja i potrošnje, odnosno manju sklonost stanovništva ka štednji. Ulaganje u nekretnine, uz hipotekarni kredit, predstavlja investiciju sa visokim leveridžom, ali to ne znači i visokim profitom, jer u slučaju da dođe do smanjenja cena, neizbežni su gubici.

Strukturne promene su doprinele globalnom razvoju dugoročnog stambenog finansiranja i produbljivanju globalnog hipotekarnog tržišta, kroz razvoj sekjuritizacije. Niska i stabilna inflacija je smanjivala percepciju rizika inflacije u strukturi dugoročnog finansiranja.

Stambena eksplozija cena trajala je do sredine 2003. godine, kada je napumpan stambeni balon. Postavljaju se pitanja da li je država trebalo da ograniči rast cena nekretnina ili da čeka da podstiče rast cena kada one padnu? Razvoj balona stvorio je iracionalni entuzijazam ne samo kupaca prvog stana za lično korišćenje, već i špekulanata na tržištu nekretnina, koji su ih preprodavali, u uslovima stalnog rasta cena. Cene stanova gubile su realnost u odnosu na njihovu stvarnu vrednost (merenu troškovima izgradnje ili prihodom od zakupnine).

rast tržišne konjunktore." Gitman, L., Joehnk, M. (1990) Fundamentals of Investing. Harper Collins Publishers. str. 705.

³⁵³ Singer, J. W. (2015) "No Freedom without Regulation: The Hidden Lesson of the Subprime Crisis". Yale University Press.

³⁵⁴ Akerlof, Dž., Šiler, R. (2010) Životni duh- Kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to značajno za svetski kapitalizam. Beograd. Službeni glasnik. str. 197.

Znaci sloma i popuštanja stambenog balona postali su vidljivi 2006. godine, nakon naglog povećanja kamatnih stopa FED-a³⁵⁵. Usledilo je usklađivanje- povećanje varijabilnih hipotekarnih kamatnih stopa kreditora, što je pogoršalo uslove novog zaduživanja i dovelo do velikog šoka i talasa problematičnih hipoteka³⁵⁶. Do sredine 2007. godine više od 1,5 miliona, posebno drugorazrednih kredita, bilo je u docnji. Posledično, hartije od vrednosti emitovane na bazi ovih kredita izgubile su najveći deo vrednosti, što je značilo gubitak investitora.

Pad obima novih hipotekarnih kredita, doveo je do pada cena stanova, što je dovelo do negativne vrednosti imovine u odnosu na ranije uzete stambene kredite (za oko 12 miliona porodica). Broj problematičnih kredita za nešto više od godinu dana povećao se za 10 puta i dostigao 15% ukupnog broja hipotekarnih stambenih kredita. Banke i drugi kreditori beležili su gubitke i počeli masovnu brzu egzekuciju hipoteka prodajom stanova po upola nižim cenama, što je povuklo opšti pad i krah nacionalnog stambenog i hipotekarnog tržišta. Neuspeh monetarno- kreditne politike osporio je hipotezu efikasnog tržišta.

Mnogi tržišni učesnici su profitirali od rastućih cena nekretnina za vreme buma, pa su dugo ignorisali signale da je hipotekarno tržište postajalo neodrživo. Ostaje otvoreno pitanje zašto regulatori i vlada nisu blagovremeno preduzeli odgovarajuće mere, kako bi se obeshrabrili investitori, kreditori i zajmotražiocci da preuzimaju visoke rizike i pretrpe katastrofalne gubitke.

4. Inovativni toksični hipotekarni proizvodi

U poglavlju 3 detaljnije smo opisali brojne inovativne hipotekarne proizvode, koji su uspešno funkcionisali, na primarnom i sekundarnom tržištu, u periodu uspona američkog hipotekarnog tržišta. Naveli smo osnovne prednosti i nedostatke raznih vrsta hipotekarnih kredita i HoV. Ovde ističemo kako je aktuelna hipotekarna kriza u SAD izoštrila njihove konstrukcione slabosti i brojne povezane rizike finansijskih institucija. Inovacije su zasnivane na pretpostavkama da će cene nekretnina imati trend stalnog i ubrzanog rasta, kao i da će banke biti spremne da refinansiraju hipotekarne stambene kredite. Iako su statistički podaci pokazivali stalni trend rasta cena nekretnina u poslednjih više od 100 godina, niko racionalan nije mogao dati garancije da će cene nekretnina rasti beskonačno.

Kada su povećanje kamatnih stopa, zaoštavanje uslova kreditiranja i porast nezaposlenosti doveli do nemogućnosti refinansiranja i masovne prodaje hipoteka u kratkom roku, došlo je do pada cena nekretnina, tako da je hipotekarni dug prevazilazio tržišnu cenu hipoteke³⁵⁷. Zanemarivanjem sposobnosti dužnika da plati obaveze, došlo je do erozije standarda hipotekarnog pozajmljivanja, a neregulisanost i netransparentnost rizika u strukturnim (derivativnim) finansijskim instrumentima razbuktali su plamen infekcije i krize hipotekarnog tržišta.

³⁵⁵ U periodu 2000.- 2006. godine cene kuća su povećane za oko 2/3. Građevinari su radili punom parom, a poljoprivredno zemljište je pretvarano u građevinsko.

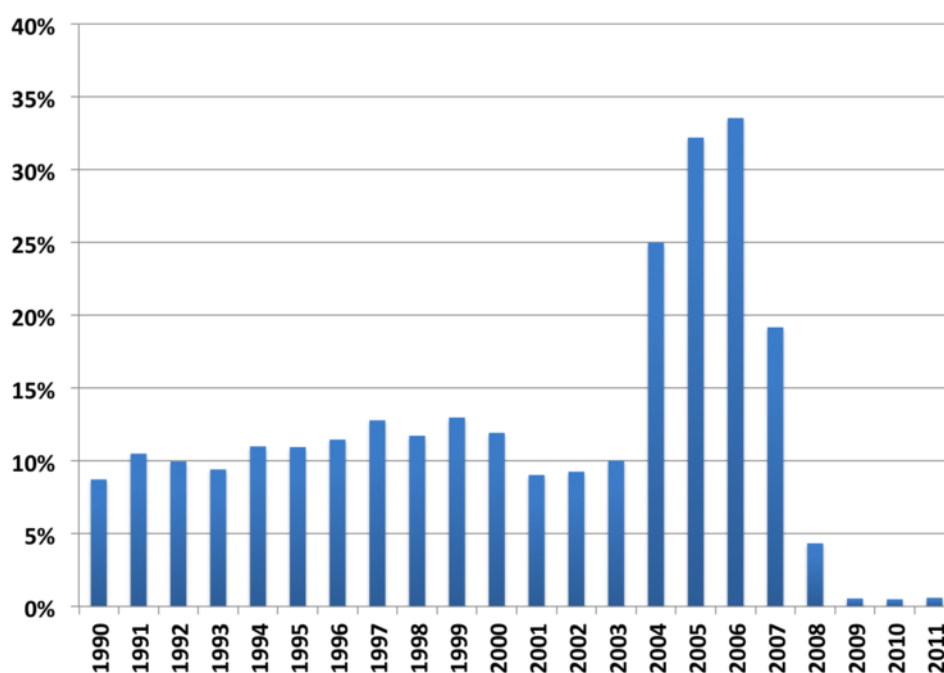
³⁵⁶ Ritis, C., Kio, C., Liang, Y. (2010) Payment shock and mortgage performance. *Journal of Housing Economics*. No 19. str. 295- 314.

³⁵⁷ Cordell, L., Huang, Y., Williams, M. (2012) "Collateral Damage: Sizing and Assessing the Subprime CDO Crisis". Philadelphia. Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Ovde ističemo dve dimenzije hipotekarne krize, vezane za toksičnost inovativnih hipotekarnih instrumenata na primarnom i sekundarnom hipotekarnom tržištu.

Prva dimenzija krize je eksplozivan rast visokorizičnih subprime hipotekarnih kredita, čije kretanje ilustruje slika 35.

Subprime stambeni krediti, označeni za vinovnike krize, odobravani su u brojnim modalitetima visokorizičnih hipotekarnih proizvoda. Reč je o kreditima bez ličnog učešća, u iznosu većem čak od 100% vrednosti stana, o kreditima sa niskim početnim kamatnim stopama ("navlakuše"), koje se posle izvesnog perioda naglo uvećavaju, o mogućnosti da zajmotražilac sam bira mesečnu ratu za otplatu kredita (uz mogućnost i tzv. negativne amortizacije kredita- zbog čega je dug na kraju godine veći, nego na početku.) i drugo.



Slika 35: Kretanje subprime hipotekarnih stambenih kredita u SAD (1990 - 2011.)

Izvor: www.mba.org

Najinteresantniji inovativni proizvodi bili su tzv. krediti za lažljivce, radi podsticanja zajmotražilaca da lažno prikazuju svoj uvećani dohodak i ostvare pravo na veći kredit i veći stan, naravno, uz veću proviziju banke.

Opšte obeležje toga perioda bilo je masovno i automatsko odobranje ovih kredita, bez prethodne analize i provere podnete dokumentacije i ispunjenosti uslova kreditne sposobnosti zajmotražioca.

Još jedna ključna karakteristika "inovacija", u obilju loših hipotekarnih proizvoda, je vrsta kamatne stope. Dugo je većina stambenih kredita nosila fiksnu kamatnu stopu tokom

čitavog trajanja kredita, dok krediti sa promenljivom kamatnom stopom omogućavaju kako rast, tako i pad kamatne stope, u skladu sa izabranim indeksom³⁵⁸.

Neki analitičari su svaljivali krivicu na nove kreditne proizvode zanemarujući, pri tome, da sposobnost ili spremnost pojedinaca da otplaćuje kredit zavisi od njihove finansijske situacije, a ne od hipotekarnog proizvoda koji im se nudi. Tržišni uslovi i lične finansijske okolnosti dužnika se mogu pogoršati, što dovodi do problema u otplati kredita, pa čak i do prinudne naplate³⁵⁹.

Važno je naglasiti cikličan razvoj hipotekarnog tržišta SAD tokom poslednje tri decenije i kako su makroekonomske promene doprinosile krizi toga tržišta. Kao što je rečeno, 2003. godine FED je drastično oborio kamatne stope sa 6% na 1%, da bi ih početkom 2007. godine povećao na preko 5,25% godišnje, čime su korisnici kredita dovedeni u bezizlaznu situaciju: ne mogu da plaćaju uvećane kamate i anuitete, ne mogu da ostvare kredit za refinansiranje, ne mogu da prodaju kuću, niti da ostanu u kući u kojoj žive³⁶⁰.

Globalni investitori u hipotekarne hartije od vrednosti su bili značajno udaljeni od lokalnih nekretnina, koje su služile kao osiguranje kredita, pa su zavisili od kreditora, a još više od rejting agencija i njihove procene kvaliteta kredita.

Sekjuritizovane hipoteke od strane Ginnie Mae, Fannie Mae i Freddie Mac-a su bile garantovane od strane ovih kompanija, pa su investitori u njihove hipotekarne hartije od vrednosti imali sigurnost da će dobiti svoje prilive, čak i u slučaju neplaćanja izvornih hipotekarnih kredita. Kao rezultat toga, početkom 2007. godine tržište hipotekarnih hartija od vrednosti SAD je dostiglo neverovatnih 5,8 biliona \$, od čega se na subprime odnosilo oko 1,8 biliona \$, dok je tržište svih korporativnih obveznica u svetu iznosilo oko 10 biliona \$.

Ono što je začuđujuće za hipotekarno Subprime kreditiranje jeste nejasna razlika između prime i Subprime dužnika. Ekonomisti FED-a definišu subprime kao oznaku dužnika sa niskim kreditnim skorom (FICO skor manji od 620), sa malom kreditnom istorijom, ili sa drugim vrstama vidljivih kreditnih nedostataka. Ono što zbunjuje jeste da kreditori posmatraju samo FICO skor za razlikovanje ova dva tipa dužnika. Pojedinci mogu biti prime dužnici i sa FICO skorom ispod 620, a mogu biti posmatrani kao subprime sa rezultatom iznad tog nivoa.

FICO skor se može kretati u rasponu od 300 do 850, pri čemu viši rezultat predstavlja veću kreditnu sposobnost, a prosečan rezultat je 720. Iako se FICO skor tretira kao adekvatna mera kreditne sposobnosti, petina populacije SAD bi se našla u subprime kategoriji, ako bi se procenjivanje kreditne sposobnosti vršilo samo na osnovu njega. FICO skor se sastoji od dužine kreditne istorije, visine duga, istorije plaćanja, vrste korišćenih kredita i novih kredita, ali izostavlja određene faktore, koji bi mogli biti od

³⁵⁸ To je posledica saveta koji je davao predsednik FED Alan Grinspen, podstičući zajmotražioce da uzimaju hipotekarne kredite sa varijabilnom kamatnom stopom, što je (kako se pokazalo) značilo preuzimanje većih rizika.

³⁵⁹ Proizvod koji je trpeo najveće kritike bio je hibridni kredit kod koga su kamatne stope fiksne na niskom nivou u prvim godinama otplate, da bi nakon toga postale varijabilne.

³⁶⁰ Zbog visokih rizika, Turska je zabranjivala ugovaranje hipotekarnih kredita sa varijabilnom kamatnom stopom. Velika Britanija je omogućavala produžavanje rokova i smanjivanje mesečnih anuiteta, dok u SAD nije bilo adekvatne reakcije vlade i regulatora.

važnosti za kreditore, poput visine prihoda ili istorije zaposlenja, kao i kriterijume poput koeficijenta LTV i PTI i slično.

Postavlja se pitanje šta je bilo loše: hipotekarni subprime dužnik ili hipotekarni proizvod³⁶¹?

S jedne strane, ne postoji standardna definicija subprime dužnika, već svaka kreditna institucija kreira svoju procenu i primenjuje adekvatnu cenovnu politiku kredita, zasnovanu na riziku.

Sa druge strane, postoje razlike u obimu određenih hipotekarnih proizvoda, koje su birali prime i subprime dužnici, ali je dostupnost tih proizvoda bila podjednaka za sve. Neki hipotekarni proizvodi, koji su ocenjeni kao neadekvatni, nisu bili odabrani isključivo od subprime klijenata. Regulatorne institucije živele su u uverenju da "subprime kreditiranje nije sinonim za predatorsko kreditiranje (predatory lending system)", odnosno za pljačkaše korisnika hipotekarnih kredita³⁶². Stope prinudne naplate su rasle, ali se drastično razlikuju po proizvodima i dužnicima. Ni jedan pojedinačan hipotekarni proizvod nije odgovoran za sve prinudne naplate, iako su određeni proizvodi opasniji, poput hibridnih hipoteka ili hipoteka sa opcijom plaćanja i varijabilnom kamatnom stopom. Zašto je važnije analizirati da li su pojedinci koristili hipotekarne proizvode, koji odgovaraju njihovim mogućnostima. Hipoteka sa varijabilnom kamatnom stopom i niskom stopom učešća, može biti odličan finansijski instrument za studenta elektrotehnike ili medicine, koji očekuje značajan rast zarada u bliskoj budućnosti, ali je loš izbor za zajmotražioce koji nemaju te perspektive, a naročito za one koji ne razumeju, kako se visina rate može menjati tokom perioda otplate.

Statistike pokazuju da su subprime krediti činili svega 5% odobrenih novih kredita 1994. godine, 13% 2000. godine, dok je maksimum dostignut 2005. godine, kada su činili 20% novoodobrenih kredita, da bi njihovo učešće palo na svega 7,9% u 2007. godini, a na manje od 1% u 2008. godini.

Druga krupnija dimenzija krize hipotekarnih instrumenata je paralelni rast i razvoj hipotekarnih derivata, odnosno sve više loših subprime kredita je pakovano u hipotekarne hartije od vrednosti (MBS, CMO, CDS). Dok je 31,5% subprime hipoteka sekjuritizovano 1994. godine, dotle je taj udeo porastao na čak 80,5% u 2006. godini³⁶³.

Tržište hipotekarnih HoV je dramatično uvećano i usloženo. Od 1996. do 2007. godine obim emisije MBS utrostručio, dostigavši iznos od preko 7 biliona \$. Time se skriveni sistemski rizik akumulirao u finansijskom sistemu SAD, jer su subprime krediti, uz višu kamatnu stopu, kontaminirali MBS, koje su prepakivane u strukturne finansijske proizvode (CMO) po nekoliko puta. To je donosilo veći profit investicionim bankama i hedž fondovima od prodaje MBS investitorima, jer je cena MBS zavisno promenljiva u odnosu na kretanje cene nekretnine (kao kolaterala) i novčanog toka (otplate) hipotekarnog kredita.

³⁶¹ Haughwout, A., Peach, R., Tracy, J. (2008) Juvenile delinquent mortgages: Bad credit or bad economy? *Journal of Urban Economics*. No 64. str. 246-257.

³⁶² Sa tim stavom se ne slaže Džozef Štiglic. Opširnije u knjizi Štiglic, Dž. (2013) *Amerika, slobodna tržišta i slom svetske privrede*, Slobodan pad. Akademski knjiga. Novi sad. str. 120.

³⁶³ www.federalreserve.gov

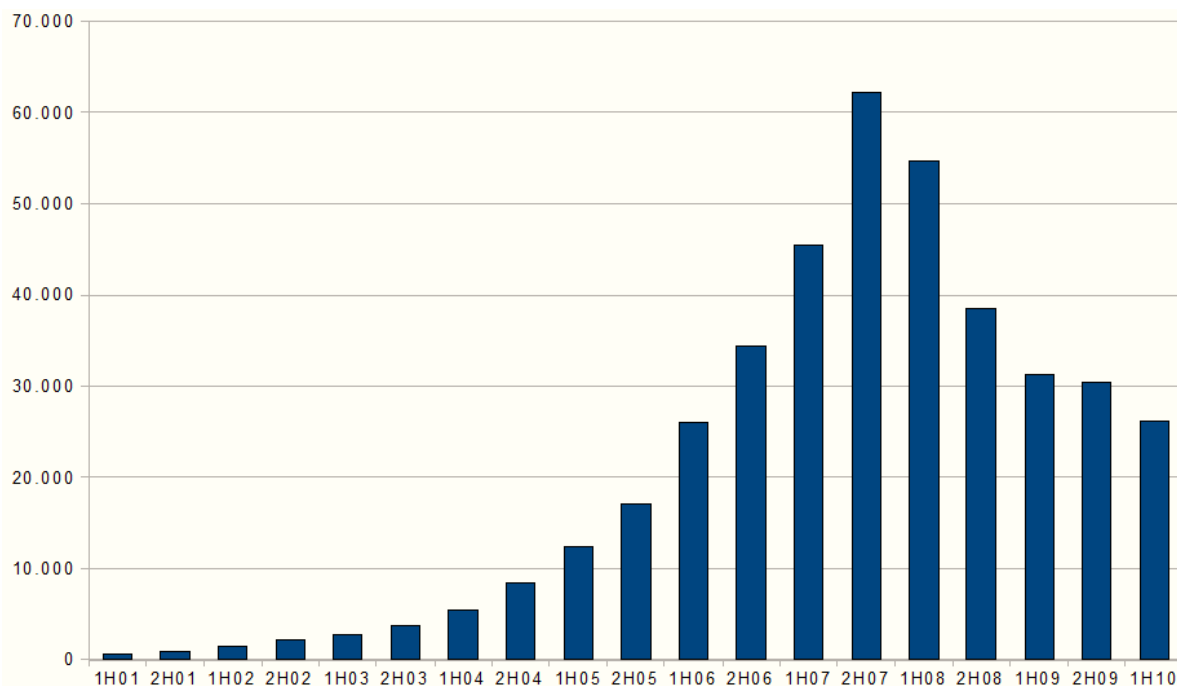
Kolateralizovane hipotekarne obveznice (CMO) bile su komplikovanije od MBS, ali su prividno omogućile podelu rizika na brojne učesnike, kroz različite prioritete plaćanja tranši. Tako su penzioni fondovi kupovali tranše najvišeg rejtinga (uz najniže kamate), dok su hedž fondovi, koji upravljaju sredstvima bogatijih investitora, kupovali tranše najnižeg prioriteta, preuzimajući najviše rizike. Pa ipak, sama struktura derivativnih proizvoda otežavala je identifikaciju rizika originalnih potraživanja.

Za nastanak hipotekarne i finansijske krize posebno je odgovoran podmukli hipotekarni derivat- svop kreditnog neizvršenja (CDS), koji se razlikuje od klasičnog ugovora o osiguranju (života, stana, automobila i sl.), jer osiguranik CDS ne mora da ima interes za osiguranjem u predmetu koji osigurava. Takođe, emitenti CDS (banka ili osiguravajuća društva) nisu podlegali bilo kakvoj vrsti regulacije (ne moraju da drže gotovinske rezerve za slučaj neizvršenja).

Dakle, kolaps subprajm hipotekarnih kredita, koji su bili u osnovi finansijskih derivata (koje više niko nije želeo da kupi) proširio se na globalno finansijsko tržište. To je dovelo do gubitaka investitora i propasti velikih investicionih banaka i osiguravajućih društava.

Može se oceniti da, kada je regulisan i pravilno se koristi, CDS može da bude dobar instrument upravljanja rizikom, a zloupotrebljen vodi sistemskom riziku velike razorne moći, od koga su postradale mnoge velike finansijske institucije³⁶⁴.

Gotovo je nestvaran podatak da su do 2007. godine kreditni instrumenti pokriveni CDS imali dramatičan rast i dostigli preko 62 biliona \$ (slika 36).



Slika 36: Rast tržišta CDS u SAD (bilioni \$)

Izvor: Međunarodna asocijacija svopova i derivata (www.isda.org)

Niske kamatne stope (nominalne i realne) su podsticale taj visok rast derivata. U okruženju sa niskim kamatnim stopama i lako dostupnim kreditima, pokušaji za

³⁶⁴ BERKSHIRE HATHAWAY INC. (2003) Annual report. Warren Buffett- Annual letter to the investors.

povećanje prinosa na kapital mogu biti ostvareni kroz povećanje leveridža (rast hipotekarnog duga u odnosu na dohodak ili aktivu), kupovinu rizičnije imovine ili korišćenjem obe mogućnosti.

Može se zaključiti da su mnogi tržišni učesnici potcenili rizike subprime kredita, a mnogi drugi su izabrali da namerno ignorišu rizike i iskoriste situaciju za kratkoročne dobitke.

5. Slabosti mehanizma sekjuritizacije

Kao što smo isticali, hipotekarno kreditiranje, koje se zasnivalo na modelu "odobranje radi čuvanja" zamenjeno je savremenim modelom "odobranje radi prodaje". To je naročito bilo značajno za subprime kredite, koji su za vreme stambenog buma konvertovani u hartije od vrednosti, oko kojih su se investitori otimali, jer su bile osigurane i davale veće prinose. Proces sekjuritizacije i prodaje hipotekarnih kredita dugo je obezbeđivao kreditorima izvor finansiranja i likvidnosti za davanje novih kredita, stvarajući spiralu kredita, odnosno ogromnu kreditnu multiplikaciju³⁶⁵. Istovremeno, na taj način, uvećavan je obim hipotekarnih hartija od vrednosti, koje su imali najviši kreditni rejting AAA i koje su kupovale pretežno Feni Mej i Fredi Mek (oko 70%), prenoseći rizike loših kredita na investitore iz celog sveta. Dok su cene nekretnina rastle, ove HoV su beležile rast tržišne vrednosti i visoke stope prinosa, tako da su njihovi vlasnici registrovali porast aktive u bilansima stanja, a rast profita u bilansima uspeha. Svi (sa)učesnici u lancu sekjuritizacije imali su razloga za optimizam (od zajmotražilaca, preko menadžera banaka i osiguranja, rejting agencija, investitora, do države), jer je stvorena slika privrednog rasta i opšteg blagostanja, sve dok fiktivni balon nije pukao³⁶⁶. Mehanizam preraspodele rizika, putem sekjuritizacije, stvorio je iluziju umanjenja rizika i sniženja kreditnih zahteva prema zajmotražiocima.

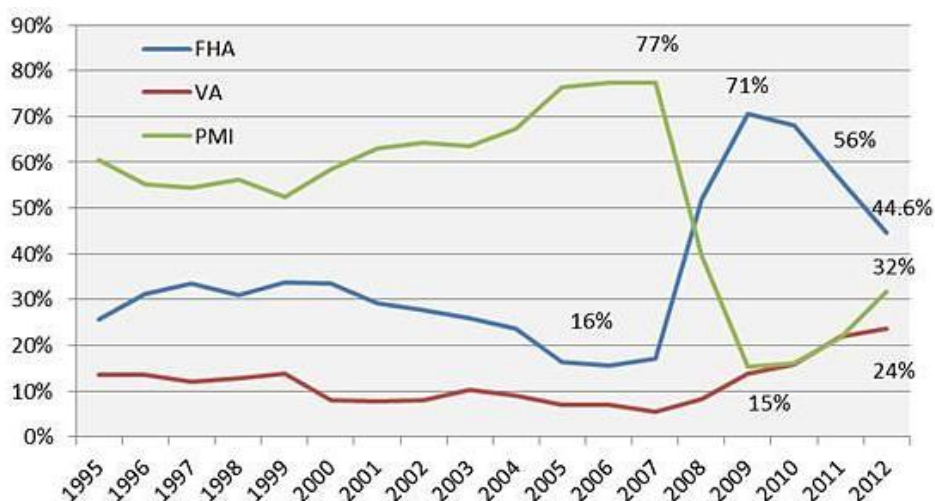
Emitenti hartija od vrednosti, na osnovu subprime hipotekarnih kredita, povećali su kreditni rejting hartija od vrednosti, kako bi privukli više investitora. Okreću se privatnim finansijskim osiguravačima (osiguravajućim kompanijama koje pružaju garancije samo na tržištu kapitala), kako bi se pokrili potencijalni gubici investitora.

Privatni finansijski osiguravači imaju istu ulogu za subprime kredite, koju Ginnie Mae, Freddie Mac i Fannie Mae igraju za konvencionalne kredite, koji ispunjavaju njihove zahteve. Ti monolinijski osiguravači nemaju podršku države i moraju da se oslone na sopstveni kapital, kako bi se ispoštovale garancije. Na taj način, kreditni rejting osiguranog finansijskog instrumenta postaje jednak kreditnom rejtingu odgovarajuće osiguravajuće kompanije.

Kretanje obima osiguranih sekjuritizovanih hartija od vrednosti od strane različitih osiguravača (državni i privatni) pokazuje naredna slika.

³⁶⁵ To je objašnjenje kako banke mogu da odobravaju toliki obim jeftinih stambenih kredita, iako ne poseduju toliku štednju stanovništva, kao izvore sredstava.

³⁶⁶ Tada je nestala iluzija bogatstva domaćinstava, kada su korisnici stambenih kredita shvatili da su, ustvari, samo korisnici, a ne vlasnici stanova, dok ih ne otplate.



Slika 37: Udeli na tržištu hipotekarnog osiguranja SAD

Izvor: Association of financing mortgage insurers USA

Osim ovih privatnih finansijskih osiguravača i druge osiguravajuće kompanije, koje su garantovale hipotekarne hartije od vrednosti, su pogođene negativnim kretanjima na hipotekarnom tržištu. Kao posledica tih kretanja, emitovanje hartija od vrednosti od strane privatnih osiguravača je konstantno opadalo u proteklim godinama, da bi u prvoj polovini 2008. zamrla emisija tih hartija od vrednosti.

Finansijska kriza iz 2007. godine se, kroz kreditni rizik, proširila na čitavo tržište hartija od vrednosti. Loši krediti su bili katalizator, koji je otkrio mnogo šire sistemske probleme vezane za procenu rizika, vrednovanje rizika i rejtinge strukturiranih hipotekarnih proizvoda. Centralne banke i regulatori nisu bili opremljeni da reše probleme likvidnosti i solventnosti, zbog toga što problemi potiču iz rada slabo regulisanih finansijskih institucija ("bankarstvo u senci")³⁶⁷.

Mnoge investitore je iznenadila toksičnost subprime kredita, koja se proširila na globalno finansijsko tržište. Kriza je otkrila sistemske nedostatke globalnih tržišta duga, načina na koji su kreirane te hartije od vrednosti, utvrđena njihova cena i kamatne stope, kao i način na koji se njima trguje. Globalno tržište derivata je raslo kreiranjem kompleksnih CDO, koje su kupovali SIV, a koje su banke podržavale, ali nisu bili deo njihovih bilansa. Ukupna vrednost svih derivata 2006. godine procenjena je na 453 biliona \$.

Velika hipotekarna kriza je posledica i načina finansiranja visoko zaduženih SIV-ova. Oni su kupovali dugoročne hipotekarne HoV, koristeći kratkoročne komercijalne hartije, zasnovane na imovini, i tako upravljali svojom likvidnošću.

Nizak kvalitet hipotekarnih kredita je pogoršan niskim nivoom informacija kojim raspolažu potrošači, korisnici finansijskih usluga. Američki zakon zahteva detaljno objavljivanje informacija u trenutku kupovine ili refinansiranja, ali u formatu koji je teško razumljiv u pogledu rizičnosti kredita. To je od posebnog značaja, kada se kreditiraju domaćinstva sa niskim nivoom finansijske pismenosti. Neki subprime kreditori su koristili agresivan marketing i predatorske prakse kreditiranja, jer su njihove zarade vezane za provizije.

³⁶⁷ Više u radu autora: "Antikrizna regulacija i vladavina prava na tržištu kapitala". Zbornik sa XIX Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2011. Beograd, Pravo i privreda, br.4-6, 2011.

6. Glad i beg globalnih investitora

Trendovi globalizacije i sekjuritizacije su omogućili ogroman priliv (uvoz) kapitala na američko hipotekarno tržište iz celog sveta i rast subprime kreditiranja i labavijih kreditnih standarda, što je hipotekarnu krizu u SAD pretvorilo u globalnu finansijsku krizu. Postojala je velika akumulacija likvidnosti međunarodnih investitora, jer su oni teško nalazili prilike za investiranje, gde će prinosi biti veći od inflacije. Američke hipotekarne hartije od vrednosti su im davale tu mogućnost, zbog visokog kreditnog rejtinga tih instrumenata i čvrstog obezbeđenja. Pri tome, investitori su se držali analiza i ocena rejting agencija, a ne sopstvenih procena. Međutim, modeli na kojima su rejting agencije zasnivale svoje ocene nisu uzimali u obzir pad cena nekretnina, pad kreditnih standarda ili rast kamatnih stopa.

Bez širenja toksičnih hipotekarnih proizvoda na investitore širom sveta, američka hipotekarna kriza, verovatno, ne bi prerasla u globalnu finansijsku krizu, krizu likvidnosti i krizu poverenja u finansijske institucije. Inovativni proizvodi su širili rizike kroz globalnu ekonomiju, a zbog svoje kompleksnosti, stvarni rizik, koji je povezivan sa njima, nije bio poznat sve dok nije došlo do kraha tržišta. U tom trenutku, sredstva obezbeđenja, koja su tim hipotekarnim proizvodima obezbedila visok kreditni rejting nisu više pružala dovoljnu zaštitu investitorima³⁶⁸. Simptomi globalne finansijske krize bili su snižavanje kvaliteta aktiva (HHoV), volatilnost finansijskih tržišta, rast premija za rizik i nelikvidnost tržišta, bankrotstva investicionih banaka, što je bio signal za smanjenje broja potencijalnih stranih investitora. Kada je došlo do krizne tačke ključanja, gubitak poverenja doveo je do panike i bekstva investitora.

Postavlja se opravdano pitanje; zbog čega su investitori masovno ulagali u američke hipotekarne proizvode? Jedan od glavnih razloga je želja investitora, kako američkih, tako i svetskih da ulažu u imovinu koja je, sa jedne strane, veoma sigurna, a sa druge, donosi visoke prinose. Banke su, osim toga, imale i podsticaj da traže niskorizičnu imovinu, kako bi ispunili zahteve za adekvatnošću kapitala, koje je postavio Bazelski komitet. Investiranjem u hipotekarne proizvode investitori su, naizgled, bili u prilici da ostvare svoje ciljeve. Hipotekarni proizvodi su davali više prinose od slične imovine sa istim kreditnim rejtingom, poput američkih trezorskih obveznica. Intenzivno investirajući u hipotekarne HoV, investitori su podizali njihovu cenu, čime su smanjivali kamatne stope, potvrđujući pravilo da se cena i prinos obveznica kreću obrnuto proporcionalno.

Posebno su bili aktivni investitori iz Kine, sa viškom kapitala iz trgovinske razmene sa SAD, koji su tražili sigurne finansijske proizvode za investiranje. Imajući u vidu da su se kineski investitori u početku odlučivali za trezorske obveznice SAD, koje su bile sigurnije od ostalih tržišnih finansijskih proizvoda. Sa kontinuiranim rastom kineske ekonomije i finansijskog znanja, kineski investitori su počeli da traže više prinose. Najpre, investicije su bile usmerene ka hipotekarnim obveznicama emitovanim od strane kvazidržavnih Freddie Mac i Fannie Mae, kasnije i ka hipotekarnim proizvodima, koje su nudile privatne američke investicione banke. Privlačnost hipotekarnih hartija od vrednosti i njihovih derivata za strane investitore zasnivala se na bilionima dolara datih hipotekarnih kredita u SAD, po kojima nije bilo većih gubitaka, zahvaljujući hipotekama na nekretninama, čije

³⁶⁸ U aprilu 2009. MMF je procenio da su banke i druge finansijske institucije zabeležile gubitke na nivou od 4,05 biliona \$.

su cene na nacionalnom nivou beležile rast, duže od jednog veka. Dodatnu sigurnost ulaganja, davale su ocene međunarodno priznatih kreditnih rejting agencija, tako da su investitori dobijali sve veći "apetit prema rizicima" i bili zahvaćeni investicionom euforijom. Do 2006. godine, globalni investitori (uključujući evropske, kineske i japanske) su, na neki način, bili vlasnici gotovo trećine hipoteka u Americi, sa koliko su uticali na stambenu euforiju i kasniji balon nekretnina u SAD.

7. Sukob interesa rejting agencija

Rejting agencije su imale ključnu ulogu u davanju informacija investitorima o uvećanom investicionom kvalitetu hipotekarnih hartija od vrednosti, što je povećavalo njihovu tražnju. Sve rejting agencije su od strane Komisije za hartije od vrednosti SAD označene kao nacionalne statističke rejting organizacije (NRSRO).

Investitori su dugo pretpostavljali da hartije sa AAA rejtingom imaju najveći kreditni kvalitet (usled čega imaju relativno mali prinosi). Ipak, jedini smer u kome se ta hartija može kretati je naniže, ako imamo u vidu najviši rejting. Taj visoki kreditni rejting je omogućio prodaju hipotekarnih obveznica investitorima, čime se efektivno finansirao stambeni bum. Visoki rejtingi su pravdani smanjivanjem rizika putem sekjuritizacije, osiguranjem od rizika neplaćanja i spremnošću investitora da snose rizik prvih gubitaka. Sve to je bilo moguće u uslovima brzog rasta cena kuća i stanova, kada su svi u lancu učesnika na hipotekarnom tržištu zadovoljavali svoje interese. Međutim, kada je došlo do pada cena, najveće probleme imali su korisnici kredita i investitori u hipotekarne hartije, dakle oni na početku i na kraju hipotekarnog lanca. Kriza je otkrila činjenicu da su rejting agencije koristile neadekvatne modele za ocene rizika u izmenjenim tržišnim uslovima.

Ključna činjenica vezana je za proces utvrđivanja rejtinga subprime hipotekarnih obveznica, koji je sadržao moralni hazard, odnosno fundamentalni sukob interesa: agencije su dobijale nadoknadu od emitenata koji su tražili kreditni rejting i praktično svi su dobijali uvećani AAA rejting.

Komisija za hartije od vrednosti i berze (SEC) je sredinom 2008. godine predložila nova pravila koja su dizajnirana da umanje percipirani konflikt interesa između rejting agencija i emitenata hipotekarnih proizvoda. Pojačani nadzor i istraga nad rejting agencijama, utvrdila je "značajne nedostatke u rejting procesu", uključujući i konflikt interesa. Rejting agencije su bile primorane da smanje rejtinge mnogim hartijama od vrednosti, koje su bazirane na imovini. Kako se hipotekarna kriza širila, tako je 2007.- 2008. godine snižavan kreditni rejting hipotekarnih hartija od vrednosti, ukupne vrednosti od oko 2 biliona \$. Tek tada su investitori reagovali, što je dovelo do destabilizacije, posebno sektora strukturiranih instrumenata.

Komisija za istraživanje finansijske krize u SAD je u januaru 2011. dala Izveštaj, u kome se, između ostalog, navodi: "Tri rejting agencije su bile ključne u omogućivanju finansijskog kraha. Hipotekarne hartije od vrednosti, koje su u centru krize, nisu mogle da se pojave na tržištu bez potvrde od strane rejting agencija. Investitori su se oslanjali na njih, često slepo. U nekim slučajevima, bili su primorani da koriste rejting agencije, jer su regulatorni standardi u pogledu kapitala bili zasnovani na njima. Ova kriza nije mogla da se dogodi bez rejting agencija. Njihovi rejtingi su pomogli brzom rastu tržišta, a smanjenja rejtinga 2007. i 2008. su napravila pustoš na tržištima i u kompanijama". Izveštaj, dalje, navodi da su rejtingi bili netačni zbog "nesavršenih kompjuterskih modela,

pritiska finansijskih kompanija koje su plaćale za rejtinge, nezaustavljive trke za tržišnim učešćem, manjka resursa za obavljanje posla uprkos rekordnom profitu i nedostatka smislenog javnog nadzora”.

Konačno, postalo je jasno svim investitorima u subprime hipotekarne instrumente, da rejting nije zamena za pažljivo istraživanje i dju dilidžens pre kupovine. Na vrhuncu stambenog buma bilo je malo razmišljanja o imanentnim rizicima hipotekarnih hartija od vrednosti, čak i u situacijama kada su osnova tih hartija bile hipoteke sa LTV vrednošću preko 90%, bez ikakve dokumentacije o prihodima i imovini dužnika.

8. Nedovoljna netransparentnost tržišta: asimetričnost informacija, negativna selekcija i moralni hazard

Ovde podsećamo da se u tradicionalnoj ekonomskoj teoriji smatralo da su tržišta savršena i da su u ravnoteži. Ovaj stav osporavali su brojni autori, čiju su ispravnost stavova potvrdile očigledne činjenice i dokazi testa krize, koji su pokazali da je realnost drugačija, da kupci i prodavci na hipotekarnom tržištu raspolažu različitim informacijama, što dovodi do nesavršenosti tržišta i krize.

Informaciona asimetrija se ispoljila, kako na realnom tržištu nekretnina, tako i na finansijskim tržištima, gde se trguje hipotekarnim hartijama od vrednosti. Razlike su bile u pogledu vremenske dimenzije uticaja na ekonomska kretanja. Na tržištu nekretnina su se rezultati informacione asimetrije promptno manifestovali, dok se na finansijskom tržištu informaciona asimetrija ispoljavala, kao sastavni deo prirode hipotekarnog tržišta, sve do trenutka, kada su postali vidljivi rezultati investicija u hipotekarne HoV.

Obe vrste informacione asimetrije pokazale su se u najgrubljoj formi na američkom hipotekarnom tržištu. Negativna selekcija pri davanju kredita klijentima, koji imaju veći rizik neplaćanja kredita, nastala je, dakle pre odobravanja kredita. Moralni hazard se pojavio kada su banke radi viših prinosa, svesno davale kredite rizičnijim klijentima, u nadi da će ih, ako dođu u probleme, centralna banka izbaviti. Pri tome su negativna selekcija i moralni hazard bili međusobno povezani, jer je više negativne selekcije vodilo ka većem moralnom hazardu.

Regulatori i kreditori su donosili brojne mere za smanjenje negativne selekcije. Osnovna mera je povećanje transparentnosti na tržištu. Osim toga, Bazelski komitet insistira se na boljem poznavanju klijenata od strane finansijskih institucija (procedura “Upoznaj svog klijenta”)³⁶⁹.

Za smanjenje moralnog hazarda, kao mera se koristi zaloga, budući da su kreditori u mogućnosti da prodaju predmet zaloge u slučaju neotplaćivanja kredita. U regulisanju moralnog hazarda na tržištu, problem se javljao zbog veličine kreditnih institucija i dalekosežnog uticaja, koji bi gašenje neke od njih imalo na ekonomiju uopšte. Mnogo je bilo lakše kazniti pojedinačnog investitora, koji je uložio u rizičan projekat, nego kazniti banku, koja je dala rizičan kredit klijentu, koji ga nije otplatio. Zatvaranje sistemski važne banke bi dovelo do nesigurnosti na čitavom finansijskom tržištu. Kriza je jasno pokazala, da se, pod političkim pritiskom, banke najčešće spašavaju, kako bi preživele, što dovodi do pogoršanja problema moralnog hazarda.

³⁶⁹ “Državna regulacija i tržište kapitala”. Zbornik sa XXII Kongresa pravnika u privredi, Vrnjačka banja, maj 2013. Beograd: Pravo i privreda, br. 4-6, 2013.

Sa pojavom sekjuritizacije, asimetričnost informacija, odnosno procenjivanje rizika postalo je mnogo komplikovanije za konačnog vlasnika kredita, odnosno investitora, poput hedž fondova ili investicionih banaka, koje su kreirale hipotekarne hartije od vrednosti. Isto važi i za rejting agencije, prekinuta je direktna linija komunikacije između dužnika i kreditora. Dužnici imaju sve informacije o sopstvenom kreditu i približnoj ceni nekretnine koju žele da kupe. Banke imaju relativno mnogo informacija, ali su te informacije manje pouzdane, budući da se smanjuju podsticaji za posedovanje takvih informacija, obzirom da one neće biti konačni vlasnici hipoteke. U poređenju sa njima konačni vlasnici hipoteke hedž fondovi ili hipotekarne institucije (Fannie Mae i Freddie Mac) imaju vrlo malo informacija o pojedinačnom dužniku ili nekretnini u svom portfoliju hipoteka, do koga su došli kupovinom hipotekarnih hartija od vrednosti.

Uvećavanje asimetričnosti informacija između dužnika i inicijalnog kreditora stvorilo je moralni hazard, prenošenjem rizika sa banaka na investitore, što je navodilo dužnike i inicijalne kreditore da preuzimaju sve više rizika. Najočigledniji podsticaj za banke je bilo davanje rizičnijih subprime hipotekarnih kredita (čiji je ukupan broj učetvorostručen sa 5% na 20% u periodu od 1994. do 2006. godine). U isto vreme, promenjena je i struktura ovih kredita, uvođenjem kredita sa varijabilnom kamatnom stopom. Osim toga, uvedeni su i proizvodi koji su dodatno povećali moralni hazard poput Ninja kredita ("no income, no job, no assets – no problem"), kredita za lažove (bez dokaza o prihodima ili imovini), tizer kredita (2% kamate u prve dve godine, preko 20% nakon toga), streč kredita (rata veća od 50% prihoda). Novi asortiman hipotekarnih proizvoda je omogućio odobravanje većeg broja rizičnijih kredita.

Kada su cene nekretnina počele da padaju, uticaj novih kreditnih proizvoda na krizni proces je bio očigledan, jer je broj neotplaćenih kredita porastao na preko 50% u periodu o 2005. do 2007. godine.

Inovacije hipotekarnih proizvoda su korisne, kako zbog omogućavanja pristupa kreditima brojnih klijenata, tako i za razvoj samog hipotekarnog tržišta. Državna intervencija (FED) mogla je ograničiti dostupnost pojedinih hipotekarnih proizvoda, čime se klijentima ograničava mogućnost izbora proizvoda u skladu sa njihovim potrebama. Svakako, širi spektar hipotekarnih proizvoda je potreban i radi boljeg izbora i uparivanja rizika i prinosa kreditora i investitora.

Ključni problem kod kreiranja novih hipotekarnih proizvoda je potreba prilagođavanja obe strane (kako kreditnih institucija, tako i klijenata) karakteristikama tih proizvoda. Poseban aspekt problema je regulisanje i nadzor nad pokušajima prevare, korupcije i zlonamernosti na hipotekarnom tržištu, naročito u periodu ubrzane kreditne ekspanzije.

Očigledna činjenica je da su hipotekarni klijenti imali premalo informacija ili previše komplikovanih informacija, tako da ih mnogi nisu mogli pravilno razumeti. Naš nedvosmislen stav je: umesto ograničavanja asortimana proizvoda finansijskih institucija, treba posvetiti pažnju boljem informisanju klijenata o raspoloživim opcijama i specifičnim uslovima hipotekarnih kredita, kao i aktivno raditi na realno boljem upoznavanju svakog klijenta.

Ministarstvo za stambeni i urbani razvoj SAD (HUD) je počelo, sa zakašnjenjem (tek 2010.) da zahteva od hipotekarnih kreditora i posrednika da obezbede informacije klijentima, koje će jasno odgovoriti na sva pitanja koja su vezana za hipoteku.

Bilo kako bilo, bez obzira na obim informacija koji je pružen klijentima, uvek će postojati klijenti kojima nisu jasne karakteristike hipotekarnog proizvoda za koji se opredeljuju, ali to ne znači da te proizvode treba zabraniti.

9. Spašavanje učesnika hipotekarnog tržišta

Hipotekarna kriza nastupila je posle burnog razvoja i rasta hipotekarnog tržišta, nakon zakonskog omogućavanja bankama da sredstva deponenata mogu koristiti za operacije na tržištu kapitala³⁷⁰.

Dug oštar pad cena nekretnina, stagnacija zarada i promena dugogodišnje politike sniženja kamatnih stopa iznenadnim, brzim i velikim rastom kamatnih stopa izazvao je brojna bankrotstva učesnika. Mnogi korisnici subprime kredita, naročito oni koji su kupovali, stanove blizu kraja buma, našli su se u situaciji da duguju više nego što njihova nekretnina vredi. Bez dodatne imovine, hipotekarni dužnici koji su uzimali kredite sa varijabilnom kamatnom stopom, nisu bili u stanju da refinansiraju svoja dugovanja, što je dovelo do iseljavanja iz kuća, kao i stečaja mnogih subprime kreditora. Banke su zamrzle kreditiranje građana, a međubankarsko tržište je presušilo, što je povuklo i sekundarno tržište hipoteka.

U avgustu 2007. kriza dostiže vrhunac sa kolapsom dva hedž fonda Bear Stearns, koji su investirali u subprime hartije od vrednosti. Mnogi investitori su postali zabrinuti zbog pada vrednosti nekretnina, snižavanja rejtinga mezanin tranši sa zalogom subprime, što je dovelo do lančane reakcije obustavljanja trgovine i smanjenja rejtinga i najstarijih tranši, kao i visokog stepena leveridža drugih finansijskih institucija. Tržišta novca su postajala nelikvidna, a međubankarske kamatne stope su dostizale najviše nivoe. Beg investitora iz celog sveta ka sigurnosti je uslovio pad kamata na državne hartije od vrednosti SAD i Japana na najniže nivoe. Hipotekarna kriza u SAD se transformiše u globalnu finansijsku krizu. Jedna od važnih etapa u procesu razvoja krize bio je krah tzv. sivog bankarskog sistema, koji nije bio regulisan. Proces je označio likvidaciju SIV, specijalizovanih agenata, koji su finansirali kupovinu dugoročnih hipotekarnih HoV, iz emisije kratkoročnih komercijalnih HoV visokog rejtinga AAA. Pošto su fondovi novčanog tržišta najkonzervativniji investitori, odmah po izbijanju krize prestali su sa kupovinom ovih instrumenata SIV, što je označilo njihovu likvidaciju. Istovremeno, to je uslovalo dalji pad cena sekjuritizovanih HoV i pred sve učesnike postavilo zadatak svođenja cene portfolia na tekuće vrednosti. Većina brokersko- dilerskih kompanija prinuđena je na velike otpise, a velike globalne banke su morale da uvećaju rezervacije za pokriće potencijalnih gubitaka aktiva. Masovno obescenjivanje portfolia finansijskih organizacija pogoršalo je zahtevne pokazatelje regulatornih organa i rejting agencija. Nastala je trka za spoljnim investitorima (dokapitalizacije) i pomoć države u spašavanju najvećih finansijskih institucija.

Na udaru krize našlo se pet gigantskih globalnih investicionih banaka SAD, najveće američko i svetsko društvo za osiguranje, dve moćne kvazidržavne hipotekarne agencije i tri kreditne rejting agencije, kao i mnogo drugih raznovrsnih učesnika hipotekarnog tržišta SAD, uključujući i investitore širom sveta. Sve investicione banke su pretrpele ogromne gubitke emitujući dugovne instrumente i investirajući u MBS, odnosno

³⁷⁰ Balleisen, E., Moss, D. Government and markets: Toward a New Theory of Regulation. Cambridge University Press, (2009).

učestvujući u preprodaji (jedna drugoj) finansijskih derivata i kreditnih defolt svopova-CDS.

Posebno predočavamo da je, od ukupno pet investicionih banaka, jedna bankrotirala, dve su prodane, a dve transformisane u komercijalne banke zahvaljujući spašavanju i ogromnoj pomoći od strane države. Bankrotirao je jedino Lehman Brothers, kome država nije pružila ruku pomoći, mada je i ova banka imala najvišu ocenu AAA od sve tri rejting agencije, dva dana pred objavu bankrotstva³⁷¹.

Ostale manje investicione banke nisu zadržale status investicione banke, već je, uz državnu prisilu, došlo do nezabeležene koncentracije bankarskog sistema, i to:

- Sledeća žrtva krize bila je investiciona banka Bear Stearns, koja je prodana jeftino, uz kredit FED, od 29 milijardi \$, komercijalnoj banci JP Morgan Chase (za 2 \$ po akciji, iako su akcije prethodne nedelje na berzi vredele 30€ tj. 15 puta više),
- Investicionu banku Merrill Lynch kupila je najveća retail banka Bank of America, čime je postala najuticajnija banka u svetu,
- Investicione banke Goldman Sachs, Morgan Stanley su promenile svoj status iz investicione u univerzalne komercijalne banke, čime su potpale pod režim regulacije, ali i dobile mogućnost korišćenja kredita FED.

Svetski lider tržišta osiguranja (AIG) je 2008. godine bio na rubu propasti, zbog obaveza po ogromnom obimu osiguranih CDS, vezanih za hipotekarno tržište. Rešenje za spas ovog osiguravajućeg društva pronađeno je u nacionalizaciji (država preuzela 79,9% akcija AIG) i ubrizgavanju 185 milijardi \$ od strane FED za restrukturiranje ovog društva. Slom AIG značio bi širenje opasne zaraze po finansijskom sistemu SAD i sveta.

Konačno, na vrhu hipotekarnog lanca carovale su dve moćne privatne- kvazidržavne federalne hipotekarne agencije Fannie Mae i Freddie Mac, koje su garantovale oko polovine ukupnih hipoteka (oko 14,5 biliona \$) i koje su doživele sličnu sudbinu. Ove agencije su na tržištu nekretnina imale funkcije, koje u bankarskom sistemu ima centralna banka. Bile su kreditor poslednje instance (kupcima hipotekarne HoV). Država ih je nacionalizovala, da bi sprečila finansijski cunami i štete neviđenih razmera. Mogući su različiti scenariji njihovog daljeg razvoja, uključujući reprivatizaciju, koja bi bezuslovno zahtevala daleko veći regulatorni uticaj države u pogledu strategije i standarda poslodavaca ovih hipotekarnih institucija od izuzetnog nacionalnog značaja.

Ogromni problemi najvećih finansijskih institucija SAD imali su za posledicu izvoz nestabilnosti u globalni finansijski sistem, preko više kanala (kretanje kapitala, analogne promene cena nekretnina i spekulativnih transakcija, psihološke investicione eufrije, bankrotstva gigantskih investicionih banaka i paničnog bekstva kapitala i dr.).

Na kraju, lideri bankarskog sistema SAD su spašeni uz ogromnu državnu, odnosno finansijsku pomoć poreskih obveznika³⁷². Sa druge strane, korisnici hipotekarnih

³⁷¹ To je ilustracija kvaliteta rada rejting agencija, ali i odnosa ekonomskih i političkih snaga (ako ne prihvatiš da prodaš biznis, sledi bankrotstvo).

³⁷² Time je samo potvrđeno pravilo, koje važi za najmoćnije finansijske kompanije, da se profiti privatizuju, a gubici socijalizuju. Kongres je usvojio Program za rešavanje problematične aktive (TARP), sa fondom za spašavanje od 700 milijardi \$, otkupom akcija banaka. P. Krugman ocenjuje da je banke trebalo spašavati, ali uz bolju pogodbu (veći udeo u vlasništvu) za pruženu hitnu pomoć.

stambenih kredita nisu naišli na slično razumevanje ovih kreditora, već su mnogi ostali bez stanova ili nastavili otplatu po uvećanim kamatnim stopama, zapadajući u svojevršno dužničko ropstvo. Tako se došlo do apsurdne situacije u kojoj dužnik sve više plaća po kreditu, a sve više duguje. Tu činjenicu posebno kritikuju nobelovci Štiglic i Krugman, ističući da je država spašavala, umesto da kažnjava banke, čiji interesi nisu bili u skladu sa nacionalnim interesima i dobrobiti domaćinstava. Kroz finansijske inovacije, banke su nametnule više rizika siromašnijim zajmoprimcima, a onda su obustavile finansiranje, što je dovelo do gubitka stanova, uz to i uništavanje radnih mesta i sveopšte krize³⁷³.

Nakon preuzimanja ogromnih državnih (budžetskih) i finansijskih vatrogasnih mera u spašavanju najvećih institucija i krupnih kapitalista, koje je narod označio kao krivce velike hipotekarne katastrofe, početkom 2009. godine predsednik Barak Obama je predložio program za rešavanje hipotekarnih stambenih kredita, kako građani- korisnici kredita ne bi masovno ostajali bez krova nad glavom. Radilo se o složenim odnosima države, banaka i korisnika kredita, koji je podrazumevao različite interese, mogućnosti i spremnost da se pravilno podeli teret dugova porodica, kako bi mogle da nastave redovno izmirivanje finansijskih obaveza. Svakako, postojalo je više opcija, koje su banke odbijale³⁷⁴:

1. Produžavanje rokova otplate kredita, čime se smanjuju mesečne obaveze, ali se teret duga prebacuje za bolja vremena (i nove generacije). Bankama je ovaj model bio prihvatljiv zbog obezbeđivanja zarade od provizije za ovaj aranžman, ali je zahtevao obezbeđenje ročne strukture sredstava i kapitala banke,
2. Smanjivanje promenljivih kamatnih stopa, u uslovima trenda njihovog drastičnog rasta na tržištu, za banke nije bila prihvatljiva opcija,
3. Smanjivanje glavnice uzetog kredita i usklađivanje sa smanjenom vrednošću hipoteke, kao sredstva obezbeđenja, podrazumevalo je knjigovodstveni otpis dela glavnice, za banke je bilo apsolutno neprihvatljivo,
4. Državna pomoć građanima nailazila je na neslaganje poreskih obveznika, koji su smatrali da je to dobrovoljni ugovorni odnos sa bankama, koje nisu pravilno procenjivale rizike i treba da snose deo tereta zajmoprimaca,
5. Sudski program u vezi sa Poglavljem 11 Zakona o sprečavanju zloupotrebe bankrota i zaštiti potrošača, koji se odnosi na korisnike hipotekarnih kredita za kupovinu kuća i stanova. Ovaj Zakon polazi od ideje o brzom restrukturiranju (počeku) obaveza siromašnijih porodica korisnika stambenih kredita, po modelu državne pomoći korporacijama, koje nisu sposobne da ispune obaveze prema ulagačima u obveznice. Zakonom je predviđen institut zamene duga za akcije, a u slučaju stanova to znači smanjivanje knjigovodstvene vrednosti kredita, odnosno hipoteke, u zamenu za kapitalnu dobit kredita, koja se ostvaruje kasnijom prodajom hipoteke. U ovom smislu,

Spašavanje je već 2009. godine povratilo poverenje investitora u hipotekarno tržište. Opširnije u Krugman, P. (2012) End this Depression Now! Melrose Road Partners. p. 118.

³⁷³ Dž. Štiglic navodi da banke "nisu trebale da pljačkaju najsiromašnije i najranjivije. U pohlepi koja je zahvatila naciju nisu postojala pravila, uključujući ograničenja za eksploataciju najslabijih u američkom društvu. Štiglic, Dž. (2013) Amerika, slobodna tržišta i slom svetske privrede, Slobodan pad. Akademski knjiga. Novi sad. Str 149.

³⁷⁴ Immergluck, D. (2015) Preventing the Next Mortgage Crisis: The Meltdown, the Federal Response, and the Future of Housing in America. Rowman & Littlefield Publishers.

kuća se posmatra kao svojevrsna korporacija, s tim što bi olakšica (poravnanje) bila limitirana visinom dohotka.

Po našem mišljenju, jedan alternativni model bi mogao biti da država zasnuje suvlasništvo na stanu, kroz utvrđivanje odgovarajućeg procenta državne svojine za koju se plaća mesečna zakupnina, umesto otplate kredita sa kamatom.

Predlog olakšica Dž. Štiglica sastoji se u tome da se država zaduži po nultoj kamatnoj stopi kod FED, a da ta sredstva plasira po nižoj kamatnoj stopi od ugovorene kamate po hipotekarnim kreditima (npr. 2%, umesto 6%) čime se bitno smanjuju mesečne obaveze korisnika i izbegava prinudna prodaja hipoteke. Iako bi ova mera delovala pozitivno na jačanje tržišta nekretnina, banke su je osporavale, tvrdeći da država ne može da dobro proceni kreditnu sposobnost zajmotražioca. Ironija je da to kvalifikuju one institucije koje su sve učesnike, posebno najslabije, izložile ogromnim rizicima i globalnoj finansijskoj krizi³⁷⁵. Pomaganjem ove kategorije običnih građana, država bi suštinski pomagala banke, stabilnost ukupnog finansijskog sistema i makroekonomsku stabilnost.

Umesto opreznog i restriktivnog Programa pristupačnog refinansiranja (koji je pokrenuo predsednik Obama), P. Krugman ističe da je "potreban program masovnog refinansiranja- što bi trebalo da bude olakšano činjenicom da dobar deo hipotekarnih dugova čine oni prema korporacijama Fani Mej i Fredi Mek, koje su sada potpuno nacionalizovane". Masovno refinansiranje podrazumeva energično obaranje hipotekarnih kamatnih stopa i dodatne fiskalne stimulanse³⁷⁶.

Svi ovi problemi finansijskih i hipotekarnih tržišta i institucija su se sistemom spojenih sudova brzo prelili na realnu ekonomiju i sve njene sektore. Kreditne marže su povećane, a cene akcija i nekretnina padale. Nezaposlenost je rasla, opadali dohoci zaposlenih, kako su se efekti recesije širili. Napori na planu oporavka kreditnog tržišta su postali ključni.

Uporedo sa padom cena nekretnina, došlo je i do pada izgradnje novih stanova i propasti građevinara. Nakon dostizanja rekorda od 1,8 miliona stambenih jedinica u januaru 2006. godine broj izgrađenih stambenih jedinica pada na svega 544.000 u septembru 2008. godine (na polovinu proseka u poslednjih tri decenije)³⁷⁷.

Pojava velikog broja nekretnina, koje su oduzete u prinudnoj naplati, dodatno je uticala na pad cena na tržištu. Pri tome su i kreditori trpeli značajne gubitke, pošto se oduzete nekretnine prodaju uz diskont.

Imajući u vidu povećan broj prinudnih naplata, Federalne rezerve (FED), Federalna korporacija za osiguranje depozita (FDIC) i ostale regulatorne institucije su trebale da iniciraju korektivne mere, mnogo pre 2007. godine, naročito zbog činjenice da su mnoge finansijske institucije, koje su se specijalizovale za subprime kredite, već iskusile finansijske probleme ili su čak bankrotirale.

³⁷⁵ Opširnije kod: Štiglic, Dž. (2013) Amerika, slobodna tržišta i slom svetske privrede, Slobodan pad. Akademska knjiga. Novi sad. Str 135. i Krugman, P. (2012) End this Depression Now! Melrose Road Partners. str. 129.

³⁷⁶ Krugman, P. (2012) Isto p. 226.

³⁷⁷ Krugman, P. (2012) isto p. 33.

10. Kolaps korporativnog upravljanja i upravljanja rizicima

U savremenoj literaturi je opštepriznati stav da je aktuelna kriza, u oštrom vidu, ispostavila račun finansijskom sektoru za brojne slabosti korporativnog upravljanja, posebno za neodgovarajuće strategije upravljanja rizicima i politike nagrađivanja izvršnih menadžera, što je generisalo ogromne reputacione rizike i pojačanu pažnju i skandalizovanost javnosti³⁷⁸.

Zaista, postojale su nezamislive i realno neopravdane disproporcije u primanjima izvršnih direktora i prosečnih zarada zaposlenih. U 2005. godini taj odnos je dostigao 262:1, a bonusi su isplaćivani, iako su banke beležile gubitke, ili koristile subvencije države. Ukupna primanja su uključivala osnovnu zaradu + godišnji novčani bonus + određen broj akcija kompanije + otpremnine + nenovčane beneficije (letovanja, osiguranje, avioni kompanije i mnogo drugog). Bonusi su isplaćivani za kratkoročne rezultate, što je stimulisalo preuzimanje sve većih rizika na hipotekarnom tržištu, sve do konačnog kraha institucije³⁷⁹. Konačno, ukupni efekti korporativnog upravljanja finansijskih institucija nisu opravdali osnovne principe i vrednosti (nepriistrasnost, obaveze, transparentnost i odgovornost), već su doveli do pada vrednosti njihovih akcija, gubitaka tržišne pozicije i reputacije, kao i sloma hipotekarnog tržišta.

Risk menadžment najvećeg broja bankarskih institucija je kasno shvatio da nije uspeo uspostaviti sisteme upravljanja rizikom, posebno smanjivanje prevelike koncentracije rizika i nestabilnosti prinosa.

U literaturi se često ističe da su kombinacija ličnih interesa i iskrivljena liberalna ideologija doveli do smanjenja percepcije rizika i orijentacije na maksimiziranje profita, što predstavlja grupu vodećih uzroka krize. Inovacije hipotekarnih proizvoda i mehanizmi sekjuritizacije bili su finansijska alhemija, koja je stvorila novčanu iluziju da se svi rizici mogu disperzovati na investitore globalnog tržišta, a da se maksimiziranje prinosa može realizovati u roku kraćem od dugoročnog horizonta.

Izostala je efektivna uloga upravnih odbora na planu kontrole rizika poslovanja finansijskih institucija. Insistiralo se na formalnoj nezavisnosti članova upravnih odbora, pri čemu većina nije imala bankarsko iskustvo, mandati su trajali više od decenije, nisu imali posebne odbore za upravljanje rizicima i slično³⁸⁰.

Banke se dugo nisu bavile strategijama selekcije i disperzije portfolia, iako su one među glavnim investitorima na finansijskim tržištima. Kapital je bio jeftin i lako dostupan, što je stvorilo uverenje da je svaki profitabilan posao doprinosio rastu cena bankarske aktive na tržištu. Takođe, smatralo se da banke imaju jaku socijalnu funkciju, jer daju sredstva kompanijama za razvoj, odnosno kreditiraju stanovništvo, kako bi se kupovale nekretnine i ostala dobra. Ipak, pošto je poslednjih decenija preovladalo mišljenje da su banke

³⁷⁸ Više u: "Korporativno upravljanje i tržište kapitala". Zbornik sa XVII Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2008. Beograd, Pravo i privreda, br.5-8, 2008.

³⁷⁹ OECD Corporate Governance and Financial Crisis- Key Findings and Main Messages. June 2009. str.15.

³⁸⁰ Dž. Štiglic ocenjuje da u SAD, akcionari samo nominalno upravljaju kompanijama, dok realnu moć imaju menadžeri, koji često po svojoj želji "biraju" članove uprave. Videti: Štiglic, Dž. (2013) Amerika, slobodna tržišta i slom svetske privrede, Slobodan pad. Akademski knjiga. Novi sad. Str 190.

profitne institucije, njihov menadžment, pod pritiskom akcionara, agresivno investira u kompleksan miks imovine, čime se kultura kreditiranja menja u kulturu špekulativnog kapitala.

Manipulacije i zloupotrebe u investicionim bankama i kompanijama, korišćenjem principa poluge- leveridža, obogatile su menadžere i podrile stabilnost ukupnog finansijskog tržišta.

Usled promene poslovne kulture, većina banaka se fokusirala na prinosnu stranu investicija, dok su zanemarivali rizike. Diversifikacija portfolia je bila čisto teoretski koncept, koji je bio podređen praktičnom rastu tržišnog učešća.

Tradicionalni risk menadžment se fokusirao na tzv. čiste rizike, bez sagledavanja svih vrsta rizika, kroz integrativan pristup identifikovanja, merenja i upravljanja rizicima. Za analizu uzroka krize od posebnog značaja je sagledavanje i regulisanje novih rizika-sistemskog, specifičnog i reputacionog rizika.

Posebno naglašavamo da mnogi specifični rizici finansijskih institucija vezani za hipotekarno tržište, nisu bili adekvatno regulisani, ni propisima, ni nadzorom (prudencijalna kontrola), kao što je zanemarivanje regulisanja oblasti fondova rizičnog kapitala i tržište derivata. Tako, nije bio propisan nivo kapitala za preuzimanje rizika u trgovini strukturiranim hipotekarnim proizvodima, kao i za cikličnosti tržišta. Takođe, izostao je adekvatan nadzor i supervizija finansijskih konglomerata i režim aktivnije, preventivne i jače kontrole, umesto supervizije, zasnovane samo na okvirnim principima regulacije.

Konačno, najviši nivo rizika je sistemski rizik, kao koncentracija rizika finansijskog sistema, koji je ugrozio ne samo finansijsko tržište i ekonomiju SAD, već i globalno finansijsko tržište. Sistemski rizik pre krize nije bio ni registrovan, ni regulisan, a svakako, teško ga je učiniti unapred transparentnim, zbog brojnih povezanih faktora, od kojih smo mnoge napred analizirali detaljnije.

11. Poraz regulatora hipotekarnog tržišta

U središtu naše analize je traženje odgovora na pitanje: kakva može biti efektivnost regulacije u opšteprihvaćenoj ideologiji i globalnoj tendenciji deregulacije? Zaista, nabujalo hipotekarno tržište razvilo se prepušteno samom sebi na (uvećanom) globalnom terenu za igru, pri čemu su pravila igre (regulativa) ostala neizmenjena od pre više decenija, neprilagođena promenama savremenih tendencija na hipotekarnom tržištu. Mnogo više se verovalo nevidljivoj ruci tržišta i igri bez granica, nego ulozi regulatora, koji treba da definiše pravila i "sudi" tržišnu utakmicu po tim pravilima, kako ne bi došlo do opšteg finansijskog haosa. Efekti deregulacije su podstakli veće preuzimanje rizika, nego što su omogućili efikasnost i stabilnost.

Za većinu učesnika i regulatore hipotekarnog tržišta, koji su verovali u teoriju efikasnog tržišta, nedavna hipotekarna kriza, kao da je došla bez najave i vidljivih upozorenja. To je postalo jasno svima, tek kada se "krčag" hipotekarnog tržišta razbio i kada su mnogi

principi "životnog duha" (poverenje i njegovi multiplikatori, pravičnost, korupcija i zlonamernost, novčana iluzija i priče) stavljeni na proveru³⁸¹.

Bilo je nemoguće sprečiti pojavu poslednje hipotekarne krize, bez jasnog razumevanja fundamentalnih faktora koji su je izazvali i uloge regulatora. Pri tome, važno je imati u vidu da je hipotekarno tržište, kao i tržište nekretnina, volatilno, da se na njemu ciklično smenjuju faze naduvavanja i pada cena, bumovi i krize. Sa druge strane, čvrsta pravila i regulacija, uspostavljena nakon Velike depresije, postepeno je ukidana, da bi završni udarac usledio ukidanjem granica između komercijalnog i investicionog bankarstva. U više od dve trećine zemalja članica MMF-a, postojala je neka finansijska kriza i kriza tržišta nekretnina u poslednje četiri decenije, ali ni približno ovih dimenzija i globalne rasprostranjenosti³⁸².

Sledeći podaci pokazuju razvoj i veliki bum hipotekarnog tržišta i potonju krizu. Od ukupno oko 80 miliona nekretnina u SAD, 27 miliona je otplaćeno, dok je 53 miliona još uvek pod hipotekom. Od ukupnog broja hipoteka, 5 miliona (oko 9%) je u nekom stepenu dcnje, a oko 3% je u procesu prinudne naplate. Treba reći da je u vreme Velike depresije oko polovine hipoteka bilo u prinudnoj naplati.

Kriza hipotekarnog tržišta je posledica dominantne ideologije slobodnog tržišta i minimiziranja mešanja države (reganizam u SAD, tačerizam u Velikoj Britaniji). U tom smislu počinjen je niz regulatornih propusta, poput relaksacije zakonske regulative 70-tih godina ili nesposobnosti državnih regulatora da prilagode svoje aktivnosti novim tendencijama i karakteristikama hipotekarne industrije.

Kriza je posledica, kako regulatornog, tako i tržišnog zanemarivanja osnovnih kreditnih kriterijuma, kao što su snažni kreditni standardi, finansijska transparentnost, rizik prevelikog zaduživanja i drugo. Regulatori mogu i moraju obezbediti da kreditori konsekventno primenjuju pravila upravljanja rizicima i zaštite korisnika kredita, kao i da se obezbede inovacije i pristup hipotekarnom tržištu.

Regulatori i samoregulatorne organizacije su propustili da uredе segment subprime tržišta. Vladine agencije su "primorale" banke da kreditiraju pripadnike manjinskih zajednica, uz državne subvencije. Loši krediti, koji su davani subprime klijentima sa lošom kreditnom istorijom, velikim zaduženjem ili niskim prihodima su, uz sve to, imali i varijabilnu kamatnu stopu, a većina tzv. "navlakušu". Samoregulatorne bankarske organizacije nisu položile ispit iz osnovnih ciljeva svoga postojanja. Naprotiv, doprinele su stvaranju krize i njenom širenju na globalno tržište. Štitile su svoje profitne interese, zanemarujući zaštitu interesa klijenata, nisu uspostavile pravila i kreditne standarde za efektivan razvoj hipotekarnog tržišta, nisu poštovale standarde profesionalne etike i odnose sa svojim klijentima i socijalnim partnerima. Drugim rečima, nisu odolele konfliktu kratkoročnih biznis interesa i interesa dugoročne globalne finansijske stabilnosti. Očigledno, proizilazi da društvene interese moraju da čuvaju državni regulatorni organi finansijskog tržišta.

³⁸¹ Videti uticajno originalno istraživanje kod: Akerlof, Dž., Šiler, R. (2010) Životni duh- Kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to značajno za svetski kapitalizam. Beograd. Službeni glasnik.

³⁸² Kindleberger, C. (2005) Manias, Panics and Crashes: A history of Financial Crises. New York. Palgrave.

Država je 1995. godine povećala limit hipotekarnih stambenih kredita, koji su bili nuđeni kroz Akt o reinvestiranju u zajednici iz 1977. godine, čime je omogućeno da rizični klijenti pozajme više sredstava nego što su mogli da vrata. Rezultat je bilo povećanje broja prinudnih naplata i, posledično, povećanje "lošeg duga" u portfolijima banaka³⁸³.

Najveći deo subprime kredita je bio odobran uz pomoć hipotekarnih brokera na hipotekarnom tržištu, čije delovanje nije bilo adekvatno regulisano. Oni prodaju hipoteke velikog broja kreditora, tako da su klijenti mogli da biraju kredite sa različitim karakteristikama. Broj hipotekarnih brokera se bio drastično povećao i dostigao cifru od oko 57.000. Za razliku od kreditora, brokeri najveći deo svoje provizije dobijaju unapred, kao deo troškova odobravanja kredita. Budući da kreditiranje obavlja banka ili neka druga finansijska institucija, brokeri kao "podizvođači" ne nose hipotekarne rizike.

Sa zaoštavanjem konkurencije na hipotekarnom tržištu, pojavio se problem pronalaženja novih klijenata³⁸⁴. Brokeri su ih pronašli na subprime tržištu, nudeći im plaćanje samo kamate u prvih pet godina, i ubeđujući da će se vrednost nekretnine povećati, pa će na osnovu toga moći da refinansiraju svoje obaveze.

Regulatori primarnog hipotekarnog tržišta, naravno, ne mogu od tržišnih učesnika da traže tačnu prognozu budućnosti hipotekarnog tržišta, ali mogu tražiti od brokera da ne namamljuju klijente na kredit, koji nisu sposobni "da nose".

Postavlja se i pitanje zašto su banke i ostale finansijske institucije, kao i njihove samoregulatorne organizacije, pristajale na odobravanje takvih kredita? Zahvaljujući mogućnostima i konstrukcionoj grešci sekjuritizacije, one su bile zaštićene od rizika i negativnih posledica davanja loših kredita, kao i hipotekarni brokeri.

Loše procenjivanje i regulisanje hipotekarnih hartija od vrednosti je propust regulatora sekundarnog tržišta (SEC). Hipotekarne hartije od vrednosti su dugo bile privlačne za investitore, budući da regulatorne agencije nisu sugerisale da postoji razlog za oprez i zabrinutost.

Takođe, FED je uporno tvrdio da je hipotekarno tržište zdravo, ne nagoveštavajući da su hipotekarne hartije od vrednosti problematičan deo finansijskog tržišta.

Kao posledica, regulatorne agencije (SEC i dr.) koje su zadužene za nadgledanje investicionih instrumenata i investicione prakse finansijskih institucija nisu detaljno sagledavale rizike, koji proizilaze iz ove vrste investicija. Prosto je začuđujuće da regulatorne institucije nisu bile stručne da uoče kako hipotekarne hartije od vrednosti nose veliku toksičnost i rizike, sve dok nije porastao broj prinudnih naplata hipoteka i gubitaka učesnika hipotekarnog tržišta.

Očigledno je da ni slobodno tržište, ni samoregulatorne organizacije, ni država, ni regulatori nisu ispunili preuzete funkcije na hipotekarnom tržištu SAD.

Kako bi se predupredila neka buduća kriza, potrebno je više budnosti i odgovornosti regulatora, uz adekvatno praćenje promena i nadzora na hipotekarnom tržištu. Ne može se očekivati da će finansijske institucije same adekvatno procenjivati potencijalne rizike,

³⁸³ Loš kredit predstavlja deo plasiranog novca, koji kreditor ne može povratiti, a samim tim i pozajmiti drugim klijentima.

³⁸⁴ Taj problem izražen je i danas u Srbiji.

budući da je u njihovom fokusu, pre svega profit. Kriza je očitala lekciju i pružila snažne dokaze da se tržišta neće dobrovoljno samoregulirati, već je neophodno da regulatori, kroz kontinuelnu borbu sa učesnicima tržišta, obezbede njegov stabilan i efektivan razvoj.

12. Pravci regulatornih reformi

Kriza je nepobitno dokazala da slobodno tržište (sa svojom samoregulacijom) nije sposobno (bez učešća države) da samo sebe "izleči". Neefektivnost hipotekarnog tržišta SAD je dokazana u praksi, na drastičan način, a globalna finansijska kriza je opomena za budućnost, koja naglašava dominantan uticaj finansijskog sistema SAD na sve druge zemlje i ekonomiju sveta.

Zbog toga se, nakon nezabeleženog obima državne intervencije i arsenala hitnih postkriznih mera u pravcu saniranja posledica hipotekarne krize u SAD, pristupilo opsežnim regulatornim reformama finansijskog tržišta na globalnom nivou. Cilj je minimiziranje tržišnih nesavršenosti i sistemskog rizika, radi predupređivanja neke buduće krize.

Grupa zemalja G-20, kao neformalni koordinator svetske privrede i finansija, osnovala je poseban Odbor za finansijsku stabilnost (FSB) koji je doneo više preporuka za novu regulativu, pri čemu se naglasak stavlja na upravljanje rizicima, sa više aspekata (sistemski, specifični, reputacioni). Pored Odbora za finansijsku stabilnost koordinaciju nove regulative na globalnom nivou ostvaruju Bazelski komitet za superviziju banaka (BCBS), Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (IOSCO), Međunarodna organizacija supervizora u osiguranju (IAIS).

Najnovija preispitivanja stavova tiču se sledećeg³⁸⁵:

Prvo, upravljanje sistemskim rizikom, kroz striktnije regulisanje strukturnih performansi tržišta: (1) demonopolizacija i ograničavanje veličine finansijskih institucija (konsolidovana finansijska pasiva maksimum do 10% pasive svih finansijskih kompanija), (2) dekompozicija i ograničavanje vrste poslova po tipovima finansijskih institucija (banke ne mogu osnivati, niti samo investirati u hedž fondove, koji mogu trgovati u ime i za račun klijenata)³⁸⁶, (3) sprečavanje moralnog hazarda i jačanje zaštite korisnika finansijskih usluga, (4) sprečavanje sukoba interesa rejting agencija, zabranom istovremenog davanja ocene o rejtingu i pružanju konsalting usluga, kao i zahtevanjem registracije kod regulatornog organa i obelodanjivanjem metodologije rejtinga³⁸⁷, (5) obavezno berzansko trgovanje finansijskim derivatima, radi veće transparentnosti, (6) jačanje odgovornosti i transparentnosti u procesu sekjuritizacije obavezuje emitente da poseduju javno dostupnu informaciju (fajl) o tokovima gotovine iz svakog ugovora o kreditu, koji čini portfolio (predlozi ECB, SEC i IOSCO).

Drugo, upravljanje specifičnim rizicima preko pravila prudencijalne kontrole i nadzora regulatora: (1) jačanje obima, kvaliteta i transparentnosti kapitalne osnove, (2) jačanje

³⁸⁵ Vasiljević, B., Deliće, M. (2010) Finansijska kriza i regulacija. Pravo i privreda. Beograd. br. 4-6.

³⁸⁶ To rešenje, u izvesnom smislu, znači povratak ranijem odvajanju komercijalnog od investicionog bankarstva.

³⁸⁷ Postoje predlozi da država osnuje nezavisne rejting agencije, kao i da naknade za rejting ne plaćaju emitenti, već investitori.

minimalnih standarda likvidnosti za međunarodno aktivne bankarske grupe, (3) stroga kontrola novih hipotekarnih proizvoda, na primarnom i sekundarnom tržištu, (4) uvođenje kontracikličnog okvira za kapital, (5) definisanje koeficijenata leveridža, (6) konsolidovan nadzor finansijskih konglomerata, (7) zadržavanje minimum 5% rizika u sekjuritizaciji potraživanja u bilansu banke- originatora, (8) orijentacija na aktivnu i jaču preventivnu kontrolu, u odnosu na kontrolu i regulaciju zasnovanu na principima.

Treće, upravljanje reputacionim rizikom, preko unapređenja sistema korporativnog upravljanja uvođenjem simetričnih podsticaja i sankcija u vezi sa zaradama menadžera. Reformisanje dosadašnje prakse, kroz donošenje smernica, standarda i pravila je u fokusu sve četiri međunarodne regulatorne organizacije (FSB, BCSB, IOSCO i IAIS)³⁸⁸. U opticaju su različiti predlozi regulisanja bonusa menadžera, od zakonskog limitiranja, do isplate bonusa u akcijama finansijske institucije kojom rukovodi, uz ograničenje da ih ne može otuđiti na duži rok (minimum 4- 5 godina), što bi se vezivalo za dugoročne, a ne kratkoročne spekulativne rezultate kompanije. Takođe, regulatori u SAD od 2010. godine, razmatraju mogućnost da se bankama da pravo na povratak isplaćenih bonusa (u roku od 7 godina), ako se ostvare finansijski gubici, posebno ako je te gubitke morala da pokrije država. Istovremeno, javnost zahteva da menadžeri krivično odgovaraju zbog ličnog bogaćenja, koje je dovelo do gubitaka velikih banaka.

7. Razvoj i regulacija hipotekarnog tržišta EU

Evropa je postojbina hipoteka i hipotekarnog kredita, koji su ostvarili značajan razvoj i transformacije.

7.1. Istorijски i pravni okvir

Glavna savremena tendencija razvoja i regulacije hipotekarnog tržišta EU je jačanje stepena integracije na jednom kontinentu sa više hipotekarnih tržišta, u okvirima EU³⁸⁹. Osnovni princip regulacije je sloboda poslovanja kreditnih institucija u bilo kojoj zemlji EU, uz poštovanje kontrole nacionalnih regulatornih organa.

Kreiranje savremenog modela hipotekarnog tržišta EU zasnivalo se na pravnom okviru, definisanom kroz više posebnih direktiva i preporuka.

Istorijски hipotekarni razvoj i specifičnosti evropskih zemalja, dajemo u nastavku istraživanja.

U skladu sa Direktivom Evropske ekonomske zajednice (1987.) formiran je jedinstveni prostor za funkcionisanje hipotekarnih institucija, tadašnjih članica zajednice.

Naredne godine, doneta je Direktiva za investicione usluge EU, kojom se definišu hipotekarne obveznice, kao pravna kategorija, odnosno specifične hartije od vrednosti na nivou EU.

³⁸⁸ Odgovarajući principi, smernice i standardi dostupni na sajtovima ovih agencija.

³⁸⁹ Bardhan, a., Edelstein, R., Kroll, C. (2012) Global Housing Markets- Crisis, Politics and Institutions. John Wiley & Sons. str.53.

Problem kreiranja jedinstvenog evropskog modela hipotekarnog tržišta predstavljale su različita pravna i zakonodavna rešenja specifična za zemlje članice, kao i različita priroda finansijskih institucija i praksa hipotekarnog kreditiranja, zasnovana na nacionalnim tradicijama, pravnom i socijalnom modelu, kao i stambenoj, fiskalnoj i monetarnoj politici.

Harmonizacija regulative, sa jedne strane, kao i savremene tendencije razvoja globalnog finansijskog tržišta, sa druge strane, išle su u pravcu standardizacije i transformacije hipotekarnih institucija, instrumenata i mehanizama hipotekarnog kreditiranja i refinansiranja emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti. Pri tome, EU prati i usvaja modele i mehanizme hipotekarnog tržišta SAD, ali uz dužno prilagođavanje sopstvenim uslovima i potrebama³⁹⁰.

Uvođenje evra, kao jedinstvene evropske valute (1999.), imalo je bitan uticaj na promene hipotekarnog tržišta u pravcu veće povezanosti i smanjenja rizika (deviznog, kamatnog i dr.) unutrašnjih tržišta kapitala, uključujući i hipotekarno. Posebno naglašavamo da su zadržane brojne razlike i specifičnosti tržišta u zemljama članicama i da još uvek ne postoji jedinstveni model hipotekarnog tržišta EU.

Nova zakonska regulativa tržišta kapitala na teritoriji EU usvojena 2007. godine, popularno je nazvana MIFID direktiva³⁹¹. Cilj nove regulacije je bio da se ostvari puna integracija hipotekarnog tržišta i da se kroz veću konkurenciju, transparentnost i efektivnost hipotekarnih institucija, modela i hipotekarnih proizvoda obezbedi dostupnost zajmotražilaca hipotekarnom tržištu i mobilnost kapitala investitora, kao i brži razvoj toga tržišta na celom prostoru EU³⁹². Međutim, pored pomaka u integracionim procesima, nacionalna hipotekarna tržišta funkcionišu i dalje nepovezano sa tržištima drugih zemalja EU. To najbolje ilustruje činjenica da su prekogranični hipotekarni krediti, zbog brojnih barijera, svedeni na ispod 1% ukupnog hipotekarnog duga, pri čemu je većina prekograničnih transakcija registrovana u Nemačkoj.

Perspektive razvoja jedinstvenog hipotekarnog tržišta EU uslovljene su brojnim faktorima i trendovima razvoja globalnog finansijskog tržišta, o kojima je detaljno bilo reči u prethodnom delu istraživanja. Reč je o, reklo bi se, "nespojivim" procesima deregulacije i istovremenim zahtevom za jačanjem regulatorne uloge države, o transformacionim procesima specijalizovanih finansijskih institucija, ali i univerzalnih banaka, o inovacijama na planu sekjuritizacije i standardizacije, ali i modifikacije postojećih i kreiranja novih hipotekarnih proizvoda dostupnih građanima. Konačno, burne tehnološke promene, uključujući i Internet, idu u pravcu širenja elektronskog hipotekarnog tržišta, čime se dodatno ubrzava razvoj, ali i potencijalna nestabilnost hipotekarnih tržišta.

Harmonizacijom regulative u smislu potčinjavanja, nacionalnih tržišta direktivama EU, kao i zahtevanim ujednačavanjem fiskalne regulative, sa kreiranjem snažne krovne institucije iz te oblasti na nivou EU, očekuje se dalje jačanje integracije hipotekarnog tržišta, koje bi u punoj meri funkcionisalo kao zajedničko hipotekarno tržište EU³⁹³, što

³⁹⁰ Npr. u Evropi nema rizika prevremene otplate kredita, postoji razvijeno tržište hipotekarnih obveznica, a ne založnica (MBS), direktniji uticaj države u stambenoj sferi i brojne druge razlike.

³⁹¹ The Markets and Financial Instruments Directive.

³⁹² Miles, D., Pillonca, V. (2007) Financial Innovation and European Housing and Mortgage Market. Morgan Stanley Research Europe, No 18.

³⁹³ Opširnije u studiji London Economics, rađenoj za potrebe Evropske komisije, 2005. godine, kao i EU Commission 2007 White paper.

pokazuju brojne studije rađene poslednjih godina naročito nakon izbijanja globalne finansijske krize.

Navedeni integracioni procesi treba da daju brojne pozitivne efekte razvoja i regulacije jedinstvenog hipotekarnog tržišta EU, a naročito:

- Harmonizacija normativno- pravne regulative i izrada adekvatnog zakonodavnog okvira,
- Podizanje konkurencije i efektivnosti finansijskih institucija na hipotekarnom tržištu,
- Porast inovacija i stimulisanje kreditora za kreiranje što povoljnijih kreditnih proizvoda dostupnih zajmotražiocima,
- Doprinos smanjenju kamatnih stopa i drugih troškova hipotekarnog finansiranja,
- Definisane jednoobraznog režima prevremene otplate hipotekarnih kredita,
- Jačanje korporativnog upravljanja i upravljanja rizicima, u cilju potpune kontrole i odgovornosti hipotekarnog biznisa,
- Formulisanje standarda za informisanje i zaštitu korisnika finansijskih usluga, radi jačanja integriteta hipotekarnog tržišta,
- Stimulisanje građana da koriste hipotekarne kredite u drugim državama EU,
- Brisanje barijera u korišćenju različitih mehanizama i instrumenata hipotekarnog tržišta na nivou EU,
- Multiplikativni efekti na povećanje lične potrošnje, rasta privredne aktivnosti i povećanja BDP članica EU, kao i brojni drugi pozitivni ekonomski, socijalni i politički efekti.

Bitne razlike između zemalja EU postoje u pravnoj osnovi, kao i fiskalnim i drugim aspektima hipotekarnog stambenog kreditiranja. Osnovne razlike su vezane za karakter pravnih akata, tipove institucija, hipotekarne proizvode, resurse, rizike, ugovore o kreditu, založno pravo, procedure prevremene otplate, prinudne naplate, poreze i drugo. Pri tome, ovi faktori su međusobno zavisni i sadrže više različitih specifičnosti, od kojih navodimo samo neke.

1. Normativno- pravnu regulaciju karakterišu postojeći ili modernizovani zakoni, kako specijalni (npr. o hipotekarnim obveznicama i sekjuritizaciji), tako i izmene ili dopune više opštih zakona (tržište kapitala, bankarski, korporativni, poreski, računovodstveni i drugi zakoni), kao i regulatornih organa sa različitim stepenom jačine i mešanja države.

2. U pogledu institucija razlike su u osnovnim kreditorima hipoteke: hipotekarne banke i stambene štedionice (Nemačka), komercijalne banke i finansijsko- kreditne kompanije (Francuska), građevinska društva i univerzalne komercijalne banke (Velika Britanija), specijalizovane hipotekarne kompanije, banke i štedionice (u Danskoj) itd.

3. Priroda finansijskih institucija određuje i vrstu instrumenata (resursa) za hipotekarno kreditiranje: ugovorna stambena štednja, depoziti i hipotekarne obveznice (Nemačka, Francuska), depoziti, hipotekarne založnice (MBS) i štednja (Velika Britanija), hipotekarne obveznice, depoziti i međubankarski krediti stranih banaka (Danska) i sl.

4. Brojne specifičnosti uslova hipotekarnih proizvoda (dijapazon rokova, LTV, fiksne i varijabilne kamatne stope i dr.), ocene kreditne sposobnosti zajmotražilaca, korišćenja kombinovanih proizvoda od različitih institucija, kao i razlike u mehanizmima sekjuritizacije kredita.

5. Razlike u pogledu dva rizika: rizika potencijalnog smanjenja vrednosti nekretnina i rizika nivoa defolta po hipotekarnim kreditima. Ne postoji transparentnost tih informacija za široku publiku, niti jedinstven organ EU, koji bi prikupljao i analizirao te informacije, već informacije publikuju rejting agencije. Gubici po hipotekarnim kreditima se malo razlikuju od zemlje do zemlje, dok su daleko veće razlike kod hipotekarnih obveznica AAA, u pogledu pretpostavljenog smanjenja vrednosti nekretnina (čak do 50%) i verovatnoće defolta (10%).

6. Forme ugovora o kreditu su u većini evropskih zemalja tipizirane, u pogledu prava i obaveza kreditora i zajmotražioca (lično učešće, sredstva obezbeđenja, iznos kredita, kamatna stopa, rok vraćanja, kaznene odredbe i dr.). Ugovor je jednostavniji i kraći u zemljama, gde se zakonom detaljnije regulišu prava zajmoprimca i zajmodavca (primer Švedska), te nije neophodno u ugovoru ponavljati zakonske obaveze. Posebno se naglašava uticaj strogog zakonodavstva o zaštiti prava korisnika finansijskih usluga u smislu obaveštavanja o bitnim događajima (npr. promena kamatne stope, prodaja kredita ili ustupanje duga od strane kreditora trećem licu i slično), što je sve značajno za proces sekjuritizacije kredita.

7. Sredstvo obezbeđenja (hipoteka) se razlikuje od zemlje do zemlje EU, prema načinu registracije stambenih objekata- stanova ili kuća (vlasnik stana, za razliku od vlasnika kuće nije vlasnik zemljišta). U Velikoj Britaniji, na primer, postoji razlika između bezuslovnog prava svojine (svojina na zemlji i objektu) i korišćenja na bazi prava arende na 100 godina.

U EU postoji opšti pristup da ukoliko postignuta prodajna cena nekretnine po nevraćenom dugu nije dovoljna, dužnik je obavezan da iz drugih sredstava namiri ostatak kreditne obaveze, a ukoliko se ostvari veća prodajna cena, kreditor je dužan da razliku sredstava vrati dužniku.

Za razliku od EU, u SAD je opšte pravilo da posle realizacije predmeta hipoteke, prestaje obaveza dužnika po kreditu. To znači, ako su sredstva od prodaje nekretnine nedovoljna za gašenje kredita, kreditor snosi gubitak. Obrnuto, ako se ostvari viša cena, kreditor ostvaruje dodatni profit, ali u toj situaciji korisnik kredita preferira da sam prodaje svoju nekretninu.

8. Procedura realizacije (egzekucije) hipoteke obično je regulisana zakonski, ali sam proces i njegova dužina variraju po pojedinim zemljama. Tako, u Švedskoj su detaljno definisani svi postupci u zakonu, pa je procedura relativno kratka (nekoliko meseci), dok u Italiji taj proces može da traje čak više od decenije, jer sud (štiteći dužnika) obično traži od kreditora promenu uslova i sporazumno rešenje sa dužnikom. U Nemačkoj proces traje od 1- 2 godine, a u Francuskoj duže (od 2- 3 godine).

9. Fiskalni status hipotekarnih kredita i hipotekarnih HoV, tiče se oporezivanja zajmotražioca i zajmodavca, pri prodaji hipotekarne aktive. U većini zemalja kamate po

hipotekarnim kreditima se isključuju iz osnovice za oporezivanje³⁹⁴. Oporezivanje originatora pri prodaji (predaji) aktiva u postupku sekjuritizacije poskupljuje pribavljanje izvora za refinansiranje hipotekarnih kredita, što zahteva oprezan pristup.

10. Konačno, postoje razlike i u kreditnoj kulturi u svesti građana (da je normalno, da se uzeti kredit otplaćuje), kao i zakonodavstvu (npr. u Italiji zakon štiti dužnika, a ne postoje ni strogi kriterijumi anderajtinga). Razlike između hipotekarnih tržišta zemalja EU utiču i na strukturu sekjuritizacije, dodatnog obezbeđenja i zaštite investitora. U konačnom, započeti procesi harmonizacije i unifikacije na nivou EU podrazumevaju i globalnu regulaciju, uz vođstvo globalnih regulatora finansijskog hipotekarnog tržišta.

A. Karakteristike primarnog hipotekarnog tržišta EU

Hipotekarno tržište čini signifikantan segment tržišta kapitala Evropske unije, posebno kroz rast stambenih hipotekarnih kredita. Na kraju 2013. godine hipotekarno tržište EU iznosilo je gotovo 6,7 biliona €, što čini oko 50%% društvenog bruto proizvoda EU. To je ogroman rast u odnosu na 1998. godinu kada je učešće u BDP iznosilo 32%³⁹⁵. Po ukupnom obimu, hipotekarno tržište EU zauzima treće mesto, iza tržišta obveznica (22,8 biliona eura) i tržišta akcija (7,05 biliona eura)³⁹⁶.

Tabela 13: Ukupan obim hipotekarnih kredita po zemljama EU u 2014. godini

Zemlja	u milionima evra	procentualno učešće
Austrija	90.701	1.31%
Belgija	197.327	2.86%
Češka	25.635	0.37%
Danska	93.382	1.35%
Finska	89.762	1.30%
Nemačka	1.237.410	17.91%
Grčka	69.408	1.00%
Mađarska	17.146	0.25%
Irska	91.617	1.33%
Italija	359.137	5.20%
Holandija	634.391	9.18%
Portugal	102.469	1.48%
Slovačka	17.364	0.25%
Španija	586.607	8.49%
Švedska	339.152	4.91%
UK	1.666.902	24.13%
Island	9.228	0.13%
Norveška	285.848	4.14%
Evro zona 18	4.456.882	64.51%
EU 28	6.909.057	100.00%

Izvor: www.hypo.org

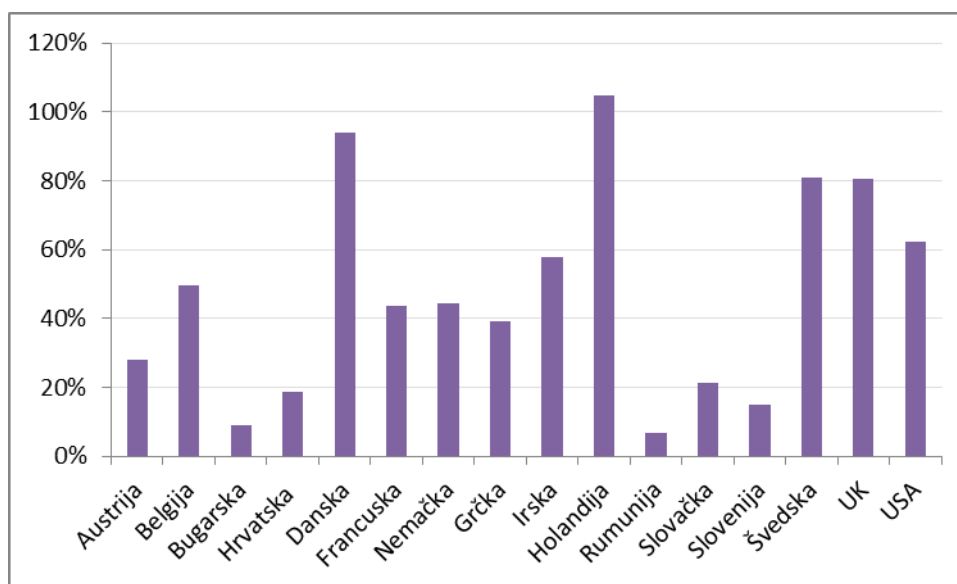
³⁹⁴ To, s jedne strane, stimuliše hipotekarno kreditiranje, a s druge strane, to je dovelo do kredita s uvećanim kamatnim stopama!

³⁹⁵ Hypostat 2015: A review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, pp. 69

³⁹⁶ Prema www.bis.org.

Tabela 13. pokazuje da se pretežan deo hipotekarnog duga odnosi na Veliku Britaniju i Nemačku, koje zajedno imaju preko 40% hipotekarnog tržišta EU, dok EU 18 zemalja ima preko 64% hipotekarnog duga, odnosno hipotekarnog tržišta cele EU.

Učešće hipotekarnog duga u BDP, se znatno razlikuje od zemlje do zemlje i pokazuje značaj hipotekarnog kreditiranja za ekonomije pojedinih zemalja EU, što pokazuje sledeća slika.



Slika 38: Učešće hipotekarnog duga u BDP odabranih zemalja

Izvor: www.hypo.org

Visoke stope rasta hipotekarnog tržišta dovele su do porasta značaja hipotekarnog duga u dohocima domaćinstava. Prosečan hipotekarni dug po glavi stanovnika (per capita) za 2014. godini na nivou EU 28 iznosio je 16.787 eura, dok su iznad proseka Danska (65.931), Holandija (47.390), Irska (26.830), Velika Britanija (32.884), Luksemburg (57.208), Švedska (44.089), Nemačka (18.271) i Finska (20.519).

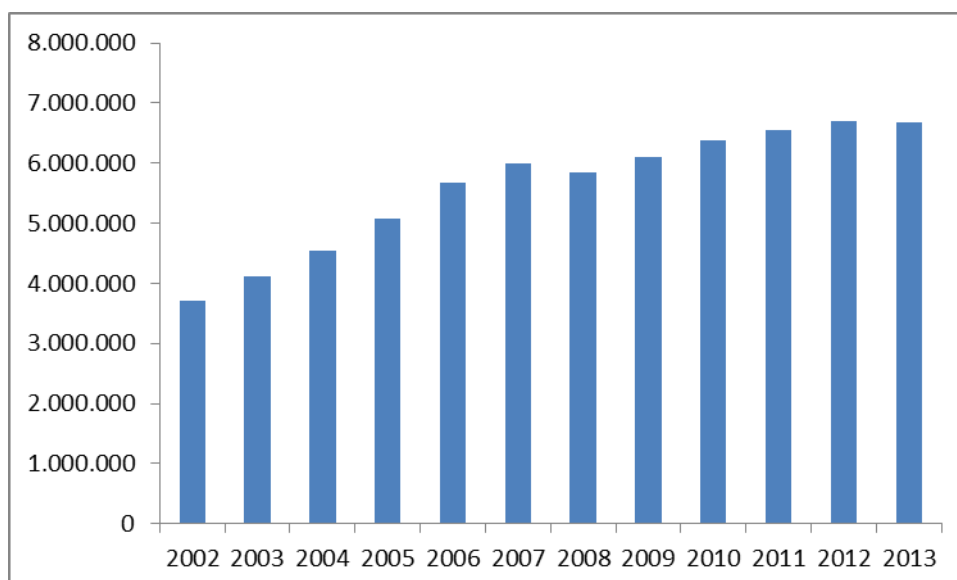
Karakteristično je da zemlje sa najvišim odnosom ukupnog hipotekarnog duga prema ukupnim dohocima stanovništva smanjuju hipotekarnu zaduženost. (Danska, Irska, Velika Britanija...), dok nerazvijenije zemlje EU povećavaju hipotekarnu zaduženost.

Poslednjih decenija, Evropsko hipotekarno tržište pokazuje visok i stabilan rast, što ilustruje slika 39.

Postoje velike razlike po zemljama EU u pogledu prirode institucija, kao i vrsta hipotekarnih kredita i njihovih performansi, koje se odnose na sledeće:

a) Prosečan iznos kredita u EU se kreće oko 100.000 evra, pri čemu prednjači Irska sa oko 150.000 €, dok je Grčka sa oko 50.000 € hipotekarnih kredita na začelju EU.

b) Odnos iznosa hipotekarnog kredita prema vrednosti hipoteke (koeficijent LTV) je u proseku 70% na nivou EU, pri čemu su razlike po pojedinim zemljama uslovljene pravnim okvirom ili tradicijom. Tako, u Danskoj je zakonski limit LTV 80%, u Nemačkoj do 60%, dok je u Holandiji koeficijent 100%, zbog poreskog tretmana.



Slika 39: Rast hipotekarnog duga u EU (u milionima evra)

Izvor: www.hypo.org

c) U pogledu rokova vraćanja kredita dominiraju termini do 30 godina, dok je u Velikoj Britaniji 25, Španiji 20, Italiji 10 godina, ali u Švedskoj maksimalno do 105 godina³⁹⁷!

Tabela 14: Kretanje kamatnih stopa na hipotekarnom tržištu zemalja EU u periodu od 2003 - 2014. godine.

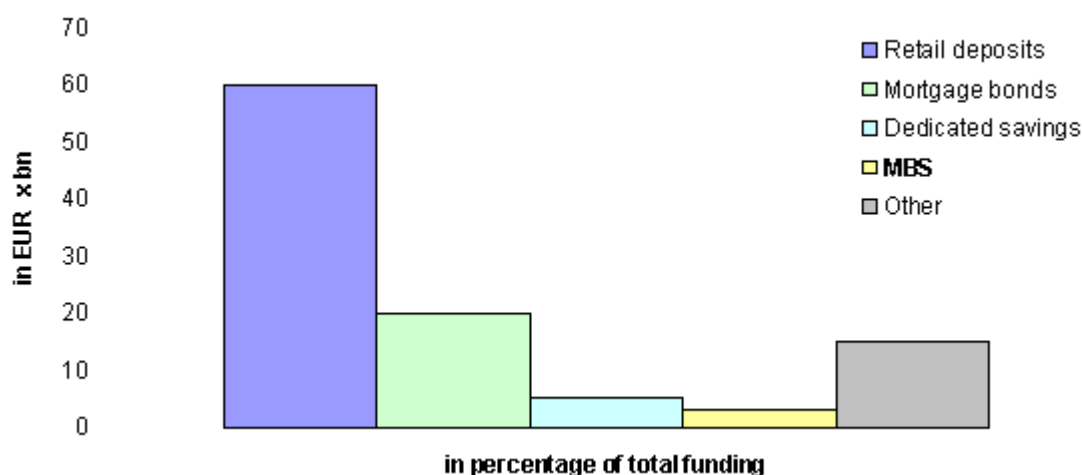
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Austria	4.41	3.90	3.58	3.80	4.79	5.32	3.71	2.71	2.86	2.71	2.39	2.39
Belgium	4.53	3.99	3.72	4.12	4.69	5.09	3.99	3.50	3.87	3.64	3.44	3.17
Bulgaria	n/a	n/a	n/a	n/a	8.31	9.09	10.09	8.97	8.23	7.51	7.04	6.66
Croatia	7.02	6.19	5.20	4.81	4.94	5.78	6.36	6.32	5.48	5.45	5.04	5.05
Cyprus	6.06	6.61	5.90	5.45	5.61	6.47	5.01	5.16	5.73	5.32	4.67	4.43
Czech Republic	5.16	4.79	3.96	4.18	4.69	5.61	5.61	4.90	4.04	3.52	3.26	2.56
Denmark	4.93	4.28	4.06	4.89	5.81	6.27	3.90	3.27	3.40	2.98	2.83	2.62
Estonia	5.34	4.24	3.28	4.22	5.35	5.75	3.97	3.38	3.33	2.80	2.72	2.58
Finland	3.48	3.14	2.99	3.72	4.71	5.01	2.45	1.98	2.50	1.97	1.98	1.80
France	4.25	3.92	3.49	3.71	4.26	4.84	4.09	3.42	3.80	3.56	3.01	2.73
Germany	4.91	4.74	4.25	4.61	5.09	5.22	4.26	3.71	3.87	3.10	2.79	2.53
Greece	4.31	4.21	3.86	4.36	4.76	4.92	3.08	3.65	4.18	3.04	2.81	2.94
Hungary	13.54	16.07	13.15	9.82	9.98	10.91	11.55	10.88	10.46	10.51	9.85	8.48
Ireland	3.82	3.44	3.42	4.06	4.93	5.17	3.14	3.13	3.46	3.28	3.44	3.42
Italy	3.80	3.66	3.73	4.87	5.72	5.09	2.88	2.97	4.03	3.69	3.50	2.84
Latvia	n/a	5.60	4.53	4.96	6.10	7.02	4.95	4.09	4.12	3.66	3.53	3.44
Lithuania	n/a	n/a	3.32	4.06	5.40	5.83	4.17	3.70	3.71	2.97	2.39	2.15
Luxembourg	3.66	3.38	3.48	3.95	4.74	4.90	2.49	2.16	2.40	2.23	2.13	2.03
Malta	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.84	3.51	3.43	3.38	3.40	3.03	2.85
Netherlands	4.50	4.15	3.76	4.38	4.97	5.34	4.86	4.52	4.55	4.27	3.78	3.37
Poland	n/a	7.80	6.98	5.74	6.09	8.05	7.23	6.48	6.70	6.95	5.14	4.10
Portugal	3.79	3.45	3.34	3.98	4.78	5.42	2.69	2.43	3.74	3.89	3.26	3.21
Romania	n/a	n/a	n/a	n/a	6.60	6.67	7.16	5.31	5.84	5.03	4.73	4.68
Slovakia	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.04	5.90	5.24	4.84	4.74	4.10	3.38
Slovenia	5.10	4.90	4.99	5.83	6.50	6.45	3.64	3.43	3.96	3.04	3.33	2.91
Spain	3.61	3.24	3.22	4.05	5.10	5.67	3.25	2.53	3.37	3.30	3.04	2.96
Sweden	4.03	3.12	2.50	3.53	4.54	5.15	2.02	2.35	3.85	3.45	2.70	2.15
UK	4.18	4.95	5.17	5.05	5.69	5.75	4.21	3.81	3.62	3.69	3.24	3.12

Izvor: www.hypo.org

³⁹⁷ Prema nedavnim zakonskim izmenama (2016)

d) U pogledu kamatnih stopa, egzistiraju fiksne i promenljive kamatne stope. U Velikoj Britaniji i Španiji, prevlađuju varijabilne, a u Nemačkoj fiksne kamatne stope³⁹⁸. U EU dominiraju krediti sa promenljivim kamatnim stopama, uz fiksiranje kamatnih stopa na kraće periode (npr. tokom prvih 5 godina, zatim se kamatna stopa menja i opet fiksira za sledećih 5 godina i slično). Postoje i ograničenja da se kamatne stope mogu menjati u određenom koridoru (+/- 3-5%). Takođe, za sve predložene nove kreditne proizvode saglasnost daje regulatorni organ. Što se tiče kretanja visine kamatnih stopa na hipotekarnom tržištu u EU, beleži se tendencija pada, kao posledica sniženja kamatnih stopa Evropske centralne banke (ECB), kako bi se podstakla ekonomska aktivnost, u uslovima globalne finansijske krize. Kretanje cene hipotekarnih proizvoda na hipotekarnom tržištu je pod uticajem kretanja na tržištu nekretnina, tako što povećanje tražnje (kroz niže kamatne stope) dovodi do povećanja cena stanova u EU. Najniže kamatne stope su u Nemačkoj (2,75%) i Velikoj Britaniji (3,32%), što ilustruje tabela 14.

e) Izvori sredstava za finansiranje hipotekarnih kredita u EU obezbeđuju se preko četiri različita mehanizma. Dominantan izvor su depoziti (oko 2/3) i emisija hipotekarnih obveznica (oko 1/4), dok se ostali izvori odnose na ugovornu stambenu štednju i hipotekarne založnice (MBS), kao i kratkoročno zaduživanje na finansijskom tržištu, što ilustruje sledeća slika³⁹⁹.



Slika 40: Izvori finansiranja hipotekarnih kredita u EU u 2014.

Izvor: www.hypo.org

Ističemo da depozitni sistem i MBS dominiraju u Francuskoj i Velikoj Britaniji, hipotekarne obveznice u Nemačkoj, a stambena štednja u Nemačkoj (zatvoren sistem) i Francuskoj (otvoren sistem)⁴⁰⁰.

f) Dominantne kreditne institucije na hipotekarnom tržištu EU su komercijalne banke, stambene štedionice i hipotekarne banke, s tim što postoje velike razlike od zemlje do

³⁹⁸ O brojnim modifikovanim modelima otplate sa fiksnim i promenljivim kamatnim stopama detaljnije smo raspravljali u prvom delu rada.

³⁹⁹ Izuzetak je Danska, kao unikatno hipotekarno tržište EU, gde se svi hipotekarni krediti refinansiraju na tržištu kapitala, mehanizmom hipotekarnih obveznica, kao varijantom sekjuritizacije (što je mehanizam između MBS i nemačkih Pfandbrief).

⁴⁰⁰ Kofner, S. (2007) Hedging mortgage default risk with mortgage guaranty insurance: A model for Europe?. Housing Finance International, No 6.

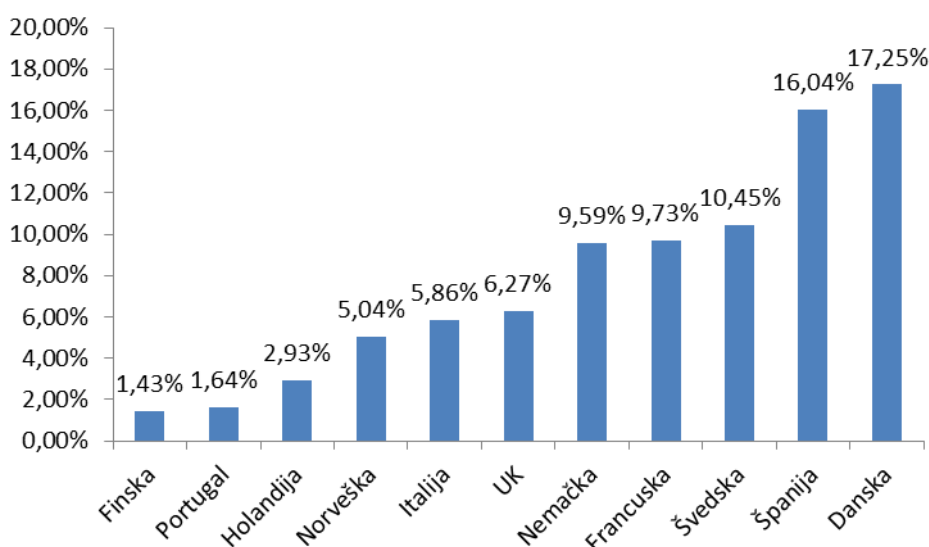
zemlje. Tako, komercijalne banke dominiraju u Francuskoj i Italiji, hipotekarne banke u Danskoj i Švedskoj (oko 90% tržišta), a stambene štedionice u Nemačkoj i Austriji, mada su u ovim zemljama izuzetno aktivne i hipotekarne banke.

g) U ukupnim kreditima stanovništvu EU dominiraju stambeni hipotekarni krediti sa oko 2/3 (što čini iznos od oko 6,7 biliona €). Najveći broj kredita namenjen je finansiranju kupovine kuća. U pojedinim zemljama EU postoji relativno jednostavna struktura kreditnih instrumenata, dok u drugim zemljama (npr. Velika Britanija) finansijsko- kreditne institucije imaju bogatu kreditnu ponudu, sa više stotina varijanti hipotekarnog kredita.

B. Karakteristike sekundarnog hipotekarnog tržišta EU

Sekundarno hipotekarno tržište EU karakteriše nemački tip hipotekarne obveznice, koja je prihvaćena kao specifična hartija od vrednosti, čiji emitent može biti isključivo kreditna institucija, pod strogim nadzorom regulatornog tela svake zemlje, uz čvrsto obezbeđenje nekretninom i izvesne privilegije u odnosu na obične obveznice⁴⁰¹. Zahvaljujući svojim investicionim performansama hipotekarne obveznice su izjednačene sa državnim obveznicama zemalja EU. Normativno-pravni okvir njihove regulacije sadržan je u Investicionoj regulativi Evropske komisije iz 1988. godine (Directive on undertakings for Collective Investments in Transferable Securities – UCITS).⁴⁰²

Ukupan iznos hipotekarnih obveznica na kraju 2013. godine iznosio je 1,6 biliona €, pri čemu na tri zemlje (Danska, Španija, Švedska) otpada gotovo polovina ukupnog obima hipotekarnog tržišta. Udeo pojedinih zemalja na evropskom hipotekarnom tržištu prikazuje sledeća slika:

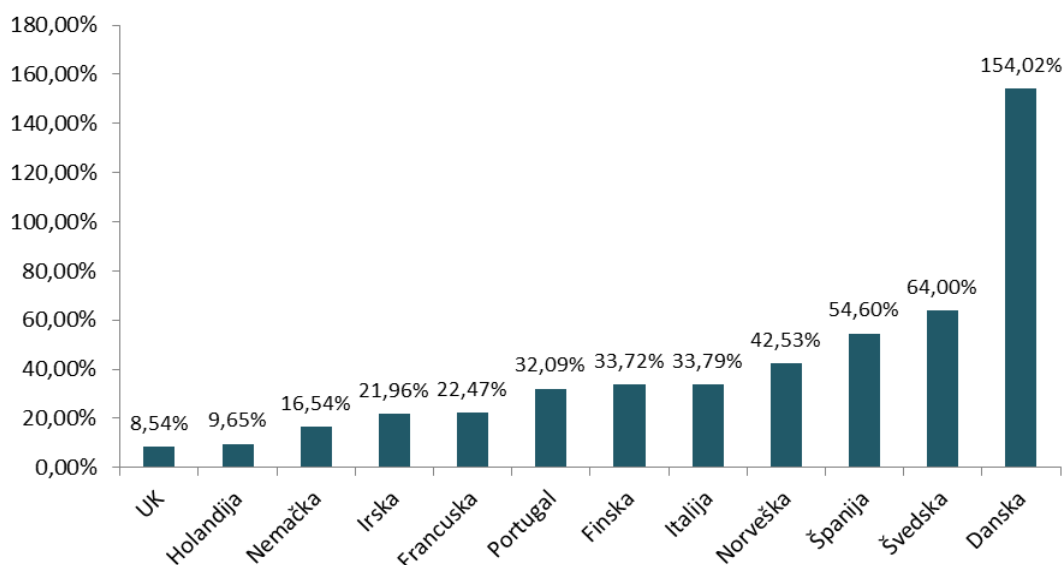


Slika 41: Udeo pojedinih zemalja na tržištu hipotekarnih obveznica EU u 2014.
Izvor: www.ecbc.eu

⁴⁰¹ Opširnije kod: Hanić, H. at al. (2015) Mortgage Securities as Funding Source for Mortgage Loans in the European Union. Economic Analysis. Vol. 48. No 1-2. str. 69- 85.

⁴⁰² Dok u EU dominiraju hipotekarne obveznice, u SAD dominiraju hipotekarne založnice, emitovane na bazi hipotekarnih kredita i garantovane od državnih hipotekarnih agencija. Zbog toga su u EU, posebno u Nemačkoj, manji rizici i moralni hazard, a veća sigurnost za investitore, jer primarni rizik nosi emitent obveznice. Pokazalo se da je sekundarno hipotekarno tržište, na osnovu hipotekarnih obveznica, stabilnije i kvalitetnije u odnosu na hipotekarne založnice, posebno tokom aktuelne globalne hipotekarne krize. S druge strane, putem hipotekarnih obveznica EU, može se obezbediti znatno manje sredstava za hipotekarno kreditiranje, nego u SAD.

Odnos ukupno emitovanih hipotekarnih obveznica prema neotplaćenom hipotekarnom dugu, po odabranim zemljama EU, daje sledeća slika:



Slika 42: Stanje hipotekarnih obveznica u odnosu na neotplaćeni hipotekarni dug po zemljama EU u 2013. godini

Izvor: www.hypo.org

Po ovom parametru apsolutni lider je Danska, a slede je Švedska i Španija.

Pred emitente hipotekarnih obveznica postavljeno je više regulatornih zahteva.

Prvo, posebnom direktivom Evropske komisije (EU Solvency Ratio Directive) definisan je odnos aktiva i sopstvenog kapitala banke u visini 10%, dok je za obične obveznice taj koeficijent liberalniji i iznosi 20%. Poznato je da investicioni fondovi ne mogu da investiraju više od 10% svojih aktiva u hartije od vrednosti jednog emitenta, osim u hipotekarne obveznice, gde je taj koeficijent 20%. U rezervama osiguravajućih društava učešće hipotekarnih obveznica može biti do 30%.

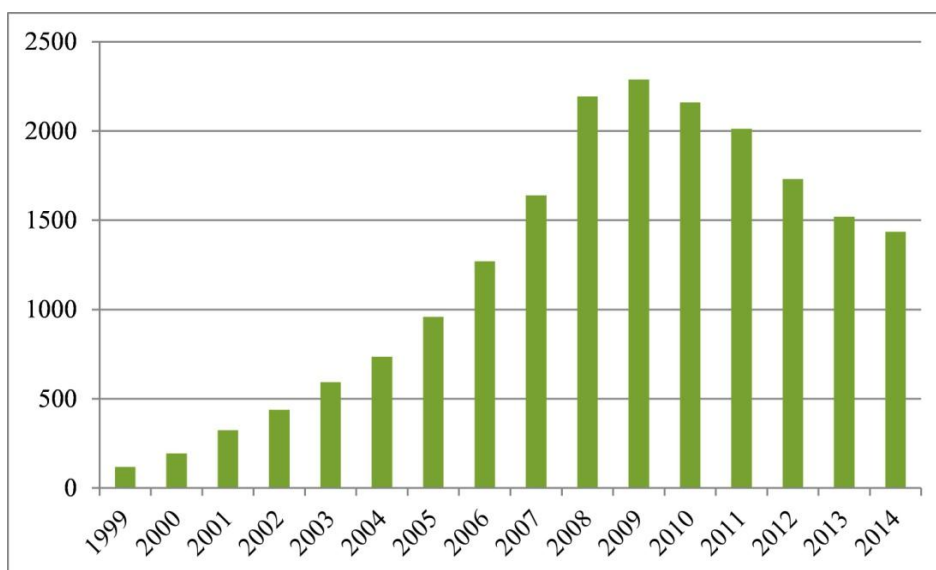
Hipotekarne obveznice mogu biti korišćene i u lombardnom kreditiranju od strane centralnih banaka.

Drugo, hipotekarne obveznice zemalja EU moraju biti usaglašene sa Evropskom komisijom (EU Member States to the European Commission). Jedan broj zemalja ima specijalno zakonodavstvo o hipotekarnim obveznicama (Nemačka, Austrija, Danska, Finska, Francuska, Luksemburg), dok u Velikoj Britaniji ne postoje hipotekarne obveznice. Zbog čvrste regulacije i nadzora nad hipotekarnim bankama njihovi gubici po hipotekarnim kreditima su izuzetno mali i ne prelaze 0,05% od ukupnog obima kredita.

Od sredine 90-ih godina prošlog veka, u EU se primenjuje i model refinansiranja hipotekarnih kredita emisijom hipotekarnih založnica, putem sekjuritizacije (MBS-Mortgage backed Securities), koji se zasniva na iskustvima SAD.

Sekjuritizacija se u EU sprovodi na osnovu posebnih zakona o sekjuritizaciji ili izmenama i dopunama postojećih zakona, u smislu prava i obaveza u procesu sekjuritizacije (primer Velika Britanija) ili u skladu sa instrukcijama Uprave za bankarski nadzor i superviziju (u Nemačkoj), gde svaka bankarska transakcija sekjuritizacije mora odgovarati utvrđenim

standardima i dobiti odobrenje tog regulatornog organa. Kretanje ukupne sekjuritizacije na evropskom tržištu prikazuje sledeća slika:

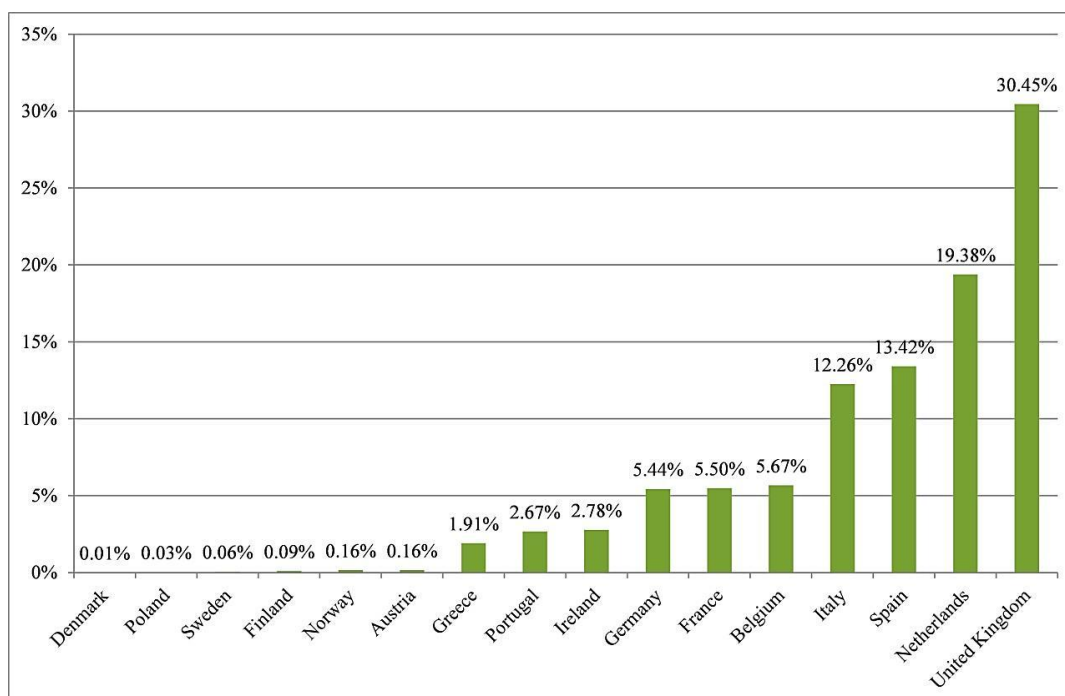


Slika 43: Ukupna sekjuritizovana aktiva u EU u periodu 1999 - 2014. godine (bilioni €)

Izvor: www.sifma.org

Natpolovično učešće sekjuritizacije aktiva ima Velika Britanija, a potom Holandija. U strukturi ukupne sekjuritizovane aktive najveće učešće imaju stambene hipotekarne založnice (RMBS), čije je učešće 30,45%⁴⁰³.

Raspored po zemljama EU daje sledeća slika:



Slika 44: Pregled emisije hipotekarnih stambenih založnica (MBS) po zemljama EU u 2014. godini

Izvor: www.sifma.org

⁴⁰³ O prirodi stambenih hipotekarnih založnica (RMBS) detaljnije smo raspravljali u prvom delu istraživanja.

Prva sekjuritizacija u EU realizovana je u Danskoj. Širenje i rast obima sekjuritizacije u EU su prisutni, ali je ukupan rezultat emisija MBS dosta skroman i iznosi svega oko 1% od obima hipotekarnog tržišta.

U nekim zemljama EU hipotekarne obveznice i založnice koegzistiraju (Velika Britanija, Nemačka, Francuska, Irska). Pri tome MBS emituju hipotekarne banke za finansiranje hipotekarnih kredita, čiji je LTV veći od 60%. Ističemo da MBS imaju i veće troškove u odnosu na hipotekarne obveznice (rezervisanja 35% za MBS, 10%, odnosno 20% za hipotekarne obveznice). Bitno je naglasiti da u EU, za razliku od SAD, ne postoje državne agencije koje bi garantovale MBS, kao i da nije ostvarena harmonizacija različitih pravnih sistema u okviru EU.

Odsustvo standardizacije performansi hipotekarnih kredita otežava procenu očekivanog prinosa MBS, odnosno vanbilansnu sekjuritizaciju. Problemi u utvrđivanju cene MBS izraženi su zbog nedostatka baze podataka za prevremenu otplatu, docnje u vraćanju kredita, procene nekretnina i slično.

Rizik prevremenog vraćanja kredita u EU dugo nije bio prisutan (do uvođenja sekjuritizacije i refinansiranja datih kredita), zbog toga što u većini zemalja postoje "kazne" za prevremeno vraćanje. U Nemačkoj postoji rizik prevremenog vraćanja, ali i zakonske sankcije, obično za fiksirane kamatne stope duže od 5 godina, u Francuskoj se primenjuju delimične sankcije (sa gornjim ograničenjima), dok u Velikoj Britaniji potencijalne sankcije zavise od kreditora.

Neke banke EU su pokušale da primene američke modele ocene rizika prevremenog vraćanja hipotekarnih kredita, ali su rezultati izostali, zbog nedostatka istorijskih podataka o toj pojavi.

7.2. Karakteristični modeli hipotekarnog tržišta odabranih zemalja

Nepostojanje jedinstvenog modela hipotekarnog tržišta EU, koji bi važio za sve njene članice, upućuje nas na sagledavanje glavnih specifičnosti modela, institucija i instrumenata hipotekarnih tržišta razvijenih zemalja.

7.2.1. Model hipotekarnog tržišta Velike Britanije

Kao jedna od najrazvijenijih zemalja, Velika Britanija ima najstariji i jedan od najrazvijenijih finansijskih sistema na svetu⁴⁰⁴, koji je tradicionalno karakterisala samoregulacija profesionalnih učesnika finansijskog tržišta, uz značajnu ulogu Centralne banke.

⁴⁰⁴ Najstarija centralna banka sveta je Bank of England, osnovana 1694. godine, koju karakteriše veliko oslanjanje na tradiciju, a ne samo na pravne norme, u trouglu između države i poslovnih banaka (sa kojima, kroz pravila i procedure uspostavlja džentlmenске sporazume). U tom odnosu, ona se istovremeno pojavljuje ko "desna ruka" finansijskog tržišta i predstavnik tog tržišta kod države.

Zahvaljujući brojnim organizaciono – ekonomskim faktorima i efektivnosti nacionalnog bankarskog sektora i nebankarskih finansijskih institucija Velika Britanija ima najrazvijenije i najveće hipotekarno tržište u EU, posle Nemačke⁴⁰⁵.

Pored primarnog, beleži se brz razvoj britanskog sekundarnog hipotekarnog tržišta, kroz emisiju hipotekarnih HoV obezbeđenih hipotekarnim kreditima, kao najveći emitent MBS u Evropi (po uzoru na SAD).

Za razliku od SAD, gde je država kreirala svoje hipotekarne agencije, uloga države na hipotekarnom tržištu Velike Britanije bila je svedena na normativno- pravnu regulaciju. Pri tome, naglasak je bio na obezbeđivanju posebnog statusa i zaštiti od bankarske konkurencije specijalizovanih nebankarskih hipotekarnih kreditora, tzv. građevinska društva (Building Societies). To su, u suštini, originalne specijalizovane štedionice za stambenu izgradnju, koje nisu poznate u ostalom svetu. Kreirane su kao neprofitne institucije koje prikupljaju štednju i daju hipotekarne kredite svojim komitentima, na bazi hipotekarnog obezbeđenja. Po svojim funkcijama slične su stambenim štedionicama u Nemačkoj i SAD. Danas ove institucije predstavljaju veliku finansijsko- hipotekarnu industriju, sa oko 40 miliona odraslih investitora- štediša (oko 60% odrasle populacije) i oko 9 miliona korisnika hipotekarnih kredita⁴⁰⁶.

Prvo građevinsko udruženje (društvo) osnovano je pre gotovo dva i po veka, davne 1775. godine u Birmingemu, kao svojevrsan klub (od 20-tak ljudi), koji je prikupljao sredstva za izgradnju svojih kuća (neka vrsta stambene zadruge ili kase uzajamne pomoći). U početku su ova udruženja bila zatvorenog tipa i privremenog karaktera (gasila su se pribavljanjem kuće iz zajedničkog namenskog fonda). Kasnije su u građevinska udruženja mogle biti uključene i štediša koje ne žele da rešavaju stambene potrebe, već da sigurno plasiraju svoj kapital, čime su razdvojeni interesi štediša- investitora i štediša- korisnika kredita.

Zakon o građevinskim udruženjima iz 1874. godine, u osnovi funkcionise i danas, kroz važeći Zakon o građevinskim društvima iz 1986. godine, koji je omogućio širenje delatnosti građevinskih udruženja. Zakon je ukinuo monetarne i fiskalne povlastice ovim institucijama, ali im je omogućio da se transformišu u banke ili kompanije sa širim delokrugom i diversifikacijom delatnosti (nove vrste finansijskih usluga i poslovi vezani za nekretnine). Konkurencija banaka i institucionalnih investitora primorala ih je da se bave širim (praktično neograničenim) spektrom finansijskih usluga (tekući račun građana sa kamatom na potražni saldo, kreditne kartice, potrošački krediti za opremanje stana, menjački poslovi, sefovi, usluge osiguranja, konsalting u oblasti hartija od vrednosti, poreski konsalting, brokerski poslovi i dr.). Nova ovlašćenja građevinskih društava u oblasti nekretnina bila su realizovana kroz otvaranje agencija za promet nekretnina, servis procene i monitoringa nekretnina, posedovanje i izgradnju nekretnina, kao i poslovanje na široj teritoriji EU.

Ova udruženja su sada transformisane institucije u mešovitom vlasništvu investitora (akcionara, članova) i korisnika kredita. Za razliku od akcija korporacija ili banaka, akcije ovih institucija imaju fiksnu stopu prinosa, koja se ne deli ulagačima u obliku dividende,

⁴⁰⁵ Sigurnost i transparentnost finansijskog sistema proveravana je i kroz prevazilaženje posledica aktuelne globalne finansijske krize.

⁴⁰⁶ Samter, P. (2007) UK Housing and the Economy. Housing Finance International, No 3.

već se usmeravaju u fond za odobravanje novih hipotekarnih kredita. Na taj način građevinska društva predstavljaju kombinaciju zadružnog (neprofitnog) i akcionarskog (profitnog) načina funkcionisanja.

Ovde ističemo da se, zbog navedenih karakteristika, akcijama građevinskih društava ne trguje na sekundarnom finansijskom tržištu, a suština ili (bolje rečeno) privid zadružnog akcionarstva se manifestuje kroz pravo učešća na skupštini građevinskog društva.

U novije vreme, u sklopu savremenih trendova na globalnom finansijskom tržištu, smanjivan je stepen državne zaštite građevinskih društava u odnosu na komercijalne banke, tako da su ona bila prinuđena da menjaju svojinski oblik u čista akcionarska društva i da pristupaju integraciji sa bankama. Kao posledica transformacionih procesa, u skladu sa zakonom banke, ne mogu koristiti naziv "građevinsko društvo".

Centralna banka, ostvaruje regulaciju ovih institucija preko utvrđivanja koeficijenta likvidnosti i diferenciranog nivoa rezervi u odnosu na aktivu. Poslednjih decenija, ova društva su imala visok i stabilan nivo likvidnosti, što se objašnjava, s jedne strane, visokim poverenjem ulagača, a s druge strane, racionalnom politikom plasiranja kapitala (u državne hartije od vrednosti). Zakonom je zabranjeno ulaganje u akcije kompanija, kao visoko rizične investicije. Takođe, utvrđena je i struktura hipotekarnih plasmana, tako da 75% njihove aktive moraju činiti prvoklasni krediti, obezbeđeni prvom hipotekom, dok preostalih 25% aktive mogu činiti krediti na bazi druge hipoteke ili hipotekom neobezbeđeni krediti. Zakonom je utvrđena obaveza prethodne procene vrednosti nekretnine, kao i njen monitoring tokom perioda otplate kredita.

Stalnu kontrolu rada građevinskih društava sprovodi posebna državna Komisija za građevinska društva, koja je u mogućnosti da, u ranoj fazi otkrije sve teškoće i probleme u njihovom poslovanju. Kao rezultat toga, beleže se izuzetno mali gubici po hipotekarnim plasmanima građevinskih društava (oko 1%).

Građevinska društva su, u dugom periodu svoga poslovanja, imala reputaciju prijateljstva, posvećenosti klijentima i gotovo apsolutne sigurnosti i poverenja štediša, jer kod njih niko nije izgubio ušteđevinu⁴⁰⁷. Prema Zakonu o zaštiti depozita iz 1986. godine deponenti građevinskih društva su bili više zaštićeni od deponenta banaka (za slučaj bankrotstva, deponent građevinskog društva dobija 90%, a deponent banke 75% svoga uloga).

Građevinska društva su imala svoje filijale na dobrim lokacijama, produženo radno vreme, efektivnu reklamu i veću fleksibilnost, ali su ih talas globalizacije i konkurencija velikih bankarskih grupa primorali da se u pribavljanju sredstava preorijentišu sa maloprodajnog tržišta (retail) na velikoprodajno tržište (corporate), preko izdavanja komercijalnih papira (zakonsko ograničenje na 40% sredstava). Time ove institucije ostvaruju dve prednosti: (1) niže troškove poslovanja (jer nekoliko zaposlenih može za nekoliko dana da prikupi veliku sumu jeftinih depozita, dok je za isti iznos preko maloprodajnog tržišta neophodno više meseci, uz više troškove), (2) veću fleksibilnost (jer se sredstva sa velikoprodajnog tržišta mogu prikupljati kada se ukaže potreba i bez menjanja kamatne stope na druge fondove, što nije slučaj sa maloprodajnim tržištem,

⁴⁰⁷ Čak je jedna trećina dece uzrasta do 5 godina imala otvorene račune u građevinskim društvima. Deca se, tako, od malih nogu uče da štede za stan. Zato se kaže da u Velikoj Britaniji novorođenčad nauče reč "mortgage", odmah posle reči "mama" i "tata".

gde uvećanje kamatne stope na nova sredstva povlači povećanje kamatne stope ukupnog bilansnog duga po hipotekarnim plasmanima građana).

Zbog ogromnog broja korisnika hipotekarnih kredita, promenama kamatnih stopa se pristupalo krajnje oprezno, usled političke osetljivosti, tako da su one bile uvek ispod tržišnih⁴⁰⁸.

Ranije su građevinska društva o promeni kamatnih stopa odlučivala (2- 3 puta godišnje) u okviru svoje samoregulatorne asocijacije BSA (The Building Societies Association)⁴⁰⁹. Zbog raznih poreskih olakšica, njihove kamatne stope po kreditima su uvek bile niže (za oko 1 pp) u odnosu na komercijalne banke.

Posebno ističemo da je bilo više pokušaja od strane građevinskih društava da uvedu šeme ugovorne namenske štednje, kao uslova za dobijanje hipotekarnog stambenog kredita, uz značajne državne subvencije, uključujući i deo beskamatnih zajmova države na rok od 5 godina. Za razliku od Nemačke i Francuske ovi projekti nisu uspeli, jer ovde mladi žele da dođu do stana u proseku u 26. godini života, dok se u Nemačkoj prvi stan kupuje znatno kasnije (u proseku u 33. godini života).

Brojna literatura naglašava da su građevinska društva bila apsolutni lider na hipotekarnom tržištu (daleko ispred banaka), sa udelom od 75% tržišta hipoteka.

Konačno, ukazujemo na činjenicu da su građevinska društva obeležila vreme od preko dva veka, ostvarivši svoju misiju u rastu udela privatnog vlasništva na stanovima, uključujući i kreditiranje masovnog otkupa stanova od lokalne samouprave, kao i rekonstrukciju i obnovu stambenog fonda⁴¹⁰. Sa procesom deregulacije, upućena su da se zajedno sa univerzalnim komercijalnim bankama bore za svoje mesto na finansijskom i stambenom tržištu.

Na savremenoj etapi razvoja finansijskog sistema Velike Britanije, brišu se granice između različitih vrsta kreditnih institucija, posebno banaka i građevinskih društava. Tek nakon 1980. godine konzervativna Vlada je ukinula limite plasmana bankama i one su (pored korporativnog sektora) slobodno ušle na maloprodajno kreditno tržište, sa retail poslovima, kao "banke glavne ulice" (high street banks), uključujući i poslove hipotekarnog kreditiranja. Banke od tada beleže bržu stopu rasta hipotekarnih kredita, nego građevinska društva, koja su do tada imala monopol na hipotekarnom tržištu.

Banke su pristupile brojnim inovacijama hipotekarnih proizvoda, od kojih ističemo:

- liberalnije uslove kreditiranja, kroz blaže standarde kreditne sposobnosti (umesto maksimalne kreditne zaduženosti od 2,5 godišnja bruto dohotka domaćinstva, uveden je standard od 4 godišnja dohotka za mlade perspektivne kadrove, zatim kredit bez ličnog učešća za prvoklasne klijente i dr.,

⁴⁰⁸ Snižavanje kamatnih stopa po hipotekarnim kreditima građevinskih društava (makar i za 0,2 pp) bila je udarna vest za TV i prve stranice dnevnih novina. U doba izbora, pritisak Vlade na građevinska društva je posebno izražen, pa su uobičajeni različiti aranžmani u smislu obezbeđivanja jeftinijih sredstava građevinskim društvima od strane države, kako ne bi povećavala kamatne stope ogromnom broju (preko 9 miliona) postojećih korisnika hipotekarnih stambenih kredita, odnosno direktnih glasača (plus njihove uže i šire porodice i prijatelji).

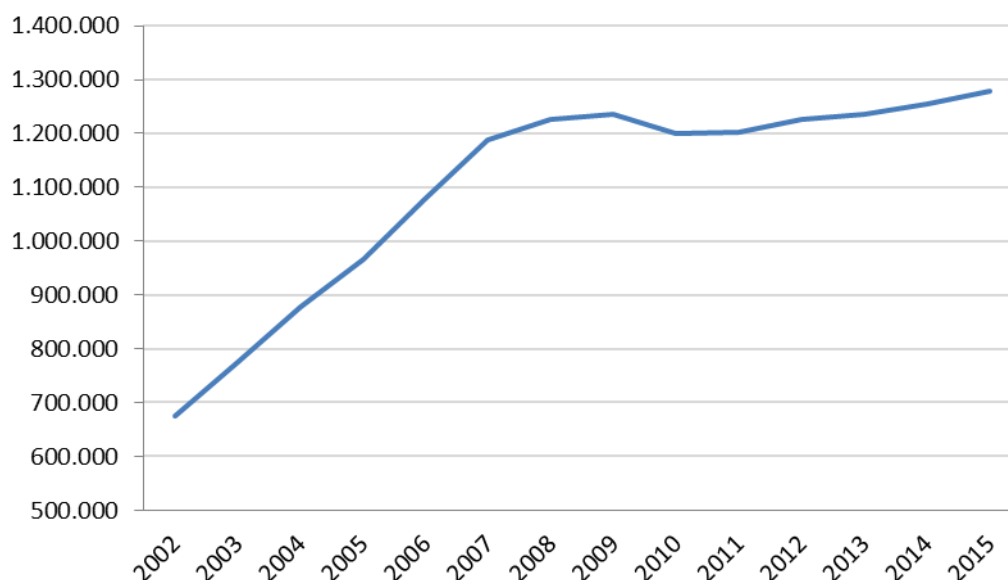
⁴⁰⁹ Opširnije www.bsa.org.

⁴¹⁰ Otkup stanova sproveden u sklopu programa privatizacije Margaret Tačer.

- racionalniju politiku promenljivih kamatnih stopa (hibridne- prvih 2-5 godina fiksna, a zatim varijabilna),
- unakrsna prodaja (cross selling) paketa različitih proizvoda i usluga banke, uključujući i usluge osiguranja, nekretnina, hartija od vrednosti i drugo,
- brojne inovirane metode odloženog vraćanja glavnice, sve do krajnjeg roka dospeća kredita. Najrasprostranjeniji hipotekarni proizvod (80% svih kredita) je podrazumevao obavezno dva ugovora (jedan o bankarskom kreditu, drugi o osiguranju života na rok toga kredita). U ovoj šemi korisnik ne otplaćuje kredit, već samo mesečno plaća banci kamatu i premije osiguranja (polisa dospeva sa rokom kredita - 25 godina) i tada osiguravajuća kompanija pokriva hipotekarni dug, a za sve vreme korisnik uživa osiguranje života i ima pravo na oslobađanje poreza na hipoteku, dok banka nema kreditni rizik, a ostvaruje dobru naknadu za prodaju polisa osiguranja.
- uvođenje sekjuritizacije i razvoj sekundarnog tržišta hipoteka, prebacivanjem hipotekarnih kredita od drugih kreditora i "oslobađanjem" korisnika kredita obaveze da čitav period otplate provede u jednoj instituciji (korisnici češće menjaju kreditore, nego kuće). Sekjuritizacija sa emisijom hipotekarnih založnica (MBS) razvija se od 1998. godine, sa burnim rastom primarnog tržišta hipoteka.

Najveće komercijalne banke, posebno "Velika šestorka", koja ima globalni karakter, učvrstile su svoju ulogu i označile novu eru hipotekarnog tržišta, nakon viševjekovne dominacije građevinskih društava⁴¹¹.

Hipotekarno tržište u Velikoj Britaniji je dugo beležilo stalni rast, sve do krizne 2007. godine, kada nastupa pad, a zatim blagi oporavak, što ilustruje sledeća slika:



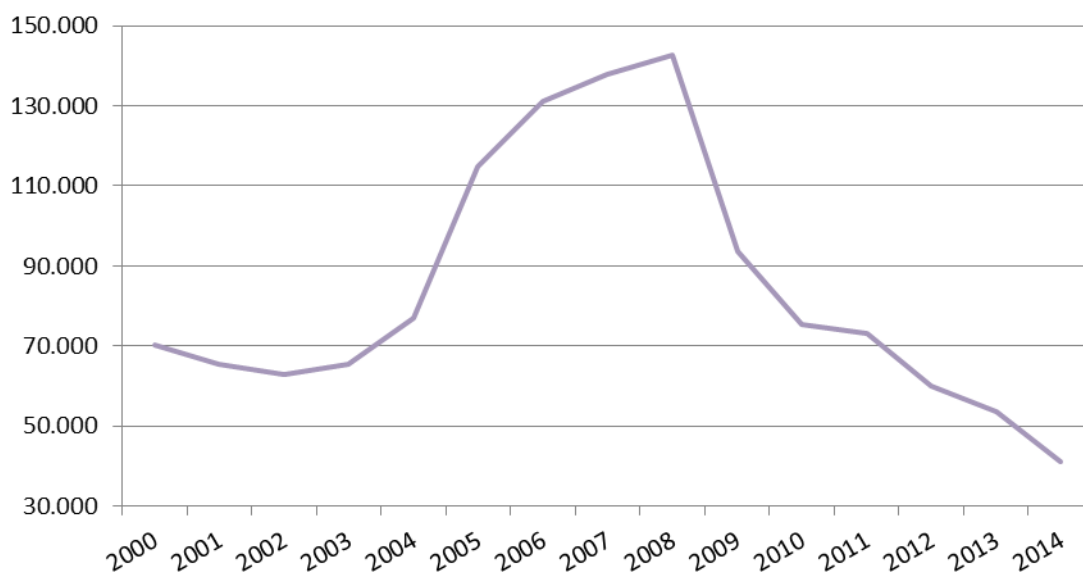
Slika 45: Stanje neotplaćenog duga po hipotekarnim kreditima u Velikoj Britaniji u periodu 2002 - 2015. godina (u milionima funti)

Izvor: Bank of England

⁴¹¹ "Veliku šestorku" čine sledeće banke: HSBC, Royal Bank of Scotland, Barclays, HBOS, Lloyds, Standard Chartered. Ove banke imaju mnogo filijala (Barclays ima 1650, a Standard Chartered 1400 filijala), uglavnom u bivšim britanskim kolonijama, gde ih zovu "banke prijateljstva".

Zapaža se da su, prema strukturi klijenata, građevinska društva kreditirala pretežno srednji sloj, banke bogatiji sloj (luksuzne kuće), a lokalna samouprava najsiromašnije porodice. Karakteristično je istaći da je tempo prevremene otplate kredita u Velikoj Britaniji niži i stabilniji (oko 8%), nego u SAD (gde se oko 40% kredita otplati pre ugovorenog roka dospeća)⁴¹².

Takođe, nivo defolta i aktiviranja hipoteka (slika 46.) je relativno niži, nego u SAD, pošto se bankrotstvo uopšte uzima mnogo opreznije. Najpre, hipotekarni dužnici preduzimaju sve mere da bi izbegli gubitak imovine, odnosno realizaciju date hipoteke. Istovremeno, kreditori više sarađuju sa klijentima u iznalaženju raznih rešenja, da ne dođe do iseljenja i prodaje stana hipotekarnog dužnika.



Slika 46: Broj egzekucije hipoteka u Velikoj Britaniji 2000 - 2014. godina

Izvor: www.bsa.org.uk

U poslednjoj deceniji i u Velikoj Britaniji se pojavio segment hipotekarnog tržišta sa nekvalitetnim kreditima, koji ne zadovoljavaju klasične standarde kreditne sposobnosti. To subtržište privuklo je investitore sa "zrelog" američkog hipotekarnog tržišta, koje se kasnije pokazalo kao okidač globalne finansijske krize⁴¹³.

Tradicionalno, hipotekarno tržište Velike Britanije je u najmanjoj meri bilo izloženo mešanju države. Treba imati u vidu da je Velika Britanija član EU, ali nije član Evropske monetarne unije (EMU), odnosno sistema centralnih banaka EU, tako da će kroz svoju samostalnu regulaciju i monetarno- kreditnu politiku rešavati posledice globalne finansijske krize, uključujući i hipotekarnu.

Savremeni sistem regulacije finansijskog sektora Velike Britanije, od 2001. godine, karakteriše okupljanje svih regulatornih i samoregulatornih organa u megaregulatorni organ- Nadležno telo za finansijske usluge (FSA). FSA kontroliše gotovo ukupnu industriju finansijskih usluga (banke i nebankarske kreditne institucije, kompanije za HoV,

⁴¹² Informaciju o brzini refinansiranja hipotekarnih kredita publikuje Bank of England.

⁴¹³ Whiteheld, C., Skanlon, C.K. (2012) The UK and Europe's Selective Housing Bubble in: Bordhan, A., Edelstein, R., Kroll, C., (editors) Global Housing Markets- Crisis, Policies and Institutions. John Wiley & Sons. str. 173.

osiguravajuća društva, penzione i investicione fondove, finansijske berze, hipotekarne posrednike, kliring i druge organizacije). Na taj način napušten je model samoregulacije, a uspostavljen (državni) organ regulacije, koji je po zakonu nedržavni potpuno samostalan organ⁴¹⁴. Tri regulatorna organa (FSA, Centralna banka i Ministarstvo finansija) potpisala su Memorandum o razumevanju, na osnovu koga je formiran Komitet za finansijsku stabilnost zemlje.

Bank of England, kao drugo regulatorno telo, vrši nadzor banaka i sprovodi monetarno-kreditnu politiku. Nakon talasa globalne krize, FSA je bio kritikovan zbog slabe zaštite potrošača, sporosti u spašavanju velikih banaka i dr. U opticaju su predlozi da se megaregulator podeli na dva regulatorna tela (odvojena prudenciona kontrola od zaštite korisnika usluga), što bi značilo korak unazad. Dinamičan razvoj i kriza, zahtevaju i regulatorna preispitivanja i prilagođavanja⁴¹⁵.

Posebno je aktuelan problem regulacije u uslovima ukрупnjavanja i univerzalizacije banaka i drugih finansijskih institucija. Od regulatornih organa se očekuje da, s jedne strane, obezbede "sportsko polje", odnosno ravnopravnu konkurenciju za sve učesnike finansijskog tržišta, a s druge strane, nužnu kontrolu i monitoring rizika, koji predstavlja opasnost za stabilnost finansijskog sistema.

7.2.2. Nemački model hipotekarnog tržišta

Uticajnu i tehnološki moćnu ekonomiju Nemačke karakteriše dug evolutivan razvoj i efektivno funkcionisanje bankarskog i hipotekarnog sistema.

Počeci hipotekarnog kreditiranja u Nemačkoj vezuju se za 1770. godinu, kada je nastala prva specijalizovana hipotekarna banka u istoriji. To je bila državna banka osnovana u Šleziji (današnja teritorija Poljske)- Silesien Landschaften. Interesantno je da su tu Nemačku hipotekarnu banku osnovali i njome upravljali francuski bankari. Ova banka predstavljala je asocijaciju zemljoposjednika i imala je status javno pravne institucije, čiji vlasnici su bili članovi opštine (gradovi i seoski regioni). U suštini, to je bilo specifično preduzeće kolektivne svojine, koje je davalo kredite svojim članovima u vidu hartija od vrednosti (pfandbief), koje su oni prodavali na tržištu za gotov novac.

Gotovo vek kasnije, 1862. godine, formirana je prva nemačka privatna akcionarska hipotekarna banka- Frankfurtska hipotekarna banka, a nešto kasnije, 1870. godine i Deutsche hipotekarna banka, koja je i u savremenoj Nemačkoj predstavlja vodeću banku, uključujući i njenu ulogu na hipotekarnom tržištu, kao i Commerz banka, a 1872. Drezdner banka u istočnom delu Nemačke. Do današnjih dana ove banke predstavljaju "vodeću trojku" u upravljanju hipotekarnim tržištem, kroz više hipotekarnih banaka koje kontrolišu. Sedište ovih banaka je u finansijskom centru Nemačke, Frankfurtu na Majni, a posluju u preko 75 zemalja sveta (u Evropi, Severnoj Americi i ključnim tržištima u razvoju).

⁴¹⁴ Zadaci i detaljna pravila FSA data su u FSA Handbook. Dostupno na sajtu www.fsa.gov.uk.

⁴¹⁵ Erić, D., Đukić, M. (2012) Finansijska tržišta u uslovima krize. Beogradska bankarska akademija. Beograd. str. 110.

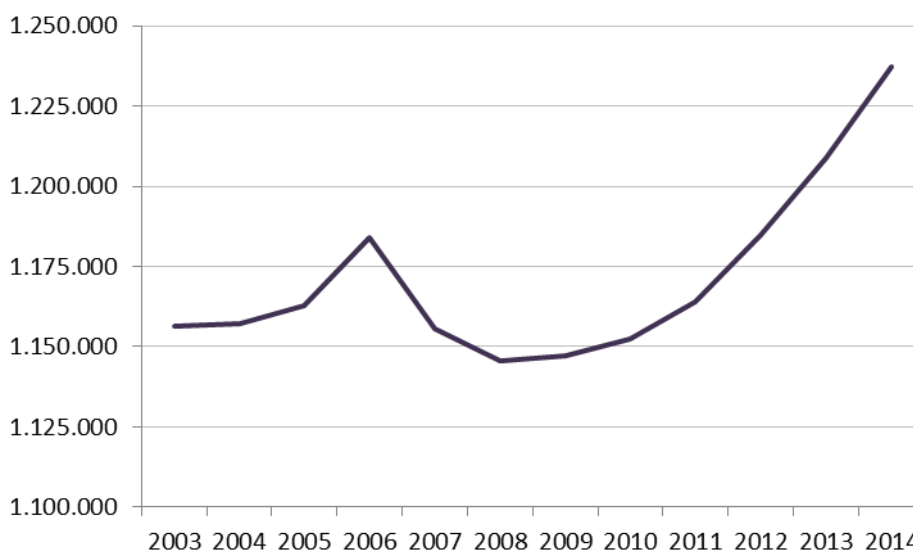
Poslovanje hipotekarnih banaka bilo je unificirano i žestoko regulisano Zakonom "O hipotekarnim bankama" još 1900. godine i Zakonom "O hipotekarnim obveznicama kreditnih ustanova javnog reda" iz 1927. godine.

Istorijski posmatrano, nepunu deceniju po formiranju prve hipotekarne banke, u Hamburgu je 1770. godine stvorena prva Štedna kasa, a 1801. godine prva Komunalna kasa, kao javno pravne nebankarske institucije, koje su opsluživale stanovništvo pojedinih opština.

Trijumvirat najvećih nemačkih bankarskih grupa, označio je početak procesa uspostavljanja kontrole nad delatnošću hipotekarnih banaka, putem kupovine akcija. Hipotekarne banke su dobile prednosti, kroz korišćenje filijala svoje bankarske grupe, kako kroz pasivne, tako i kroz aktivne operacije po hipotekarnom kreditiranju, čime su učvrstile svoju ulogu u konkurenciji sa štedno- kreditnim kasama. Bazu finansiranja hipotekarnih banaka činile su hipotekarne obveznice, čiji obim je brzo rastao.

Zahvaljujući čvrstim zakonskim osnovama poslovanja, hipotekarne banke su postale sinonim sigurnosti, jer su bile ograničene na hipotekarno i komunalno kreditiranje. Istovremeno i kod štedno- kreditnih organizacija se beleži tendencija koncentracije kapitala. Poslovanje ovih specijalizovanih institucija (Bausparkassen) beležilo je stalni razvoj, zahvaljujući i Zakonu "O štednim kasama za kreditiranje stanogradnje" iz 1972. godine, koji je obezbedio povoljnije uslove stambene štednje i hipotekarnih kredita na lokalnom nivou.

1. *Učesnici savremenog hipotekarnog tržišta* Nemačke su praktično sve bankarske i kreditne institucije koje se mogu podeliti u četiri grupe: hipotekarne banke, štedne banke, kreditne kooperative i stambene štedionice. Poslovanje svih kreditnih institucija u Nemačkoj reguliše Federalna uprava za nadzor kreditnih operacija. Kretanje stambenih kredita po godinama pokazuje sledeća slika:

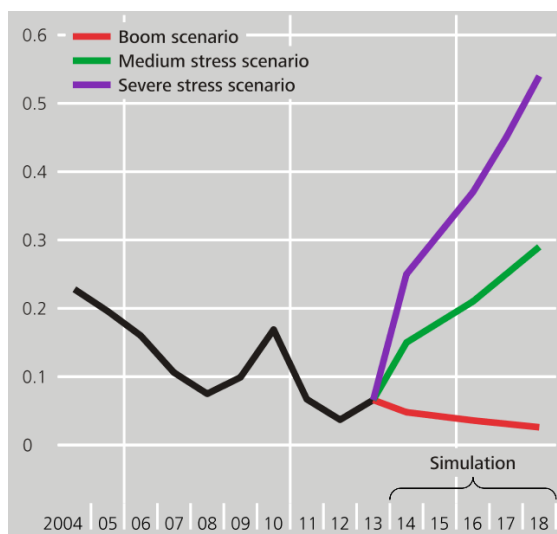


Slika 47: Kretanje stambenih kredita u Nemačkoj 2003 – 2014. (u milijardama €)

Izvor: www.hypo.org

U hipotekarnom stambenom kreditiranju dominiraju štedne banke i stambene štedionice sa oko 70%, dok je udeo hipotekarnih banaka oko 30%.

Posebno obeležje hipotekarnog sistema u Nemačkoj je sigurnost, odnosno najniži nivo gubitaka po hipotekarnim kreditima u Evropi, što ilustruje sledeća slika. Na njoj vidimo ne samo dosadašnja kretanja, nego i predviđanja centralne banke.



Slika 48: Gubici po hipotekarnim stambenim kreditima u Nemačkoj 2004 - 2013. (%)

Izvor: Deutsche Bundesbank

Instrumenti i mehanizmi hipotekarnog kreditiranja Karakteristika sistema hipotekarnog stambenog kreditiranja u Nemačkoj je povezanost dva osnovna mehanizma: (1) ugovorne štednje, koji se zasniva na stambenim štedionicama i štednim bankama i (2) refinansiranja hipotekarnih kredita emisijom obveznica, baziran na hipotekarnim bankama.

Mehanizam ugovorne stambene štednje Nemačke je najrazvijeniji u svetu. Čak, postoji mišljenje da u Nemačkoj egzistira samo ugovorna štednja za stan, kao specifičan nemački model hipoteke. Ovo mišljenje je posledica duge tradicije namenske štednje, zakonskog ograničenja da stambene štedne ugovore mogu zaključivati samo stambene štedionice, kao i visokog učešća štedno-kreditnih nebankarskih institucija (na koje otpada oko dve trećine udela) u hipotekarnom stambenom kreditiranju, dok se na hipotekarne banke odnosi jedna trećina. Sistem hipotekarnog kreditiranja Nemačke na osnovu ugovorne štednje se zasniva na tri povezane etape, odnosno tri principa organizacije: "štedi - čekaj - koristi kredit".

Na osnovu Zakona (iz 1972.), razvija se model jeftinijeg i stabilnijeg hipotekarnog kreditiranja, na bazi akumulacije sredstava namenskom štednjom, gde sve štediše čine neku vrste "kase uzajamne pomoći". Odnosi štednje i kredita definišu se ugovorom, koji reguliše sumu potrebne štednje (40%) i hipotekarnog kredita (60% cene stana). Takođe, ugovor čvrsto definiše sledeće: (1) plan i dinamiku štednje (uplate jednom mesečno), (2) obim štednje (obično 5-7% godišnje, kako bi se uštedelo potrebno učešće za kredit), (3) rok štednje (obično 6-7 godina), (4) kamatna stopa po štednom ulogu (obično 2,5-3% godišnje), (5) kamatna stopa po kreditu (obično 4,5% godišnje), (6) rok kredita (obično 10 godina).

Štednja potiče iz zarade zaposlenog, tako da se već u toj fazi može dobiti preliminarna informacija o kreditnoj sposobnosti budućeg zajmotražioca. Ukoliko kao štediša uplaćuje redovne mesečne uloge, veća je verovatnoća da će i kao korisnik kredita biti redovan u

otplati. Tim pre, što štediša neće dozvoliti da rizikuje svoju ušteđevinu po nižoj kamatnoj stopi⁴¹⁶.

Ističemo da je odnos kamatnih stopa na štednju i na stambeni kredit je postavljen na niskoj osnovi i sa malom diferencijom, u odnosu na kamatne stope komercijalnih banaka po nenamenskim štednim ulozima. Reč je o zatvorenom sistemu, u kome se klijent, u različitim periodima, pojavljuje u različitim ulogama (štediša- kreditor drugih, korisnik kredita- dužnik drugim štedišama), što je unapred poznato prilikom zaključenja ugovora o namenskoj štednji.

Rok štednje određen je mesečnim štednim ulozima, koji iznose 30% od zarade, činjenicom da se kredit u iznosu 60% cene stana otplaćuje 10 godina, a da 40% ušteđevine se, matematički dostiže za 6,67 godina⁴¹⁷.

Važna karika u ovom složenom sistemu ugovorne štednje je ta što pravo na hipotekarni stambeni kredit ostvaruju najpre štediša sa najdužim periodom štednje i najvišim ušteđenim iznosima. Posebno je značajna disperzija kredita u smislu maksimiziranja kredita, čime se obezbeđuju manji gubici, odnosno zaštita od kreditnog rizika.

Specifična forma garantovanja je zakonska obaveza utvrđivanja založne vrednosti objekta i da krediti obezbeđeni hipotekom ne mogu biti viši od 80% založene imovine.⁴¹⁸ Postoji čvrsta kontrola i nadzor ovih štedno-kreditnih institucija od strane Uprave za nadzor banaka u sprovođenju zakona. Takođe, ove javno-pravne institucije imaju poverenika koji vrši nadzor plasiranja kredita, a bira se od strane lokalne samouprave, dok kod institucija akcionarskog tipa poverenika bira skupština akcionara.

Mehanizam refinansiranja hipotekarnih kredita, emisijom hipotekarnih obveznica od strane hipotekarnih banaka na sekundarnom tržištu, predstavlja drugi mehanizam mobilizacija sredstava (za razliku od samorefinansiranja na primarnom tržištu)⁴¹⁹.

Hipotekarne banke emituju, pored hipotekarnih obveznica (radi stambenog kreditiranja građana) i komunalne obveznice (radi kreditiranja državnog sektora i lokalne samouprave). Tržište hipotekarnih obveznica Nemačke je veće od tržišta državnih obveznica i predstavlja najveće tržište obveznica u Evropi.

U Nemačkoj posluju državne hipotekarne banke, među kojima je najvažnija grupa 12 krupnih regionalnih banaka (Landensbanken), koje imaju svoju centralu. Regulatorni zahtevi prema tim bankama su manje strogi u odnosu na privatne hipotekarne banke, u pogledu kreditnih limita i konzervativne ocene nekretnina. Te banke pripadaju štednim bankama, koje mobilišu sredstva štednje i preko kojih drugi učesnici hipotekarnog tržišta dobijaju zahteve za odobravanje hipotekarnih kredita. Tako se krediti hipotekarnih banaka pojavljuju kao deo paketa kredita štednih banaka i stambenih štedionica.

⁴¹⁶ Namenska štednja, kao lično učešće za hipotekarni kredit, se često naziva "avansna prva rata u gotovu".

⁴¹⁷ To se poklapa i sa činjenicom da se razlika u uzrastu dece u mladim porodicama kreće od 5-7 godina, tako da mladi bračni parovi počinju da štede nakon rođenja prvog deteta, kako bi prešli iz manjeg u veći stan, po rođenju drugog deteta i povećanjem svojih zarada.

⁴¹⁸ Dopušta se i zaloga na pokretnoj stvari npr. automobilu, ali ta zaloga ne može pokrivati više od 25% datog kredita.

⁴¹⁹ Arndt, F.J. (1999) The German Pfandbrief and Its Issuers. Housing Finance International, No 3.

Pored državnih, postoji i 36 privatnih hipotekarnih banaka, čiji su vlasnici velike komercijalne banke i osiguravajuće kompanije. Ove banke imaju svoju krovnu organizaciju u vidu Asocijacije nemačkih hipotekarnih banaka (VDP)⁴²⁰.

Kod privatnih hipotekarnih banaka, kao vodeće grupe specijalizovanih banaka Nemačke, dozvoljeni odnos kapitala i aktive je 10%, pri čemu u aktivni hipotekarni krediti čine oko 50%. Prosečan iznos stambenog kredita je oko 150 hiljada €, a kredita za komercijalne objekte oko 1,2 miliona €.

Hipotekarne obveznice glase na ime ili na donosioca (dominantno) i mogu se slobodno konvertovati iz jednog oblika u drugi. Imaju fiksnu kamatnu stopu, rokove od 1-10 godina, (prosečno 7 godina), nominalne vrednosti 100- 5.000 eura. Za razliku od američkih i britanskih MBS, zakonom je zabranjeno prevremeno gašenje. U poređenju sa državnim obveznicama, nose nešto viši prinos (obično za 0,2%).

Čvrsti nemački zakoni, osnovni Zakon "O kreditnim institucijama" i specijalni Zakon "O hipotekarnim bankama", definišu prava kreditora i emitenata, mehanizam emisije ovih hartija od vrednosti, kao i više vrsta obezbeđenja, koja garantuju emisiju. Prva forma sigurnosti je princip pokrića: obim ukupne emisije hipotekarnih obveznica mora biti manji ili jednak ukupnoj sumi hipotekarnih kredita. Drugo, obim emisije ne može biti veći od 60 puta u odnosu na sopstveni kapital, a prosečan obim emisije je oko 60 miliona eura. Treće, hipotekarna banka odgovara celokupnim svojim rezervnim i ukupnim kapitalom pred vlasnicima hipotekarnih obveznica. Četvrto, vlasnici hipotekarnih obveznica imaju prioritarno pravo namirenja u slučaju bankrotstva hipotekarne banke.

Proste hipotekarne obveznice se plasiraju direktno investitorima, dok se džambo hipotekarne obveznice (obima emisije od 1 milijarde evra), emituju preko konzorcijuma, sa posebnim garancijama u slučaju bankrotstva hipotekarne banke (ne uključuju se u stečajnu masu). Bitno je da je pul ovih obveznica odvojen od ostalih aktiva banke i stalno se menja, kako u pogledu veličine, tako i u pogledu strukture, u meri u kojoj se odobravaju novi, a vraćaju stari krediti. Pri tome, banka je obavezna da obezbedi ravnotežu aktive i pasive pula.

Posebno naglašavamo da emisija hipotekarnih obveznica podrazumeva saglasnost i monitoring nezavisnog kontrolora, koga određuje federalna Uprava za nadzor nad bankama. Na osnovu Zakona o hipotekarnim bankama, ocena nekretnine, kao obezbeđenja kredita, zasniva se na založnoj, a ne na tržišnoj vrednosti. To joj daje veću sigurnost i superiornost (u odnosu na SAD). Tržišna vrednost je kupoprodajna vrednost na konkretan datum, a založna vrednost podrazumeva duži vremenski horizont i mora se zasnivati na dugoročnim fundamentalnim karakteristikama nekretnine, kao i zakupnine koja pri normalnim uslovima može obezbediti normalnu cenu i stabilan prinos, bilo kome vlasniku⁴²¹.

Zbog izuzetnog značaja i za naš hipotekarni sistem, posebno ističemo da navedeni Zakon obavezuje hipotekarne banke na definisanje posebne procedure o proceni

⁴²⁰ Šire informacije dostupne na sajtu www.pfandbrief.org

⁴²¹ Drugim rečima, radi se o ceni nekretnine i zakupnine koja se može ostvariti gotovo uvek, odnosno na duži rok, pa je manje osetljiva na cikluse nekretnina. Procenjena založna vrednost mora pokrivati najmanje 100% obveznica i uvek je niža od tržišne (prodajne) vrednosti nekretnine (za 15 -20%).

vrednosti zaloge i kontroli sprovođenja te procedure od strane organa nadzora bankarske delatnosti. Procedurom mora jasno da se opredeli ko može da procenjuje nekretninu i čiji rezultati procene se prihvataju, koji i kakvi objekti mogu biti predmet hipoteke i kakvi dokumenti mogu da budu osnova za utvrđivanje cene zaloge (pisana ekspertiza i sl.). Ukoliko banka, za procenu vrednosti nekretnine, koristi sopstvene eksperte, ta služba mora biti odvojena "kineskim zidom" od organizacionog dela koji odobrava kredite, kako bi se sprečio konflikt interesa.

Zbog značaja navodimo da se, pri proceni založne vrednosti nekretnine uzimaju u obzir tri veličine:

- Vrednost zemljišta - određuje se uporednom analizom lokacije, površine, mogućnosti izgradnje objekata i sl. Uporedni podaci se dobijaju od lokalnih i poreskih organa, asocijacija agenata za nekretnine itd.
- Vrednost objekta - uporedna analiza prodajne cene sličnih objekata, odnosno troškova izgradnje novih objekata u zavisnosti od lokacije, godine izgradnje, stanja i opremljenosti objekta (sa odgovarajućim umanjenjima cene za stare objekte).
- Analiza čistog kapitalizovanog prinosa (zakupnine) u toku dužeg perioda potencijalnog iznajmljivanja objekta zaloge⁴²².

Okolnosti i faktori koji uvećavaju tržišnu vrednost objekta zaloge, kao što su lična zainteresovanost kupca, spekulativna ponuda ili visoka opremljenost objekta ne prihvataju se kao založna vrednost. Da bi se osigurali od rizika pada cene nekretnine, hipotekarni krediti- kao baza hipotekarnih obveznica - ne mogu imati odnos kredita prema založnoj vrednosti nekretnine veći od 60% u svakom konkretnom slučaju. Zbog konzervativnog i sigurnosnog pristupa taj odnos se u praksi kreće od 50-55%, čime su vlasnici obveznica zaštićeni od rizika pada cena nekretnina⁴²³. Usled izlaska na inostrana tržišta, nemačke banke su poslednjih godina počele da pribavljaju ocene emisije od strane kreditnih rejting agencija.

U Zakonu o hipotekarnim bankama sadržani su zahtevi za zaštitu prava vlasnika hipotekarnih obveznica, na osnovu tri specifična principa poslovanja hipotekarnih banaka (princip obezbeđenja, kongruencije i specijalizacije). Osobenost hipotekarnih obveznica je da ih emituju isključivo hipotekarne banke i da moraju biti obezbeđene prvoklasnim hipotekarnim kreditima, sa niskim LTV (maksimum 60%).

Na ovom mestu, istakli bi ogromnu superiornost navedenih principa i čvrste zakonske regulative i supervizije osnovnih parametara hipotekarnih proizvoda, koji daju vlasnicima hipotekarnih obveznica višestruku zaštitu, pa se hipotekarna obveznica smatra za najsigurniju hartiju od vrednosti u Nemačkoj, a rizik bankrotstva hipotekarnih banaka gotovo da ne postoji- od 1900. godine nije bankrotirala nijedna nemačka hipotekarna banka! Svakako, to je primer najbolje svetske prakse, koji minimizira potencijalne rizike i štete na savremenim hipotekarnim tržištima.

⁴²² Stope kapitalizacije u Nemačkoj, za stambene objekte iznose oko 5%, a za komercijalne nekretnine oko 6% godišnje.

⁴²³ Zakon o hipotekarnim bankama Nemačke (član 11. i 12) time posebno štiti imaoce hipotekarnih obveznica.

2. Nemačka ima izgrađen pouzdan i uzoran sistem hipotekarnog stambenog finansiranja, koji odlikuju sledeće specifičnosti:

- Stambeni ugovorno štedno-kreditni model, koji nije dominantan u drugim zemljama,
- Korišćenje sredstava iz više izvora u obezbeđenju finansiranja stana (štedni + depozitni + hipotekarni),
- Kombinovano učešće više različitih finansijskih institucija u finansiranju kupovine stana (pri čemu su dominantne specijalizovane institucije)⁴²⁴,
- Kreditni "trodelni paket", koji uključuje hipotekarne kredite na bazi prve i druge hipoteke i završni kratkoročni kredit (pri čemu je kredit na bazi prve hipoteke povoljniji u pogledu roka otplate, a kredit na bazi druge hipoteke u pogledu kamatne stope),
- Dominantne fiksne kamatne stope po kreditima (usled najniže stope inflacije u Evropi) i amortizacioni način otplate, uz trend reugovaranja kamatne stope nakon pet godina,
- Zabrana prevremene otplate hipotekarnih kredita (kao karakteristika krutog, ali stabilnog hipotekarnog sistema),
- Nedovoljno razvijeno sekundarno hipotekarno tržište (u poređenju sa drugim zemljama) već refinansiranje hipotekarnih kredita emitovanjem hipotekarnih obveznica, uz razvijen model otkupa sopstvenih kredita od strane hipotekarnih banaka (ali tek nakon pet godina),
- Manja državna podrška hipotekarnom kreditiranju u odnosu na druge razvijene zemlje, posebno kod kupovine prvog stana.
- Direktno učešće države (za razliku od SAD) u procesu obezbeđenja povoljnijih hipotekarnih kredita porodicama sa niskim dohocima.
- Kombinovani mehanizmi kreditiranja kroz četiri osnovna tipa hipotekarnih kredita: 1) povlašćeni krediti za porodice sa ograničenim prihodima, 2) stambeno-štedni krediti, 3) hipotekarni krediti, i 4) obični krediti, pri čemu se kupovina ostvaruje preko međusobnih veza više institucija i više kredita, a da korisnik i ne zna ukupnu strukturu finansiranja stana. Konkretna konstrukcija zavisi od izvora finansiranja, poreske pozicije zajmotražioca i bližih uslova kreditiranja od strane različitih učesnika u kreditiranju.

Upravo je kardinalna specifičnost nemačkog hipotekarnog sistema kombinovanje različitih finansijskih instrumenata od različitih kreditnih institucija u jedinstveni paket finansiranja zajmotražioca za kupovinu stana.

U praksi su prisutne različite kombinacije i modeli "četvorodelnih kreditnih paketa", tako što hipotekarne banke obezbeđuju najveći kredit na bazi prve hipoteke sa fiksnom kamatom, štedne banke prvu hipoteku sa promenljivom kamatom, stambene štedionice druge hipoteke na osnovu ugovorne štednje, dok komercijalne banke obezbeđuju

⁴²⁴ Za razliku od drugih zemalja koje imaju jedan tip ključnih institucija (SAD- štedno-kreditne asocijacije, Velika Britanija- građevinska udruženja, Francuska- komercijalne banke i sl.).

uglavnom, dopunske - tzv. završne kratkoročne kredite na drugu hipoteku ili čak bez osiguranja.

Smatramo da navedeni finansijski aranžmani izgledaju dosta komplikovano, ali u praksi čitavu konstrukciju finansiranja pravi institucija sa kojim kupac stana ima zaključen štedno-kreditni ugovor.

Zbog značaja ovog modela za domaće hipotekarno tržište, dajemo detaljniji pregled konkretnih specifičnosti.

- Posebno ističemo značaj i karakteristike tzv. povlašćenih stambenih kredita za porodice sa ograničenim prihodima, koji se sprovode preko državnih hipotekarnih banaka, kroz dva tipa kredita: povlašćeni krediti prve potrebe - za porodice sa niskim primanjima i povlašćene kredite druge potrebe, za porodice sa srednjim primanjima.

Povlašćeni krediti prve potrebe su beskamatni, odnosno podrazumevaju isplatu subvencija direktno vlasniku, za potrebe stanovanja, ili indirektno, zakupodavcu koji je obavezan da tu subvenciju u celini usmeri zakupcu. Svake godine se utvrđuje limit niskih dohodaka. Na ovaj način, godišnje je finansirano oko 40 hiljada stanova.

Kod povlašćenih kredita druge potrebe radi se o bonifikaciji dela kamatne stope iz budžetskih sredstava, samo u slučaju kupovine ličnog stana, a ne za izgradnju socijalnih stanova. Gotovo 70% porodica koristi jedan od subvencionisanih tipova kredita, i to preko hipotekarnih banaka ili stambenih štedionica, na osnovu ugovora sa državnim institucijama.

Štedno- stambene kredite odobravaju štedne banke i stambene štedionice.

- Štedne banke su, u suštini, štedionice opšteg tipa, koje predstavljaju glavne finansijske institucije, jer poseduju najveći broj depozita. To su institucije državnog sektora koje posluju samo na lokalnom nivou. One imaju približno isti broj filijala kao američke štedno-kreditne organizacije, a duplo više nego britanska građevinska društva. Kao male finansijske institucije odobravaju mali procenat prvih hipoteka (oko 40% od cene stana, dozvoljeno 60%), uz mogućnost prevremene otplate kredita. Kredite odobravaju direktno korisnicima, a ostatak obezbeđuju specijalizovane stambene štedionice.

- Stambene štedionice, kao najveće svetske specijalizovane institucije za stambeno kreditiranje sistemom ugovorne štednje, karakteriše delimično finansiranje (40% stana), finansiranje na bazi druge hipoteke, fiksne kamatne stope, povoljnije od tržišnih i pomoć štedišama iz državnog fonda u iznosu 15-25% od uštede sume. Na osnovu toga, stambene štedionice, poput britanskih građevinskih društava, postaju nezaobilazna finansijska adresa pri kupovini stana, pretežno za srednji sloj stanovništva (radnici i službenici). Štediša slobodno sklapaju ugovor na bilo koji iznos redovne mesečne štednje, ali se obično svake godine uštedi oko 5% od ugovorene sume štednje, koja prosečno iznosi oko 35 hiljada eura. Štediša, takođe, bira i visinu kamatne stope na štednju, određujući time i kamatu na stambeni kredit. Kamatne stope po ovim kreditima su ispod tržišnih (koje se kreću od 7-8%) i relativno su niske: 4,5% ako je kamatna stopa na štednju bila 2,5% ili 5,5% ako je kamata na štednju bila 4,5%. Rok vraćanja hipotekarnog kredita je obično 10 godina, odnosno duplo kraći nego za prvu hipoteku, koju odobravaju hipotekarne banke. Krediti stambenih štedionica imaju fiksnu kamatnu

stopu i ne mogu se prevremeno otplatiti. Posebno treba naglasiti da zahvaljujući niskoj inflaciji i niskim kamatnim stopama u Nemačkoj, praktično ne postoje bitnije razlike između fiksne i varijabilne kamatne stope.

Državne premije, odnosno pomoć građanima za ovu vrstu kredita ima sledeće forme: porodicama sa godišnjim dohotkom manjim od 24.000 eura za jednog ili 48.000 eura za dvoje daju se dve premije, koje mogu da se objedine u odnosu 14% i 23% od sume štednje. Prva premija se isplaćuje automatski i ne može preći 800 eura, odnosno 1600 eura za dvoje. Druga premija, odnosno državni štedni bonus, daje se uz uslov akumulacije štednje u okvirima zakona, koji pomažu zaposlenima u preduzeću, a ograničena je sumom od 624 eura.

Na kraju, sve porodice koje su zaključile ugovor o štednji za stan, imaju pravo na isključenje iznosa ušteđevine iz oporezivog dohotka do određene sume kredita. Kao posebnu vrlinu ističemo da je kreditna praksa pri odobravanju kredita lansirala tzv. kriterijum opterećenja, kao obrnutu srazmeru trenutnih prihoda štediša i visine učešća za kredit: niži prihodi – veće lično učešće. Zahvaljujući ovom sigurnosnom pristupu, Nemačka beleži nizak stepen nenaplativih potraživanja, tako da kreditne institucije često ne insistiraju na hipotekarnom obezbeđenju. Zbog zavisnosti ovog štedno-kreditnog sistema od priliva novih štediša (a ne tržišta kapitala), ne postoji rizik kamatne stope za stambenu štedionicu. Takođe, štediša ne dobija kredit automatski, kada stigne na red, tj. kada stekne pravo, već neizvesnost čekanja zavisi od tražnje za kreditima, pri čemu prednost imaju štediša sa dužim protekom vremena od isteka štednog ugovora, zbog čega su u ovom sistemu mogući značajni efekti preraspodele. Štediša ima ugovorno pravo slobodnog raskida ili ustupanja štednje drugom licu, dok stambena štedionica može raskinuti ugovor, ukoliko štediša kasni sa mesečnim uplatama 6 meseci (kod privatnih), odnosno 12 meseci (kod državnih štedionica), što su tolerantniji rokovi u odnosu na druge zemlje. Postoji mogućnost dobijanja kratkoročnog kredita od stambene štedionice, pod nešto nepovoljnijim uslovima u odnosu na ugovor o štednji, ukoliko štediša želi da pre isteka roka oročenja dođe do stana. Taj kredit štediša može refinansirati po ispunjenju roka i sume ugovorene štednje. Značaj ove vrste kratkoročnih kredita raste i dostiže gotovo trećinu ukupnog obima stambeno-štednih kredita.

Hipotekarne i obične kredite odobravaju komercijalne banke, kao proizvode iz trodelnog paketa ponude. Rokovi ovih kredita su znatno duži, a kamatne stope više i zavise od tržišne konjunktore, odnosno cene izvora sredstava: hipotekarni krediti zavise od tržišta kapitala, a obični krediti od cene depozitnih resursa.

3. Normativno- pravnu osnovu hipotekarnog tržišta Nemačke dugo su činila (uz stalno usavršavanje) tri bazična zakona (Zakon o kreditnim operacijama, Zakon o hartijama od vrednosti i Zakon o berzama), na osnovu kojih su (relativno kasno- 1995. godine) formirane regulatorne institucije.

U skladu sa globalnim tendencijama razvoja i regulacije, a na osnovu Zakona o formiranju integrativnog sistema nadzora, 2002. godine je stvoren jedinstveni megaregulator finansijskih institucija. Objedinjavanjem tri organa nadzora nad bankama,

osiguranjem i tržištem HoV formirana je Federalna služba za regulaciju finansijskih tržišta (BaFin)⁴²⁵.

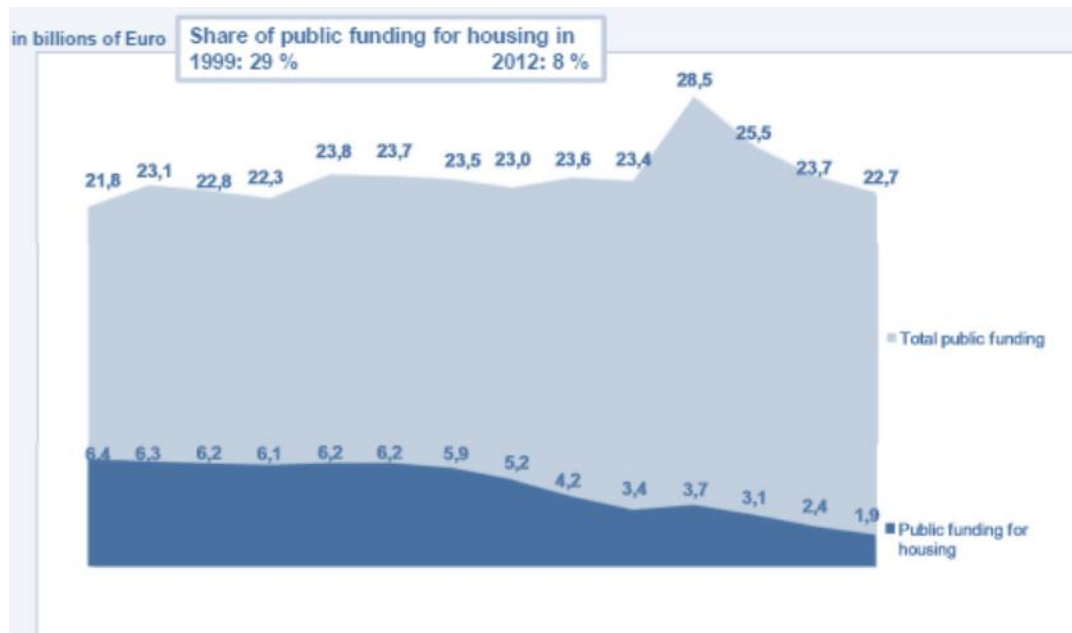
Pored premiranja štednje i kredita, u Nemačkoj, svi kupci stanova koriste javne finansijske (poreske) olakšice. Kupci kuća za lično stanovanje imaju subvencije u formi poreskih beneficija, odnosno umanjenja na vrednost nekretnine i 50% vrednosti zemljišta. To umanjenje je 5% godišnje i limitirano je cenom nekretnine od 300 hiljada eura, plus 600 eura za svako izdržavano dete. Poreske olakšice ima i investitor koji izdaje stanove u zakup, pri čemu se poresko umanjenje odnosi na sve rashode (kupovina, kamata, plaćanje usluga agenciji i sl.) i to umanjenje iznosi 5% u narednih osam godina, zatim se umanjuje do isteka roka od 36 godina⁴²⁶.

Poreske olakšice mogu se koristiti i za adaptaciju i modernizaciju stanova, uključujući i tzv. "program energetske efikasnosti" i to 10% godišnje u toku 10 godina ili u potpunosti u toku jedne godine.

Posebna direktna podrška države vezana je za programe socijalne stambene pomoći niskodohodnim domaćinstvima, porodicama sa više dece, izbeglicama i slično, kroz sisteme subvencija, besamatnih kredita, grejs perioda otplate, garantovanja, uređivanja i opremanja građevinskog zemljišta i drugo.

Treba reći da su MMF i Komisija EU postavili pitanje smanjivanja državne podrške stambenim štedionicama u Nemačkoj.

Procentualno učešće javnog finansiranja u stambenom sektoru Nemačke prikazuje sledeća slika:



Slika 49: Procentualno učešće javnog finansiranja u stambenom sektoru Nemačke

Izvor: www.pfandbrief.org

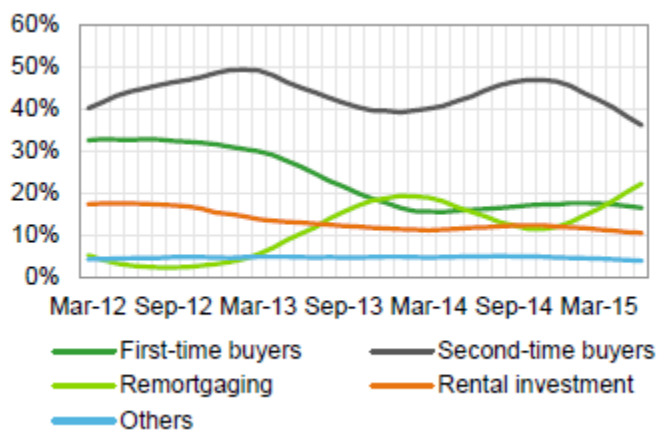
⁴²⁵ Videti sajt www.bafin.de

⁴²⁶ Videti o vrstama subvencija države u stambenom sektoru Nemačke u navedenoj knjizi autora, str. 183.

Konačno, ukazujemo na činjenicu da Nemačka ima niži nivo privatne svojine na stanovima (svega 40%) u odnosu na druge razvijene zemlje, što je rezultat visokih cena kuća, razvijenog rentalnog stambenog tržišta i niže stope privatnog vlasništva u bivšoj Istočnoj Nemačkoj. Pošto je razvijen privatni sektor za rentiranje, mladi se odlučuju za kupovinu stana u kasnijem životnom dobu (u proseku u 36-oj godini). Obično desetak godina provedu u rentiranim stanovima i većina kupuje samo jednu kuću u životu, često zidanu samo za njih. Prosečna cena kuće u Nemačkoj iznosi 300 hiljada eura, što predstavlja više od 7 prosečnih godišnjih prihoda domaćinstva⁴²⁷. Svakako treba imati u vidu da proseci imaju relativan karakter, jer većina domaćinstava otplaćuje dugoročni kredit za skromnu kuću, uz velike napore, često nakon odlaska u penziju.

7.2.3. Francuski model hipotekarnog tržišta

Finansijsko tržište Francuske je jedno od najstarijih na svetu, sa značajnom ulogom države u finansijskoj podršci građana pri hipotekarnom stambenom kreditiranju. Francusku karakteriše relativno visoko učešće državnog vlasništva na stanovima, sa razvijenim rentalnim sektorom, koji je pod kontrolom države. Kao šesta industrijska sila sveta, ima začuđujuće nizak standard opremljenosti stanova⁴²⁸. Karakteristika stambenog hipotekarnog sistema je isti tretman države prema sektoru privatnog vlasništva i sektoru za rentiranje. U dugom periodu razvoja, stambena izgradnja je bila čak preterano favorizovana, kroz spektar subvencija i poreskih olakšica na hipotekarne kredite. Strukturu hipotekarnih kredita daje sledeća slika.



Slika 50: *Struktura hipotekarnih kredita u Francuskoj*

Izvor: ACPR

Evolucija hipotekarnog kreditiranja u Francuskoj se proteže kroz gotovo dva veka. Razvoj karakteriše više vrsta kreditnih institucija i instrumenata, kao i mehanizama finansiranja i regulacije.

⁴²⁷ Poslednjih godina raste uloga privatnih sitnih kućevlasnika koji, pored stana za sebe, grade još nekoliko stanova za rentiranje.

⁴²⁸ Gotovo četvrtina stanova je bez toaleta i kupatila!

Osnovni tipovi kreditnih institucija odnose se na banke, štedionice i specijalizovane hipotekarne finansijske institucije.

Bankarski sektor čine tri grupe banaka: državna hipotekarna banka- Credit Foncier, banka zadružnog tipa- Credit Agricole i komercijalne, univerzalne banke.

Glavna institucija hipotekarnog kreditiranja, Credit Foncier de France- CFF je istovremeno i najstarija institucija, osnovana 1852. godine, kao prva hipotekarna banka, sa ciljem davanja hipotekarnih kredita na osnovu prve hipoteke. Dobijala je državne subvencije i imala misiju i ulogu finansijske institucije sa posebnim zakonskim statusom. U suštini, to je privatna korporacija u vlasništvu akcionara, gde država postavlja članove upravnog odbora, koji obezbeđuju sprovođenje politike Vlade. Posle Drugog svetskog rata odobravalala je povoljne hipotekarne kredite i do danas je očuvala monopol kreditiranja investitora za izgradnju stanova radi davanja u zakup. Ovu instituciju karakterišu četiri pravca aktivnosti na hipotekarnom tržištu, što je više od uobičajenog za jednu hipotekarnu banku, i to: (1) Dugoročno hipotekarno kreditiranje građana na osnovu državnih programa, najčešće povlašćeni PAP krediti za siromašnije slojeve stanovništva, (2) Nadzor nad sekundarnim hipotekarnim tržištem, kroz propisivanje standarda, određivanje visine osnovne kamatne stope za pojedine vrste hipotekarnih kredita (PC), kao i uloga agenta za plaćanje državnih subvencija, (3) Pružanje finansijsko-bankarskog servisa drugim institucijama preko svojih filijala i agencija, (4) Posredovanje i upravljanje nekretninama.

Drugi tip kooperativne kreditne institucije predstavlja Credit Agricole, kao jedna od najvećih banaka na svetu. Osnovani su je francuski farmeri krajem XIX veka, a sada ima vodeću ulogu u stambenoj izgradnji, regionalnom razvoju i poljoprivredi. Banka ima složenu organizacionu strukturu, široku mrežu na domaćem i internacionalnom nivou, ogroman kapital od 92,9 milijardi €, oko 52 miliona klijenata i 140 hiljada zaposlenih.

Ova banka je lider na tržištu stambene štednje i najveći je pojedinačni hipotekarni kreditor (više od 20%). Krediti su uglavnom usmereni na individualnu stambenu izgradnju na ruralnim područjima, uključujući i farmere, što čini njenu prirodnu poslovnu bazu.

Komercijalne (depozitne) banke, dugo nisu bile značajnije uključene na maloprodajnom tržištu štednje i hipotekarnih kredita, jer je državna kontrola ovog tipa banaka bila mnogo strožija, nego u većini drugih zemalja. Danas dominiraju hipotekarnim tržištem Francuske, a tri najveće banke: Banque Nationale de Paris, Credit Lyonnais i Societe Generale.

Od 1966. godine sprovedena je bankarska reforma u pravcu transformacije ovih banaka u univerzalne banke, koje karakterišu savremene svetske tendencije: koncentracija finansijskih tokova, uz istovremenu decentralizaciju računa klijenata na regionalnom nivou. Prisutna je različita vlasnička struktura (državno, privatno, mešovito), kao i različita veličina banaka (od svetskih giganata do malih porodičnih banaka), kao i internacionalizacija banaka (gotovo polovina banaka su strane, a istovremeno francuske banke imaju svoju mrežu u preko sto zemalja sveta).

Posebno obeležje francuskog bankarskog sistema su ciklična kretanja ka nacionalizaciji ili privatizaciji banaka.

Štedionice su dominantan učesnik, sa oko polovine ukupne štednje stanovništva i oko 15% ukupnih hipotekarnih stambenih plasmana. To su privatne institucije, lokalnog karaktera, koje mogu da nude stambene štedne račune sa kamatnom stopom oslobođenom poreza. Reč je o štedionicama opšteg tipa, a ne specijalizovanim hipotekarnim štedionicama, kao u Nemačkoj, čije su modele ugovorne štednje prihvatile.

Štedionice su obavezne da svoje fondove (do 80%) dugoročno plasiraju preko posebne poludržavne bankarske institucije CISSE des depots et des Consignations- CDC, koja ih monitoriše, igrajući ulogu njihove centralne banke. Ova institucija je osnovana 1816. godine kao depozitar- javni staralac sredstava štedionica, a danas sprovodi državne programe. Plasira stambene hipotekarne kredite samo siromašnim slojevima stanovništva, obezbeđene od strane javnih tela. Veliki je institucionalni investitor, pošto objedinjuje sredstva štedionica, privatnih osiguravajućih kompanija i penzionih fondova sistema socijalnog osiguranja.

Najveća specijalizovana finansijska kompanija je kreditno-građevinska unija UCB (Union de Credit' Pour le Batiment). To je državna kompanija u sastavu Compagnie Bancaire Group. Pošto nije depozitna institucija, nije bila nacionalizovana zajedno sa drugim bankama. Kao specijalizovana kompanija (iako nije banka), najviše posluje kao hipotekarna banka sa određenim specifičnostima (finansira skuplje stanove). Svoje fondove obezbeđuje preko kratkoročnih pozajmica od svoje bankarske grupe, kao banke-roditelja. Uključena je u čitav sektor finansiranja nekretnina, od izgradnje do prometa. Nema svoje filijale (pošto ne prikuplja depozite stanovništva), već posluje preko više desetina svojih agencija i više hiljada agenata za nekretnine (trgovaca, advokata i građevinskih firmi). UCB je veliki hipotekarni kreditor, posebno stanova u etažnoj gradnji. Ova hipotekarna institucija ima svoju specifičnu kreditnu instituciju koja je slična građevinskim društvima u Velikoj Britaniji, a zasniva se na štedno-kreditnom hipotekarnom mehanizmu. U odnosu na slične šeme u Francuskoj i Nemačkoj, razlikuje se po tome što se ne plaća kamata na ugovorenu štednju, niti se naplaćuje kamata na hipotekarni kredit po osnovu te štednje. Razume se, ovaj model obezbeđuje samo manji deo potrebnih sredstava za kupovinu stambene jedinice.

Pored različitih hipotekarnih institucija, francusko hipotekarno tržište karakteriše i veliki broj finansijskih instrumenata i mehanizama finansiranja. Osnovna specifičnost ovog hipotekarnog sistema je visoka zavisnost od pomoći države, jaka regulatorna uloga u bankarskom sistemu, kao i relativno skromna uloga specijalizovanih hipotekarnih institucija (za razliku od Nemačke i Velike Britanije).

Uloga države na hipotekarnom tržištu izražena je u podršci kreditiranja i finansiranju izgradnje socijalnih stanova. Reč je o stanovima lokalne samouprave, koja se pojavljuje kao investitor i koja stanove izdaje u zakup. Krediti se odobravaju proizvođačima socijalnih stanova. Pri tome postoji više vrsta kredita: dugoročni krediti sa rokom do 30 godina, uz niske kamatne stope, kratkoročni krediti za obrtna sredstva, kao i dopunski krediti za rekonstrukciju i adaptaciju socijalnih stanova.

Na primarnom hipotekarnom tržištu egzistira više specifičnih tipova kredita za kupovinu stanova, odnosno sticanje privatne svojine na stanu, koji se kombinuju, u okviru tzv. četvorodelnog paketa. Najznačajniji su: (1) povlašćeni krediti, (2) konvencionalni ili regulisani, (3) hipotekarni krediti slobodnog tržišta i (4) hipotekarni krediti na osnovu ugovorne štednje, kako sledi:

- Povlašćeni - državni (PAP) krediti su dotirani od strane države. Mogu da ih koriste porodice sa skromnim primanjima, uz poštovanje utvrđenih standarda (uslov da je jedan od supružnika zaposlen, niža cena i manja površina stana, odgovarajuće mogućnosti otplate kredita). Ovi krediti su visoko subvencionisani u pogledu kamatnih stopa, a ukupan obim subvencija zavisi od raspodele budžeta. Pretežno ih odobrava Credit Foncier i to za nove stanove ili za veće rekonstrukcije starih stanova, pri čemu je uslov da renoviranje izvode profesionalne institucije. Maksimalni iznos kredita je 75% od cene stana, rok otplate do 20 godine, fiksna ili promenjiva kamatna stopa i početni grace period. Ovi krediti imaju tendenciju pada u uslovima rasta bankarskih rizika i budžetskih problema države.
- Konvencionalni – regulisani (PC) krediti, od strane Credit Foncier, na osnovu njenog ugovora sa državom, a mogu da ih odobravaju sve institucije koje ugovaraju obavezu poštovanja definisanih normi. Uslovi su regulisani u pogledu korišćenja, limita, kamatnih stopa po kreditu itd., što predstavlja prethodni uslov za druge oblike državne pomoći. Kod ove vrste kredita ne postoje limiti u pogledu visine prihoda korisnika, čime su dostupniji širem segmentu stanovništva. PC kredit može da iznosi do 90% cene stana, uz rok vraćanja od 10 - 20 godina i fiksne kamatne stope, bitno niže od tržišnih kamatnih stopa. Zbog svojih karakteristika, ovi krediti se masovno koriste za refinansiranje hipotekarnih kredita.
- Hipotekarne kredite slobodnog tržišta koriste bogatiji slojevi stanovništva za finansiranje skupljih, većih i luksuznijih stanova. Uslove kreditiranja određuje tržište, a ne država (tako da nemaju karakter povlašćenih kredita). Tipičan iznos kredita je 80% cene stana, rok vraćanja 15 godina i više kamatne stope, uz mogućnost izbora, fiksne ili varijabilne. Ove kredite odobravaju banke, na osnovu hipoteke drugog reda, uz mogućnost refinansiranja na sekundarnom hipotekarnom tržištu. Dozvoljena je prevremena otplata ovih kredita, uz plaćanje posebne naknade – 3% na ostatak hipotekarnog duga.
- Hipotekarni krediti na osnovu ugovorne stambene štednje imaju poseban značaj po svom obimu, što je osnovna karakteristika hipotekarnog sistema Francuske. Sistem prethodne štednje za stan uveden je 1965. godine, uz državnu premiju-bonus 4% u pogledu oslobađanja poreza na kamatu. Postoje dva modaliteta ugovorne štednje: stambeno-štedni plan (5 godina) i stambeno-štedni račun (18 meseci). Ovaj drugi model imaju pravo da koriste svi građani, bez obzira na uzrast i to svaki član porodice, ali samo po jedan namenski račun. Iznos kredita je proporcionalan ušteđenom iznosu, do utvrđenog gornjeg limita. Kamatna stopa je niža za iznos državnih bonifikacija. Ove stambeno-štedne depozite mogu da primaju samo komercijalne banke i štedionice. U tom pogledu, posebno tržišno učešće ima Credit Agricole banka, koja je bila izuzetno aktivna u prodoru na hipotekarno tržište. Ovaj tip hipotekarnih kredita se gotovo u celini refinansira emisijom hipotekarnih obveznica. Ova forma hipotekarnih kredita je dominantna u finansiranju kupovine stanova i koristi je gotovo polovina kupaca stanova. Obim kredita je u direktnoj zavisnosti od raspoloživosti fondova štednje, što ovaj hipotekarni sistem čini u izvesnom smislu limitiranim. Zbog tog ograničenja, koristi se paket kombinovanog finansiranja, uz dodatni kredit u okviru ove štedne šeme, a po potrebi i treći kredit (povlašćeni ili konvencionalni). Sve u svemu, u okviru sistema

ugovorne štednje postoji na desetine raznih konstrukcija finansiranja, koje stoje na raspolaganju potencijalnim zajmotražiocima.

Ističemo neke specifičnosti primarnog hipotekarnog tržišta Francuske: (1) preveliki državni intervencionizam i komplikovana regulacija (mada u manjem stepenu nego u Nemačkoj) hipotekarnog stambenog sistema, (2) upravljanje rizicima otvorenog francuskog programa stambene štednje vezano je za obezbeđivanje novih štediša (koji ne žele kredit, već premije i poreski "dohodak") radi stalnog usaglašavanja rokova i obima kredita i štednje (rizici likvidnosti i kamatne stope), (3) u kreditnoj analizi francuskih banaka i štedionica pridaje se manja pažnja (u odnosu na druge razvijene zemlje) oceni tržišne vrednosti hipoteke, što ima za posledicu teškoće u periodima finansijske krize, kada padaju cene nekretnina, (4) znatno viši ostali troškovi koje plaća korisnik hipotekarnog kredita (obrada kreditnog zahteva, procena vrednosti imovine) koji se kreću do 12% od iznosa kredita (dok su isti troškovi u Velikoj Britaniji upola manji), (5) kraći rokovi otplate kredita u odnosu na druge zemlje (u proseku oko 12 godina), što stvara teškoće povezivanja tokova otplate kredita sa životnim osiguranjem, koje se ugovara na rok od 20 godina, (6) oskudniji izbor metoda otplate, sa dominacijom fiksnih kamatnih stopa i jednakih mesečnih anuiteta, zbog toga što se akcent na hipotekarne ponude stavlja na etapu odobravanja kredita, kada se preneglašavaju kriterijumi vrednosti nekretnine i velikih državnih subvencija, odnosno nižih kamatnih stopa u odnosu na tržišne, (7) zakonom je omogućena prevremena otplata, kroz refinansiranje kredita, uz naknadu kreditoru od maksimalno 3% na ostatak hipotekarnog duga, (8) izuzetno duga i složena procedura realizacije, odnosno prodaje hipoteke, što je posebna specifičnost francuskog zakonodavstva (u proseku su potrebne gotovo tri godine da bi kreditor naplatio kredit). Strogi uslovi javne prodaje su vezani za rešenje suda i preneglašavaju zaštitu prava korisnika, tako da gubici banaka mogu dostići i više desetina procenata od datog kredita⁴²⁹, (9) posebna osobenost su krediti poslodavaca, odnosno obaveza izdvajanja 1% od zarada zaposlenih za rešavanje stambenih pitanja.

Razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta počinje 1967. godine, donošenjem posebnog Zakona o sekjuritizaciji (Loi Titrisation), kojim je data mogućnost da se sekjuritizuju hipotekarne aktive. Kontrolu tog procesa ostvarivala je Credit Foncier, sa ciljem refinansiranja dugoročnih hipotekarnih kredita i smanjenja opterećenja državnog budžeta. Reč je o emisiji hartija od vrednosti tzv. "direktne titrizacije"⁴³⁰. Mehanizam titrizacije zasniva se na formiranju "opštih fondova dugovnih obveznica", predviđenih ovim zakonom na inicijativu finansijskih institucija i upravljačke kompanije. Saglasnost za svoju delatnost Opšti fond dobija od Komisije za berze i hartije od vrednosti. Na osnovu emisije hipotekarnih hartija od vrednosti, Fond grupiše hipotekarne kredite u pakete, na osnovu kojih se emituju hipotekarne hartije od vrednosti. Fond dobija sve finansijske tokove od otplate korisnika hipotekarnih kredita. Ovi fondovi igraju sličnu ulogu, kao i SPV u SAD.

Propisima i instrukcijama Nacionalne banke Francuske definisani su standardi hipotekarnih kredita za refinansiranje, kao što su:

⁴²⁹ Zakonom nije dozvoljena jača reklama radi dobijanja više prodajne cene hipoteke.

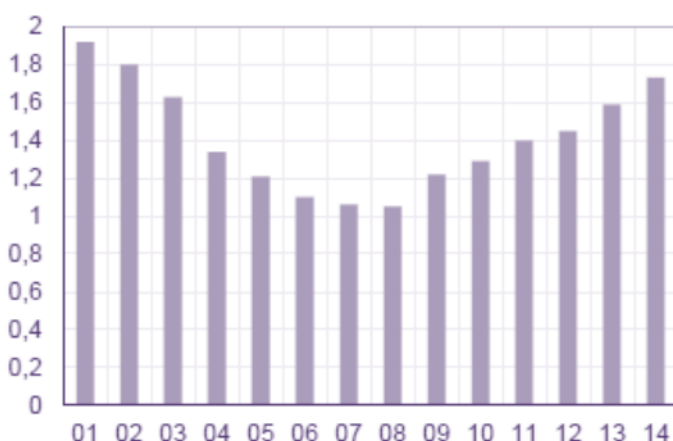
⁴³⁰ Francuski termin "titrizacija" označava proces sekjuritizacije kredita, gde reč "titre" označava kvalitet kredita, koji se transformiše u hipotekarnu hartiju od vrednosti. Ta dugovna hartija od vrednosti se "skida" iz bilansne aktive kreditne institucije.

- Namena kredita- izgradnja, kupovina i rekonstrukcija privatnih kuća i stanova na bazi hipoteke (nisu bili prihvatljivi za hipoteku poslovni prostor, zemljište, vikendice, potkrovlja i sl.),
- Obavezano lično učešće zajmotražioca od 20%.
- Rok otplate kredita do 20 godina (duži rok znači i povećanje stanja neotplaćenih kredita za sekundarno tržište),
- Kamatne stope obično fiksne, u novije vreme i varijabilne.

Ove standarde ispunjavaju konvencionalni (PC) krediti. Pa ipak, manji deo kredita je refinansiran, zbog niže cene štednih depozita banaka i štedionica u odnosu na troškove emitovanja hipotekarnih obveznica.

Od 1989. godine raste udeo refinansiranja preko emisije hipotekarnih obveznica Credit Foncier i nove institucije za hipotekarno refinansiranje (Caisse de Refinancement Hypothecaire- CRH)⁴³¹.

Od ranije je u primeni tradicionalni metod mobilizacije dugoročnih resursa refinansiranjem, kroz emisiju hipotekarnih obveznica, koje su slične hipotekarnim obveznicama u Nemačkoj. Udeo loših hipotekarnih kredita u odnosu na ukupne kredite ilustruje naredna slika.



Slika 51: Učešće NPL hipotekarnih kredita u ukupnim kreditima u Francuskoj

Izvor: ACPR

Perspektive daljeg razvoja i regulacije hipotekarnog tržišta u Francuskoj vezane su za harmonizaciju evropske regulative, razvoj specijalizovanih finansijskih institucija (poput SAD, Velike Britanije i Nemačke), povećanje udela privatnog vlasništva nad stanovima, smanjivanje troškova hipotekarnog kreditiranja (katastar, protest hipoteke i drugo), primenu modernijih modifikovanih tipova amortizacije kredita, fiskalno stimulisanje hipotekarnih hartija od vrednosti i drugo.

Ovde posebno naglašavamo da je regulatorna infrastruktura finansijskog i hipotekarnog tržišta Francuske složenija u odnosu na druge razvijene zemlje. Zasniva se na Zakonu o modernizaciji finansijskog sektora iz 1996. godine i Zakonu o finansijskoj sigurnosti iz 2003. godine, na osnovu koga je formirano nezavisno državno Nadležno telo za

⁴³¹ Slične američkoj državnoj agenciji GNMA.

finansijska tržišta (AMF), koje uključuje i Komisiju za berze, kao i više drugih organa i funkcija regulacije i nadzora, uključujući i rejting agencije⁴³².

7.2.4. Danski model hipotekarnog tržišta⁴³³

Na hipotekarnom tržištu Danske glavnu ulogu imaju specijalizovane hipotekarne kreditne organizacije tj. hipotekarnih banaka. U njihovom kapitalu komercijalne i štedne banke, ali i Nacionalna banka Danske. Hipotekarne banke imaju jedine zakonsko pravo (monopol) emisije sukcesivnih serija hipotekarnih obveznica, obezbeđenih pulom prvih hipotekarnih kredita, koje čine osnovni izvor sredstava za hipotekarno kreditiranje. Ovim obveznicama se trguje na domaćoj berzi i to tržište je jedno od najvećih i najlikvidnijih na svetu. Likvidnost ovih obveznica sa rejtingom AAA pojačava 10 komercijalnih banaka, sa ulogom market mejkera. Investitori su komercijalne i štedne banke, osiguravajuća društva i naročito, penzioni fondovi (zbog visoke sigurnosti, poput državnih obveznica), kao i strani investitori, čije učešće raste. Rokovi obveznica su 10, 20 i 30 godina, sa fiksnim kamatama i različitim tipovima otplate (najčešći amortizacioni). Dok komercijalne i štedne banke učestvuju u hipotekarnom kreditiranju sa ukupno 15% tržišta (odobravanjem hipotekarnih kredita sa rokom 5- 10 godina i varijabilnim kamatnim stopama), hipotekarne banke daju kredite na rokove od 20- 30 godina, sa fiksnom kamatnom stopom.

Bitna karakteristika je, međutim, da postoji čvrsta saradnja između sve tri grupacije subjekata hipotekarnog kreditiranja, pošto hipotekarne banke ne prikupljaju depozite i imaju manje odnose sa klijentima. Zbog toga je važan čvrst savez sa komercijalnim bankama, koje cene kreditnu sposobnost zajmotražioca, dok hipotekarne banke ocenjuju nekretninu, sprovode sekjuritizaciju (samo one) i obavljaju servis naplate kredita.

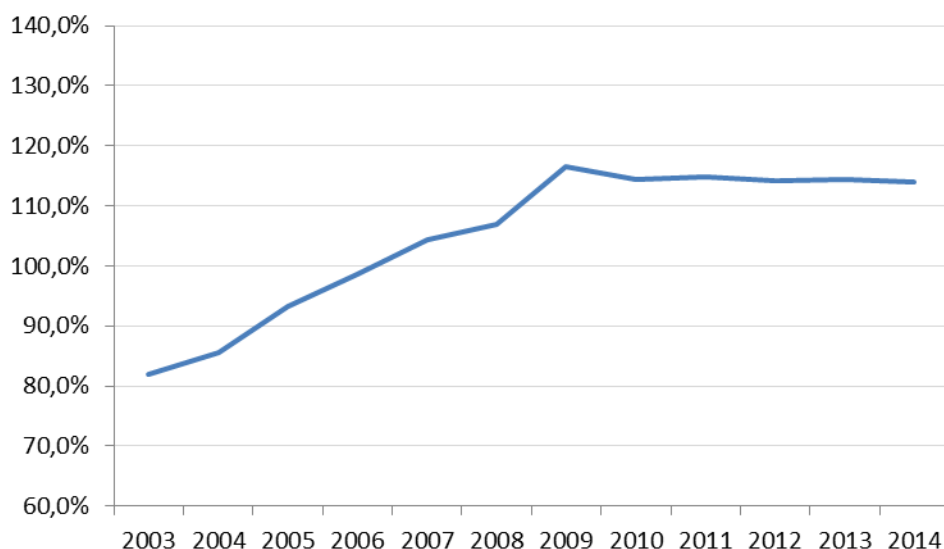
Značajan je konzervativan pristup anderajtinga- ukupni mesečni troškovi za stan (anuitet, osiguranje, porez i dr.) ne mogu preći 30% dohotka zajmotražioca, što smanjuje kreditni rizik i daje posebnu sigurnost investitorima. Takođe, nema ograničenja i kaznenih naknada za prevremenu otplatu kredita sa fiksnom kamatnom stopom i taj tržišni rizik je minimalan, a snose ga investitori. Država reguliše hipotekarno tržište, koje ima dugu tradiciju hipoteke i stalnu evoluciju hipotekarnih obveznica još od 1850. godine⁴³⁴.

Značaj hipotekarnih stambenih kredita za ekonomsko – socijalni razvoj Danske ilustruje sledeća slika.

⁴³² Opširnije na sajtu www.amf.france.org.

⁴³³ Danski model mnogi smatraju za najbolji model hipotekarnog tržišta u svetu. Videti Ćirović, M. (2006) Bankarstvo. European. Beograd. str. 137.

⁴³⁴ Rose, P., Hudgins, S. (2005) Bankarski menadžment i finansijske usluge. Data Status. Glava 17.



Slika 52: Procentualno učešće stambenih kredita u BDP Danske

Izvor: www.hypo.org

8. Razvoj i regulacija hipotekarnih tržišta u zemljama tranzicije

Zemlje u tranziciji ili bivše socijalističke zemlje Evrope, 90-ih godina prošlog veka kreću putem kardinalnih transformacija ekonomskih i finansijskih sistema, uključujući i uvođenje tržišnog sistema finansiranja stambenih potreba. To je značilo uspostavljanje i razvoj hipotekarnog tržišta, na osnovu sprovođenja procesa masovne privatizacije državnog stambenog fonda, kao pretpostavke razvoja hipotekarnog tržišta. Istovremeno, pristupilo se reformisanju građevinskog, komunalnog i finansijskih sektora tih zemalja.

Pokazalo se da proces tranzicije iz netržišnog u tržišni sistem stambenog finansiranja nije ni jednostavan, ni kratak, da zahteva kompleksno uvođenje tržišnih odnosa, a ne samo pojedinih elemenata, kao i neophodan period socijalnih i institucionalnih transformacija.

Na početku reformi, u svim tranzicionim zemljama, postojala je monopolska pozicija državnih banaka i štedionica, koje su u uslovima inflacije pretrpele velike gubitke. Sve zemlje u tranziciji imale su približno istu istoriju transformacije ekonomije i bankarstva iz državnog u tržišni sistem. Istovremeno, ove zemlje su ušle u EU, sprovodeći radikalne reforme koje su imale neke zajedničke karakteristike, ali i specifične probleme regulacije i razvoja hipotekarnog tržišta.⁴³⁵

⁴³⁵ Opširnije:

- Jaffee, D. M. i Renaud, B (1996): Strategies to Develop Mortgage Markets to Transition Economies, Financial Sector Development, The World Bank, SAD
- Hardt, J. (2002): European mortgage lending in transition, European Mortgage Federation, Bruxelles, Belgija
- Hock Smit, M. C. (2004): Subsidizing Housing Finance, materijali s predavanja, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, SAD
- United Nations (2005). Housing Finance Systems for Countries in Transition – Principles and Examples, New York and Geneva
- Organisation for Economic Co – operation and Development (OECD) (2005): Housing Finance Markets in Transition Economies – Trends and Challenges, Pariz, Francuska

8.1. Istorijski i pravni okvir

Tržišne transformacije u zemljama Centralne i Istočne Evrope dovele su do ponovnog uspostavljanja i razvoja sistema hipotekarnog stambenog kreditiranja.

Nakon višedecenijskog diskontinuiteta, uspostavljena je nova zakonska regulativa, oslonjena na savremeno zakonodavstvo razvijenih zemalja EU, formirana je nova institucionalna struktura primarnog i sekundarnog hipotekarnog tržišta i razrađene različite forme hipotekarnih instrumenata i mehanizama⁴³⁶.

Sve tranzicione zemlje su pristupile donošenju i realizaciji normativno- pravne regulacije u skladu sa svojom makroekonomskom pozicijom, specifičnostima pravne tradicije i sponzorisanjem usvajanja odgovarajućih modela hipotekarnih tržišta razvijenih zemalja (Nemačka, SAD i sl.).

U poslednjoj deceniji prošlog veka u svim tranzicionim ekonomijama usvojeno je sasvim novo zakonodavstvo, koje je označilo renesansu hipotekarnih banaka i hipotekarnih obveznica (nemačkog tipa), kao i štedno- kreditnih organizacija i ugovorne stambene štednje. Ponovno rađanje specijalizovanih hipotekarnih institucija i instrumenata uslovljeno je savremenim potrebama i problemima stambene izgradnje⁴³⁷.

Novi zakoni su, u pravno- ekonomskom aspektu, imali orijentire u minimalnim zahtevima direktiva EU i normativa Evropske centralne banke (ECB).

Osnovna dilema, velike diskusije, pa i snažno lobiranje vodjeni su oko izbora modela hipotekarnog tržišta (američkog ili evropskog). Polazilo se od ustaljene pretpostavke da postoji međusobna isključivost, a ne komplementarnost ova dva osnovna modela. Većina zemalja je prihvatila evropski model stvaranjem normativno- pravne osnove, odnosno donošenjem zakona o hipotekarnim finansijskim institucijama, hipotekarnom kreditiranju i emisiji hipotekarnih obveznica, u skladu sa evropskim standardima. Samo su Poljska, a zatim i Rusija prihvatile i realizovale i model hipotekarnih založnica (MBS)⁴³⁸.

U pogledu izbora institucija hipotekarnog kreditiranja, zemlje u tranziciji su se opredelile za bankarske institucije, kao osnove finansijskog sistema svih tih zemalja (postojanje izuzetno velikog broja banaka), a ne na razvoj specijalizovanih hipotekarnih banaka (osim Mađarske i Poljske), već na učešće stranih, pre svega Nemačkih i Austrijskih banaka i stambenih štedionica u kapitalu domaćih banaka i štedionica.

U početku su Nemačke i Austrijske asocijacije stambenih štedionica intenzivno promovisali sistem ugovorne stambene štednje i širenje ovih finansijskih institucija na hipotekarna tržišta tranzicionih evropskih zemalja. Sistem ugovorne štednje posebne rezultate dao je u Češkoj i Slovačkoj, kako u pogledu broja štediša i korisnika

⁴³⁶ Lea, M., Renaud, B. (1995) Contractual savings for housing: How suitable are they for Transitional Economies? World Bank.

⁴³⁷ Love, C., Hassler, O., Lee, M. (2004) Mortgage Securities in Emerging Markets. The World Bank.

⁴³⁸ Snažni lobiji banaka su odbijali model vanbilansne sekjuritizacije i MBS, uz argumentaciju da se time iz njihovih bilansa skidaju hipotekarni krediti, kao najkvalitetnija aktiva. Drugi argument je bio da su i razvijene zemlje zapadne Evrope primenile model hipotekarnih založnica relativno kasno, pa zašto bi zemlje u tranziciji preskakale razvojene faze hipotekarnog tržišta.

hipotekarnih kredita, tako i nadpolovičnog tržišnog učešća u hipotekarnim stambenim kreditima.

Evropski standardi hipotekarnog tržišta primenjivani su kroz regulisanje pravnog statusa i procenu vrednosti hipoteke, utvrđivanje kreditne sposobnosti zajmotražioca (LTV, kreditna istorija i dr.), monitoringa kredita, osiguranja kredita, života korisnika i kolaterala, emisije i prometa hipotekarnih obveznica, regulacije i nadzora nad bankama i stambenim štedionicama, osnivanje specijalnih institucija sekundarnog hipotekarnog tržišta i drugo.

U svim tranzicionim zemljama članicama Evropske unije usvojeni su, počev od 1995. godine, zakoni o hipotekarnim obveznicama, kao i obezbeđen razvoj tržišta ovih instrumenata u vezi sa razvojem insitucionalnih investitora (penzioni i investicioni fondovi, kao i kompanije za životno osiguranje), o kojima će biti više reči u nastavku⁴³⁹.

Posebno naglašavamo da je nastanak i razvoj nacionalnih hipotekarnih tržišta tranzicionih zemalja iniciran i podržan posebnim državnim programima, uz značajne subvencije.

Mnogi istraživači su postavljali pitanje efektivnosti državnih subvencija, obzirom da iste koriste samo neki segmeni stanovništva, dok u državni budžet izdvajaju svi poreski obveznici. U zemljama gde su premije na stambenu štednju bile najveće (Slovačka i Mađarska) došlo se do paradoksa da je to najunosniji oblik štednje za male štediše, koji nemaju motiv rešavanja stambenih problema, već prinos na uloženi kapital. Svakako, državne subvencije su bile korisne za nastanak i pokretanje razvoja namenske štednje i hipotekarnog stambenog tržišta, a time i razvoj ekonomije u celini, ali su najveću korist imali najveći kreditori, sa monopolskim položajem (poput OTP banke u Mađarskoj)⁴⁴⁰.

Ukupnu strukturu izvora sredstava za hipotekarno kreditiranje činili su: (1) namenska štednja kod stambenih štedionica, (2) depoziti stanovništva kod banaka, (3) inostrane kreditne linije velikih banaka domaćim bankama-kćerima, (4) emisija hipotekarnih obveznica i (5) državne subvencije.

Emitovane hipotekarne obveznice su imale visok rejting i visok prinos investitora (čak do 11% godišnje), dok su zahvaljujući regresiranju kamatnih stopa od strane države hipotekarni krediti odobravani po povoljnijim kamatnim stopama (6-8% godišnje).

Kao investitori na hipotekarnom tržištu ovih zemalja pojavljivale su se i Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD), Evropska investiciona banka (EIB), Međunarodna finansijska korporacija (IFC), Nemačka banka za razvoj (KfW) i drugi.

U većini ovih zemalja, formirane su državne agencije za garantovanje i refinansiranje hipotekarnih kredita. U ovim procesima od izuzetnog značaja je bila aktivna uloga države, u smislu formiranja specijalizovanih institucija, preko kojih su realizovani programi stimulanja izgradnje i kupovine stanova, kao i subvencionisanja stambene štednje i regresiranja kamatnih stopa po hipotekarnim kreditima i hipotekarnim hartijama od vrednosti, kao i brojne mere poreskih olakšica.

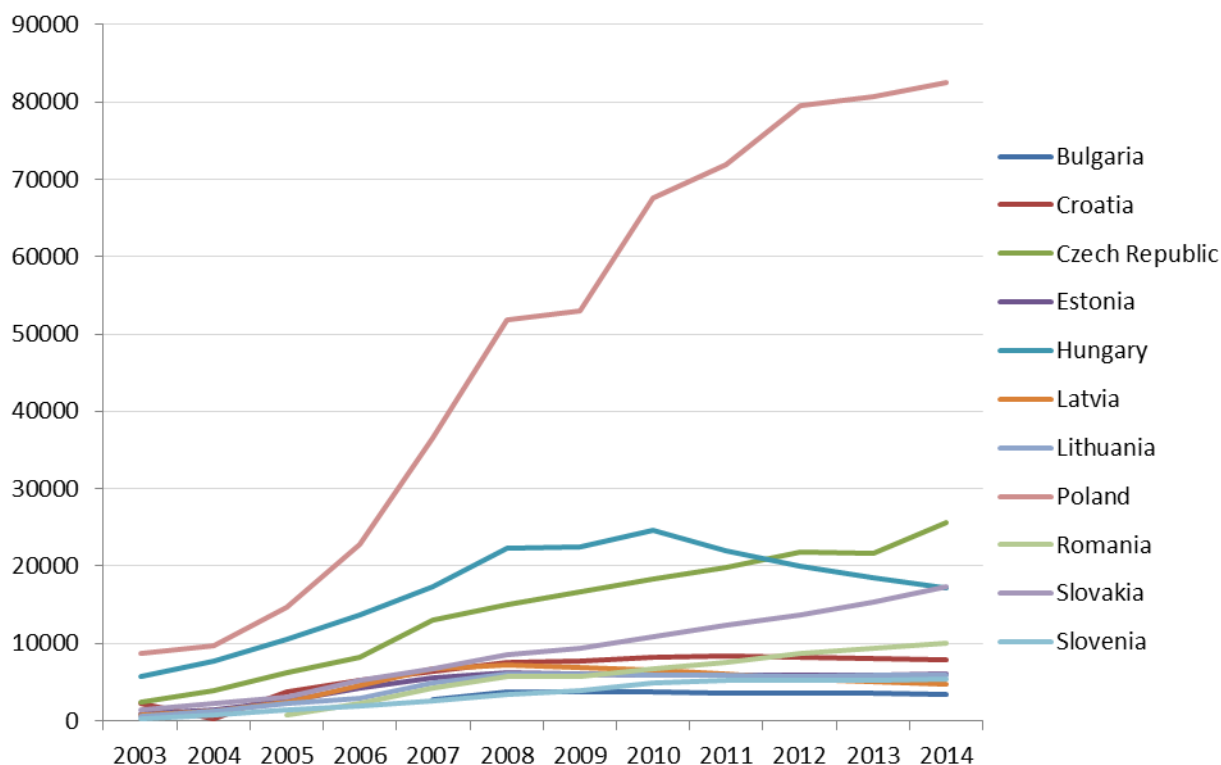
⁴³⁹ Hardt, J., Manning, D. (2000) European mortgage markets: structure, funding and future development. European Mortgage federation. Brussels, kao i Radulović, A. (2005) Komparativna analiza tržišnih modela finansiranja stanogradnje. Udruženje banaka Srbije. Bankarstvo, br 7-8.

⁴⁴⁰ Programi ugovorne štednje zahtevali su da zajmotražiocu uštede do 50% cene stana, što je visok stepen samofinansiranja.

Hipotekarno stambeno kreditiranje beležilo je značajan rast, uprkos ograničenjima zakonske, tržišne i finansijske prirode. Posebno naglašavamo činjenicu da su finansijski sistemi svih ovih zemalja pokazali otpornost, stabilnost i sposobnost da prevaziđu posledice globalne hipotekarne i finansijske krize 2007.- 2009. godine⁴⁴¹.

8.2. Tendencije razvoja

Trend rasta hipotekarnih kredita u tranzicionim evropskim zemaljama pokazuje sledeća slika:



Slika 53: Trend rasta primarnih hipotekarnih tržišta tranzicionih evropskih zemalja

Izvor: www.hypo.org

Analiza koja sledi pokazuje sledeće: (1) najveći iznos hipotekarnih kredita ima Poljska, (2) najveću stopu rasta hipotekarnog duga ima Srbija, (3) najveće učešće hipotekarnog duga u BDP ima Hrvatska, (4) najveći hipotekarni dug po glavi stanovnika ima Mađarska, (5) najveći iznos hipotekarnih obveznica u odnosu na stanje hipotekarnih kredita ima Češka.

U nastavku, dajemo bliže karakteristike i specifičnosti razvoja hipotekarnih institucija, tržišta, instrumenata i mehanizama regulacije.

1. Poljska je pionir tranzicije i razvoja hipotekarnog tržišta među zemljama bivšeg istočnog bloka. Zahvaljujući sprovedenim radikalnim ekonomsko- finansijskim reformama obezbedila je rast BDP, smanjenje nezaposlenosti i porast dohotka po glavi stanovnika na preko 13.000 \$ (za oko 38 miliona stanovnika).

⁴⁴¹ Opširnije: www.prostobankir.tn

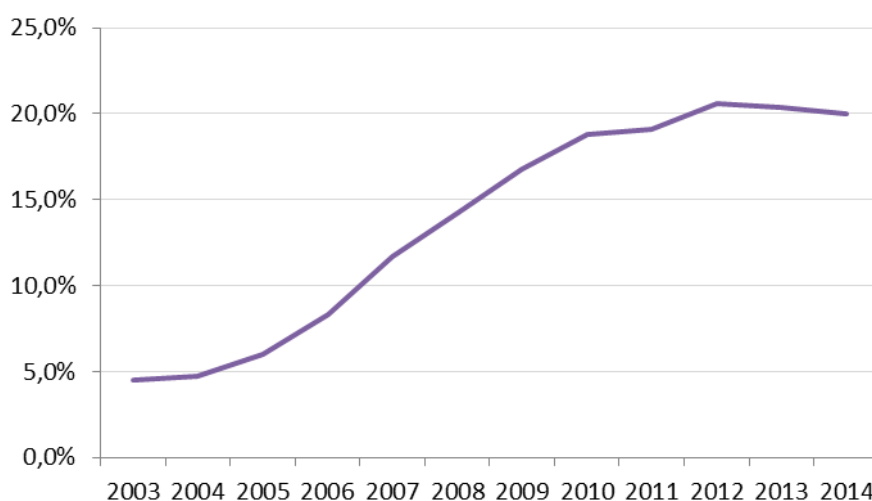
Kao kreditori se pojavljuju, kako komercijalne univerzalne, tako i specijalizovane hipotekarne banke. U procesu liberalizacije usledio je masivan (najveći) priliv stranog kapitala u bankarski sektor (SAD, Nemačka, Holandija i dr.), što je bila najvažnija karakteristika i tendencija savremene reorganizacije bankarskog sistema. Sledeća tendencija razvoja je drastično smanjenje broja domaćih banaka i procesi merđžera i akvizicija, uz stvaranje brokersko- dilerskih društava pri bankama. Učešće stranog kapitala u bankama predstavlja jedan od osnovnih izvora i uslova njihovog razvoja, uključujući i uvođenje visokih standarda hipotekarnog kreditiranja. Uz postepeno smanjivanje kamatnih stopa, u skladu sa obaranjem inflacije, povećana je dostupnost hipotekarnih kredita, kao lokomotive transformacije hipotekarnog sistema.

Već 1991. godine formirana je Poljsko-američka hipotekarna banka, kao nosilac avangardnog poljskog hipotekarnog modela.

Donet je Zakon o hipoteci, koji omogućuje prodaju dužnikovog stana, datog kao obezbeđenje hipotekarnog kredita, što je za to vreme bila prava mala revolucija u stambenom finansiranju i kreditiranju.

Sledeći važan događaj bilo je formiranje prvog Kreditnog biroa u zemljama tranzicije, koji je obezbedio bolju i sigurniju informacionu bazu pri odobravanju kredita.

Poljska je bila jedina zemlja, koja je uvela kredite sa dvojnim kamatnim stopama tj. instrument s dvojnou indeksacijom (DIM), ali visoka inflacija nije dozvolila da se razmahne američki model hipotekarnog kreditiranja. Sada dominiraju krediti s promenljivim kamatnim stopama. Karakteristični su hipotekarni proizvodi, sa zaštitom od deviznog rizika, koji omogućavaju korisniku kredita da tokom otplatnog perioda menja valutu kredita. Rokovi kredita se kreću od 5 do 20 godina, LTV od 40- 60%, uz značajne razlike po bankama. Značaj stambenih kredita za ekonomski razvoj Poljske pokazuje slika:



Slika 54: Učešće stambenih kredita u BDP Poljske

Izvor: www.hypo.org

Nešto kasnije, 1998. godine, stupa na snagu Zakon o obveznicama i hipotekarnim bankama, prema kome su (analogno nemačkom modelu), samo hipotekarne banke mogle da emituju hipotekarne obveznice na osnovu hipotekarnih kredita i kredita javnom

sektoru. Propisana je obaveza procene vrednosti nekretnina, kao i maksimalni koeficijent LTV od 60% u odnosu na vrednost nekretnine. Maksimalno dozvoljeni iznos emisije hipotekarnih obveznica bio je 40 puta veći od osnovnog kapitala banke. Takođe, vlasnici hipotekarnih obveznica imali su prioritarno pravo naplate u slučaju stečaja hipotekarne banke. Zakonom je uvedena obaveza hipotekarne banke da imenuje poverenika, prihvatljivog za regulatorni organ, koji je imao obavezu mesečnog informisanja regulatora o registraciji pokrića aktiva. Hipotekarne banke imaju relativno mali obim tržišnog učešća, ali postoji tendencija i potencijal za rast njihove uloge.

Istovremeno, izvršene su odgovarajuće izmene u Zakonu o bankama i Zakonu o nacionalnoj banci Poljske, koji su bili usvojeni 1989. godine, kako bi se obezbedilo funkcionisanje hipotekarnih banaka. Glavni cilj nove zakonske regulative je bila konačna transformacija bankarskog sistema i harmonizacija sa EU, čime se obezbeđuju jednaki uslovi hipotekarnog kreditiranja domaćim i stranim bankama. Ranije privilegije poljskih državnih banaka dobile su strane banke, pretežno nemačke, italijanske i američke. Pojačana konkurencija i državna intervencija, kroz subvencionisanje kamatnih stopa, dovela je do sniženja kamatnih stopa po hipotekarnim kreditima komercijalnih i hipotekarnih banaka. Zbog budžetskih limita, podsticanje stambene štednje imalo je skromnije rezultate, što nije dalo projektovane euforične efekte na razvoj ukupne ekonomije i mogućnost rešavanja stambenih pitanja ličnim sredstvima. Pored dominacije banaka, formirane su nebankarske finansijske institucije (brokersko- dilerske kompanije, penzijski i investicioni fondovi i dr.), čiji je regulator Komisija za hartije od vrednosti i berze.

Novo hipotekarno zakonodavstvo stvorilo je uslove i za razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta i formiranje SPV institucija, radi formiranja pula hipoteka i emisije MBS hipotekarnih hartija od vrednosti. U tom smislu Poljska je već 1998. godine emitovala prve hipotekarne hartije američkog tipa⁴⁴².

U Poljskoj je 1997. godine postavljen sistem ugovorne štednje za stan, ali zbog izostanka državnog premiranja u uslovima problema sa državnim budžetom, taj sistem nije ozbiljno zaživio. Takođe, bio je predviđen izuzetno kratak štedni period (samo 2 godine), kao uslov za dobijanje kredita, što nije bilo održivo rešenje sa aspekta likvidnosti.

Usled hipotekarne krize i pada cena nekretnina i stambene tražnje, došlo je do smanjenja odnosa kredita prema vrednosti kolateralu sa 70 do 80%, na oko 50%, čime se otežava položaj kupaca prvih nekretnina, što se odnosi na mlade bračne parove, koji očekuju pomoć države, uz pomoć šire porodice.

2. Češka je, po ostvarenim rezultatima, lider na hipotekarnom tržištu zemalja u tranziciji. Češka (sa oko 10 miliona stanovnika i oko 10.000\$ po stanovniku) je imala nižu inflaciju i povećanje zaposlenosti, veliki priliv stranih investicija u ekonomiju, ali manje u bankarski sektor, koji je pod kontrolom države, u kome dominiraju 4 najveće banke⁴⁴³. Zbog toga je svoj hipotekarni sistem stambene štednje i kredita razvijala od 1993. godine, kroz građevinske štedne kase, čiji su osnivači najčešće nemačke štedno- kreditne banke.

⁴⁴² Obim emisije hipotekarnih založnica je relativno mali, dok sekundarno tržište praktično ne postoji.

⁴⁴³ Za strane investitore su, zbog manje rentabilnosti, bili privlačniji bankarski sektori Poljske i Mađarske.

Program podsticanja ugovorne stambene štednje, uz minimalni rok od 5 godina i uplatu državne premije štediti (najpre 30% od ušteđenog iznosa, kasnije premija smanjena na 15%, a produžen rok štednje na 6 godina). Kroz premiju koja se obračunava na godišnju ušteđevinu ostvaruje se viši nivo prinosa po stambenoj štednji u odnosu na tržišne kamatne stope. Drugi državni podsticaj ugovornoj stambenoj štednji odnosio se na poreske olakšice- oslobođanje od poreza na dohodak građana.

Zahvaljujući regresiranju i kamatnih stopa po hipotekarnim kreditima, u okviru štedno-kreditnog modela, iste su iznosile (4- 6%) i bile daleko niže od tržišnih (koje su se kretale do 15% plus porez), što je obezbeđivalo veću maržu nego u Nemačkoj ili Austriji. Ovi štedno- kreditni programi su uživali veliku popularnost kod građana, tako da je zaključeno 7 miliona štednih ugovora i mobilisana sredstva u iznosu od 9 milijardi €. Češke građevinsko- štedne kase plasirale su više od 700 hiljada stambenih kredita u ukupnom iznosu od 2 milijarde €. S druge strane, za isplate premija na stambenu štednju i hipotekarne obveznice bilo je usmereno oko 1% od ukupnih rashoda državnog budžeta (a u Mađarskoj 0,3%).

Zahvaljujući premiranju stambene štednje i regresiranju kamatnih stopa po hipotekarnim stambenim kreditima, Češka je ostvarila brz razvoj nacionalnog hipotekarnog tržišta u pogledu: (1) rasta hipotekarnog duga prema BDP, (2) povećanja odnosa kredita prema vrednosti nekretnine i do 100%, (3) smanjivanju prosečnih kamatnih stopa na hipotekarne kredite, (4) produžavanjem rokova stambenih kredita do 30 godina i sl.

Posebno se naglašava snažna veza stambenog hipotekarnog kreditiranja sa ostalim finansijskim proizvodima, za koje su zainteresovani institucionalni investitori (osiguranje, investicioni i penzioni fondovi).

Češka je već 1995. godine imala Zakon o hipotekarnim bankama, u skladu sa evropskim standardima, a hipotekarne obveznice su imale karakteristike nemačkih obveznica. Ove obveznice su mogle da emituju univerzalne banke, a ne samo specijalizovane hipotekarne banke (ali je uslov bio dobijanje posebne licence za emisiju). Hipotekarne obveznice su emitovane na bazi hipotekarnih kredita, bez uključivanja kredita javnom sektoru. Rokovi hipotekarnih kredita bili su do 20 godina, kamatna stopa fiksna prvih 5 godina, mesečna plaćanja po kreditu limitirana na 30- 35% ukupnog dohotka domaćinstva. Obveznice su imale osnovno pokriće u vrednosti hipoteke i dodatno pokriće do 10% u formi gotovine, depozita kod Nacionalne banke i obveznica Nacionalne banke. Maksimalni LTV bio je 70% (nešto više od drugih zemalja tranzicije), ali zakonski nije bila utvrđena čvrsta obaveza procene imovine, što je bankama davalo slobodu procenjivanja. Karakteristično je da Češka nije imala zakonsku obavezu (kao Poljska) nezavisnog poverenika koji je pratio pokrivenost aktive, koja se nalazi u podlozi emitovanih hipotekarnih obveznica.

Po ulasku u EU, 2004. godine, promenjeni su brojni zakoni, usklađivanjem sa direktivama EU, uključujući i Zakon o tržištu kapitala. Novim zakonskim rešenjima osnažen je sistem regulacije i nadzora, bankarskog i finansijskog sektora, čiji su nosioci Nacionalna banka i Komisija za HoV.

3. Slovačka je, kao i Češka, razvila sistem ugovorne stambene štednje, čiji su osnovni nosilac bile stambene štedionice, obzirom da nije imala specijalizovane hipotekarne banke, već su univerzalne banke dobijale licencu za obavljanje hipotekarne delatnosti

(refinansiranje kredita emisijom hipotekarnih obveznica). Tri stambene štedionice, čiji su vlasnici velike banke, bile su glavni kreditori stambene izgradnje. Državne premije po štednom ugovoru na minimum 6 godina su 1992. godine iznosile 40% i postepeno su smanjivane, kao i regresiranje kamatnih stopa po hipotekarnim kreditima banaka (u početnim fazama razvoja hipotekarnog tržišta kamatne stope su dostizale 6%), da bi kasnije bile smanjivane. Hipotekarni krediti odobravani su na rokove od 5 do 30 godina, u iznosu do 60% vrednosti nekretnine, a na osnovu njih emitovane su hipotekarne obveznice⁴⁴⁴. Pored hipotekarnih, banke su odobravale i komunalne kredite, na osnovu kojih su emitovane municipalne obveznice. Pri tome su hipotekarne i municipalne aktive bile odvojene.

Slovačka je donela Zakon o hipotekarnim obveznicama 1996. godine, po kome se hipotekarne obveznice emituju na osnovu hipotekarnih stambenih kredita, ali samo odobrenih rezidentima, kao i na osnovu kredita odobrenih javnim preduzećima koji su obezbeđeni hipotekom. Limit refinansiranja iznosio je 60%, kao kod većine drugih zemalja. Specifična pravila su važila pri proceni vrednosti nekretnine, po principu "očekivane vrednosti nekretnine u momentu prodaje" (Mortgage Lending Value), za razliku od metoda procene tržišne vrednosti (Market Value). Takođe, superviziju kriterijuma i dokumentovanosti kvaliteta aktive, kao pokriće hipotekarnih obveznica i monitoring izloženosti rizicima sprovodi Centralna banka. Uspešno je realizovano više emisija hipotekarnih obveznica.

4. Mađarska (sa oko 10 miliona stanovnika i preko 6.000\$ po glavi stanovnika) je kroz radikalne reforme, privukla značajne strane investicije i u bankarski hipotekarni sektor. Razvijala je finansijsko i hipotekarno tržište, uz regulaciju Nacionalne banke Mađarske (zadužene za superviziju bankarskog sektora) i megaregulatornog tela za nebankarske finansijske usluge- Mađarski finansijski nadzorni organ (HFSA), osnovan 2000. godine⁴⁴⁵. Na osnovu Zakona o tržištu kapitala stvoren je Fond za zaštitu investitora, uključujući i investicije u hipotekarne obveznice. Glavni učesnici hipotekarnog tržišta su tri velike specijalizovane hipotekarne banke, čiji su najveći akcionari iz Austrije, Nemačke, Holandije, Belgije, Luksemburga i Francuske.

Najveći hipotekarni stambeni kreditor je OTP banka, koja je pravni sledbenik državne štedionice. Država i danas ima značajno učešće u kapitalu ove banke. OTP banka je razvila raznovrsne hipotekarne proizvode, sa modifikovanim modelima amortizacije kredita, poput zapadnih banaka. Značajna uloga države bila je kroz programe regresiranja kamatnih stopa po hipotekarnim stambenim kreditima, kao i davanje premija na prinos hipotekarnih obveznica, da bi se obezbedio sistem refinansiranja hipotekarnog duga, samo preko hipotekarnih banaka.

Zakon o hipotekarnim bankama i hipotekarnim obveznicama, donet 1997. godine, predviđa emisiju hipotekarnih obveznica na osnovu najmanje 60% potraživanja iz hipotekarnih kredita, dok se preostalih 20% (pokriće substituta) obezbeđuje iz rezervnog pokrića (depoziti kod centralne banke, državne hartije od vrednosti i sl.). Kolateral za

⁴⁴⁴ Hipotekarni krediti odobravani su u slovačkim krunama, ali i stranoj valuti, kada su banke preuzimale na sebe devizni rizik!

⁴⁴⁵ Mađarski megaregulator (HFSA) ima ovlašćenja supervizije banaka, osiguravajućih kompanija, penzionih i investicionih fondova, brokersko- dilerskih društava, berzi, portfolio menadžera, finansijskih kompanija, štedno- kreditnih kooperativa i dr.

emisiju hipotekarnih obveznica čine hipotekarni krediti i (u manjoj meri) krediti javnom sektoru. Postoji precizna regulativa u vrednovanju nekretnina i prioriteta u slučaju bankrotstva emitenta, kao i definisana uloga poverenika i specijalni javni nadzor, a sve usaglašeno sa UCITS direktivom EU.

U odnosu na druge tranzicione zemlje, Mađarska je kasnije lansirala programe ugovorne stambene štednje, preko stambenih štedionica (od kojih je jednoj roditelj- banka OTP). Ove štedno- kreditne institucije imaju daleko manje učešće na hipotekarnom tržištu u odnosu na banke. Pa ipak, dve privatne stambene štedionice otvorile su više od 1 milion štednih stambenih računa i prikupile preko 500 miliona € sredstava. Premije na štednju su u startu iznosile 30%, a minimalan rok štednje 4 godine, ako se sredstva koriste za stambenu namenu. da bi se kasnije premije smanjivale, a rokovi štednje produžavali. Postoji mogućnost da se ostvari premija, iako se sredstva ne koriste za stambene potrebe, ali onda treba štedeti duplo duže (8 godina). Kamatne stope po hipotekarnim kreditima su bile 6% (oslobođene poreza), sa izraženom tendencijom pada⁴⁴⁶.

Posebna ekspanzija hipotekarnih stambenih kredita beleži se posle 2000. godine, zahvaljujući državnim subvencijama, vezanim za podsticanje populacione politike, odnosno stimulisanje izgradnje stanova za porodice sa više članova domaćinstva. Podsticaji su bili u formi regresiranja kamatnih stopa na stambene kredite, kao i poreske olakšice pri kupovini stanova.

5. Slovenija (kao jedna od najmanjih tranzicionih zemalja EU, sa ispod 2 miliona stanovnika i oko 11.000 \$ po glavi stanovnika) bila je orijentisana na strano tržište (Nemačka, Austrija, Italija), ali je dugo čuvala domaći bankarski sektor (dve- tri velike bankarske grupacije i manje specijalizovane banke). Međutim, sa liberalizacijom tržišta bankarskih usluga, te velike domaće banke postigle su relativno malo u konkurenciji sa bankama EU⁴⁴⁷. Sloveniju karakteriše specifičan (unikatan) razvoj hipotekarnog stambenog tržišta, kako u pogledu regulacije, tako i u pogledu finansijskih institucija i finansijskih instrumenata. Regulatorne organe za nadzor finansijskog sistema čine Banka Slovenije, Agencija za nadzor osiguranja i Agencija za trgovanje vrednosnim papirima (koja reguliše investicione i penzione fondove i brokersko- dilerska društva).

Ono što tranziciju ove države izdvaja je usvajanje posebnog zakona kojim je formiran državni Stambeni fond, kao ključna institucija hipotekarnog tržišta. Stambeni fond je formiran kao specifična finansijska institucija, za razliku od svih drugih republika bivše Jugoslavije, korišćenjem sredstava (pametno sprovedene) privatizacije društvenih stanova⁴⁴⁸. Sredstva Stambenog fonda uključivala su i sredstva od prodaje nekretnina u vlasništvu države, kao i emitovanje hipotekarnih obveznica. Ova sredstva plasirana su u

⁴⁴⁶ Renaud, B (1994) Housing and Financial Institutions in Developing Countries, Wahington, The World Bank. str.74.

⁴⁴⁷ Interes stranih banaka za visoke profite u kretkom periodu na malom Slovenačkom tržištu nije bio izražen, jer je Slovenija imala razvijene moderne standarde hipoteke, prilagođene ekspertskim znanjima svojih vodećih ekonomista (Ivan Ribnikar, Mencinger, Marko Kranjec i dr.) i patriotskim osećanjima građana. Naprotiv, slovenačke banke širile su svoju delatnost na zemlje bivše Jugoslavije (Crna Gora, Srbija, Makedonija, BiH).

⁴⁴⁸ O iskustvima naopakog procesa privatizacije društvenog stambenog fonda Srbije, propuštenim šansama i štetnim posledicama na razvoj hipotekarnog tržišta, kao i rešavanje stambenih pitanja novih generacija detaljnije u mojoj knjizi (knjizi autora) Hipotekarno tržište-razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje, Beograd. Udruženje banaka Jugoslavije, Čigoja štampa 1999.

formi dugoročnih stambenih kredita stanovništvu i preduzećima za izgradnju neprofitnih stanova, investiranje u zemljište i nekretnine, kao i za davanje premija za namensku štednju za stan.

Posebnim zakonom su definisane štedno-garantne šeme, koje su primenjivane od 1999. godine, preko Stambenog fonda RS, na osnovu kojih su dobijani povoljniji stambeno-hipotekarni krediti u odnosu na tržišne uslove. Štedni planovi su imali različite rokove dospeća, različite kamatne stope na štednju i kredite (koji su bili duplo veći od ušteđevine sa subvencijama). Kamatne stope na štednju sa rokom od 5 godina iznosile su 1,65%, a 2,45% na kredite sa rokom dospeća od 10 godina. Kamatni plan sa štednjom na 10 godina imao je kamatnu stopu 3%, a kredit na 20 godina kamatnu stopu od 3,8%. Kao učesnici u Nacionalnom programu stambene štednje, banke su obezbeđivale dugoročne hipotekarne kredite najkasnije godinu dana nakon isteka roka ugovorene stambene štednje.

U pogledu efekata Nacionalnog stambenog štednog-kreditnog programa, ocenjuje se da je broj štediša rastao, naročito na rok od 5 godina, kao i ukupan nivo štednje, uključujući lične uplate, državne premije i obračunate kamate na štednju.

Realizacija ovog programa doprinela je rastu ukupne štednje stanovništva, razvoju i stabilizaciji bankarskog sektora, većoj dostupnosti povoljnih stambenih kredita za rešavanje stambenih problema građana i, konačno, rastu građevinske industrije i ekonomije u celini.

Izvesna slabost ovog sistema štednje je u tome što su ovaj model štednje koristile i one štediške koje nisu imale za cilj korišćenje hipotekarnih kredita za rešavanje stambenih pitanja, već je njihov motiv bio viši prinos po osnovu kamate i premija. Upravo taj otvoreni sistem stambene štednje nosio je elemente neefikasnosti korišćenja državnih podsticaja.

6. Hrvatska ima relativno razvijeno hipotekarno tržište, čiji je obim, krajem 2014. godine, iznosio 7,8 milijardi €. Hipotekarno tržište zauzima drugo mesto po veličini na hrvatskom tržištu kapitala, iza tržišta akcija, a ispred tržišta obveznica. Učešće hipotekarnog tržišta u BDP (sa oko 18%) pokazuje da je Hrvatska među vodećim zemljama u tranziciji, ali istovremeno na začetku svih zemalja EU.

Pored Hrvatske Narodne banke zadužene za regulaciju i superviziju bankarskog sektora, Hrvatska od 2006. godine ima jedno- superregulatorno telo- Hrvatska Agencija za nadzor finansijskih usluga (HANFA). Ovaj megaregulator ne-bankarskog finansijskog sektora nastao je spajanjem Komisije za vrijednosne papire, Direkcije za nadzor društava za osiguranje i Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja.

Na samom početku procesa tranzicije nastao je i razvijao se model ugovorne namenske štednje, preko stambenih štedionica, kojim se podržava angažovanje sredstava građana u rešavanju stambenih pitanja. Primenjen je nemački, odnosno austrijski model ugovorne stambene štednje, na osnovu posebnog Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje od 1998. godine, kada su stambene štedionice postale deo bankarske strukture Hrvatske⁴⁴⁹. Država je premirala ovu vrstu štednje, direktnim

⁴⁴⁹ Kao što je navedeno, prve stambene štedionice u evropskim zemljama tranzicije osnovane su u Slovačkoj 1992., Češkoj 1993., Mađarskoj 1997. godine.

izdvajanjem sredstava iz budžeta i te premije su pripisivane stambenim štednim računima štediša. Sve do 2005. godine, premije su iznosile 25% ličnih sredstava na stambenim štednim računima u prethodnoj kalendarskoj godini. Osnovica za premiranje bila je ograničena na iznos od 5.000 kuna po građaninu (premija je iznosila 1250 kuna). Ova namenska štednja je označavala prikupljanje depozita od domaćih fizičkih i pravnih lica radi odobravanja hipotekarnih stambenih kredita. Stambene štediše i korisnici stambenih kredita mogu biti hrvatski državljani i lokalna samouprava, radi izgradnje stanova za rešavanje stambenih pitanja socijalnog stanovanja. U ugovoru o stambenoj štednji određivan je iznos (vlastita sredstva koja čine - lična ušteđevina, državna premija, kamata na štednju, kao i namenski kredit) i obavezni rok štednje. Ugovara se različita dinamika uplate sredstava (od mesečnog do godišnjeg), pri čemu je poštovanje ugovorenog načina uplate od posebne važnosti, obzirom da se kašnjenjem sa uplatama direktno produžuje rok štednje, odnosno dobijanja kredita. Drugim rečima, stambene štediše same upravljaju svojim štedno-kreditnim pravima. Za stambene štedne uloge jemči stambena štedionica. Oni su obavezno osigurani kod državne Agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka.

Osnivači stambenih štedionica bile su najveće banke, a stambena štednja je postala, zahvaljujući premijama, izuzetno atraktivan finansijski proizvod, koji je izazvao veliko interesovanje štediša i banaka. Zahvaljujući pojačanoj konkurenciji, banke su snižavane kamatne stope i odobravale povoljnije hipotekarne stambene kredite indeksirane prema švajcarskom franku⁴⁵⁰. Uz državne podsticaje, obezbeđene su visoke stope rasta, ukupne stambene štednje i hipotekarnog stambenog kreditiranja, tako da je učešće hipotekarnih kredita u BDP bilo vrlo respektivno u odnosu na druge zemlje u tranziciji (gotovo 10%)⁴⁵¹. Ugovorni štedni planovi bili su vezani za rokove od 2 do 5 godina, sa unapred definisanim uslovima kredita. Kao nedostatak ovog modela isticana je okolnost da stambenim štedionicama nije bio omogućen sistem međukreditiranja, odnosno da stambeni štediša dobije stambeni kredit pre isteka ugovorenog roka štednje. Ali od 2005. godine, kroz primenu modela međukreditiranja, omogućeno je refinansiranje tog kratkoročnog kredita iz sredstava dugoročnog stambenog kredita, koji se odobrava kada štediša ispunji regularne uslove (potreban iznos i rok štednje). Na taj način štediša brže dolazi do rešavanja stambenog pitanja, uz smanjenje pratećih kreditnih troškova.

Broj sklopljenih ugovora o stambenoj štednji u stambenim štedionicama je kontinuirano rastao, tako da je na kraju 2012. godine, iznosio preko jedan milion ugovora (Hrvatska ima 7 miliona stanovnika). Ugovore o stambenoj štednji sklapaju građani svih uzrasta (najčešće od 25 do 35 godine života).

Uprkos velikim naporima i podsticajima, ističemo da je, prema podacima Hrvatske narodne banke za 2012. godinu, udeo stambenih štedionica u ukupno odobrenim stambenim i hipotekarnim kreditima stanovništva u Hrvatskoj relativno mali (nešto iznad 5%), dok su banke dominantni kreditori na hipotekarnom tržištu, sa gotovo 95%⁴⁵².

⁴⁵⁰ Kasnije je sa rastom kursa CHF došlo do problema u otplati uzetih kredita, tako da je država morala da još jednom interveniše svojim sredstvima u cilju olakšanja građanima tereta otplate.

⁴⁵¹ Opširnije Mladen Mirko Tepuš. Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj. Zagreb: Hrvatska narodna banka 2006. st. 11.

⁴⁵² Podaci HNB bilten – statistički pregled, www.hnb.hr

Istovremeno, hipotekarni stambeni krediti banaka čine oko 50% svih kredita datih stanovništvu, što ilustruje njihov značaj za banke, stanovništvo i ukupnu privredu. U pogledu modela otplate dominantni su krediti sa fleksibilnom kamatnom stopom, uz fiksnu kamatnu stopu samo u prvih nekoliko godina otplate (1 do 3 godine). Banke primenjuju različitu dinamiku promene kamatnih stopa (jednom, dva ili više puta godišnje). Većina banaka (oko 90%) odobrava hipotekarne stambene kredite sa valutnom klauzulom, dok su rokovi bankarskih kredita uglavnom do 30 godina, uz standardnu otplatu u jednakim mesečnim anuitetima.

Za razliku od banaka, stambene štedionice odobravaju hipotekarne stambene kredite sa fiksnom kamatnom stopom i nešto kraćim rokom vraćanja (do 20 godina), što se definiše ugovorom o stambenoj štednji. Kamatne stope na stambenu štednju se kreću od 2 do 3%, a kamatne stope na kredite od 5 do 6% godišnje, a Zakonom je propisano da razlika kamatnih stopa na štednju i kredite ne može biti viša od tri procentna poena.

Kreditni koje odobravaju stambene štedionice moraju se koristiti isključivo za namene koje propisuje Zakon, a to su: pre svega izgradnja, rekonstrukcija i adaptacija stambenog prostora. Neposrednu kontrolu namenske upotrebe sredstava sprovodi stambena štedionica, tako što kreditna sredstva doznaju neposredno na račun prodavca stana, odnosno dobavljača repromaterijala. Pri tome, štedišama se najpre stavljaju na raspolaganje lična sredstva, pa pošto se opravdaju namenskim utroškom, mogu raspolagati državnim podsticajnim sredstvima i sredstvima iz kredita. Ukoliko se utvrdi nenamenska upotreba sredstava, stambene štedionice moraju raskinuti ugovor sa štedišom, korisnikom kredita i odgovarajuće državne premije vratiti u budžet države.

Pored toga što kamatne stope po hipotekarnim stambenim kreditima (počev od 2009. godine) imaju tendenciju blagog pada (kamatne stope po kreditima u eurima su oko 6%, a u kunama bez valutne klauzule oko 10%). Zbog ukupne ekonomske krize hipotekarno tržište, beleži pad. Istovremeno, značajno raste udeo loših potraživanja u ukupnim stambenim hipotekarnim kreditima (oko 7%), koji je niži u odnosu na banke.

Visok kvalitet otplate kredita stambenih štedionica posledica je napora koje su stambene štediške imale u fazi štednje, pre faze dobijanja kredita. Preвременa otplata stambenih kredita je dozvoljena, ali se ona odnosi, pre svega, na kredite sa manjim iznosima i dužim rokovima otplate, kako bi se oslobodili kreditnih obaveza korisnici kredita i njihovi žiranti.

Naglašavamo da se namenska stambena štednja kod stambenih štedionica koristi kao zaloga za kredite poslovnih banaka.

Na primarnom hipotekarnom stambenom tržištu Hrvatske karakteristično je učešće EBRD sa kreditnim linijama najvećim bankama (Zagrebačka banka-čiji je vlasnik italijanska banka Unicredito, Splitska banka - čiji je vlasnik nemačka HVB)⁴⁵³ za finansiranje stambene izgradnje, kao i učešće Međunarodne finansijske korporacije (IFC) sa kreditnim linijama.

Kreditne linije ovih međunarodnih finansijskih institucija podrazumevaju čvrste standarde i procedure u procesu utvrđivanja kreditne sposobnosti, sredstava obezbeđenja,

⁴⁵³ U Sloveniji je EBRD prisutan u Stanovanjsko komunalnoj banci (SKB-Ljubljana, čiji je vlasnik Societe Generale), a u Srbiji u Komercijalnoj banci.

odobravanja, monitoringa korišćenja i otplate kredita, kao i uslove za refinansiranje hipotekarnih kredita emisijom hipotekarnih obveznica, a sve u cilju minimizacije rizika⁴⁵⁴.

Sa stupanjem Hrvatske u članstvo EU, očekuje se dalja harmonizacija zakonske regulative, u pravcu razvoja sekundarnog tržišta hipotekarnih kredita, jer ono još uvek nije aktivirano.

Konačno, prethodna analiza upućuje na zaključak da su hipotekarna tržišta zemalja u tranziciji formirana u poslednjoj deceniji prošlog veka i da su imala relativno uspešan razvoj. Posebno, imajući u vidu diskontinuitet, duži od 7 decenija, hipotekarna tržišta su obnovljena, startujući od "nule".

Zakonodavno- pravna osnova i regulatorna tela hipotekarnog tržišta su, u dobroj meri, harmonizovana sa regulativom EU, čije su ove zemlje postale članice.

Subjekti hipotekarnog stambenog kreditiranja su različitog karaktera: komercijalne univerzalne banke, specijalizovane hipotekarne banke, stambene štedionice i drugi.

Resurse hipotekarnog stambenog kreditiranja čine: depoziti, hipotekarne obveznice, stambeni štedno- kreditni ugovori i dr.

Postoji više različitih formi državne podrške (premiranje štednje i hipotekarnih obveznica, subvencionisanje kredita, poreske olakšice i sl.).

Iako ima dosta sličnosti u sprovođenju hipotekarnih programa, postoje i brojne specifičnosti hipotekarnih sistema proizvođa, vezane za osobenosti bankarskog sektora, tradiciju i opšte uslove poslovanja finansijskih institucija. Takođe, uočljivi su i različiti efekti sprovođenja programa u različitim zemljama.

Čitav set pitanja odnosi se na privlačnost, ali i brojne rizike pojedinih hipotekarnih instrumenata, kako za kreditore, tako i za korisnike kredita, koje treba detaljnije proučiti.

U svakom slučaju, za Srbiju su od ogromne važnosti strana iskustva (pozitivna i negativna) zemalja u tranziciji, kao i razvijenih zemalja EU, posebno u uspostavljanju i razradi stambenog štedno- kreditnog sistema, hipotekarnih obveznica i založnica, mehanizama sekjuritizacije, izgradnje nove institucionalne strukture (stambene štedionice, hipotekarne banke i dr.) neophodne za razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta. Pri tome, treba imati u vidu brojne probleme i okolnosti, posebno mogućnosti građana za masovno korišćenje programa i potencijale državnog budžeta da pokrije troškove tih programa (premije, subvencije, porezi itd.).

Naravno, pre uvođenja novih elemenata hipotekarnog sistema treba oceniti mogućnosti ekonomije i perspektive razvoja, sa stanovništa globalnih tendencija i savremene prakse razvijenih zemalja i zemalja u tranziciji. Ukazujemo na neke trendove:

- Stambeni štedno- kreditni programi nisu više dominantan, već dopunski izvor finansiranja u odnosu na bankarske kredite i hipotekarne obveznice i založnice,
- Države, u meri naglaska u socijalnoj politici, pomažu kategorijama porodica sa najnižim nivoom dohodaka, koje mogu da računaju na premije,

⁴⁵⁴ Spain R, Gregory A. Minimum Standards and Best Practices for Mortgage Loans-EBRD.

- Zahteva se preispitivanje i dublja analiza efektivnosti sistema subvencionisanja (budžetski troškovi, transparentnost, kontrola namenske upotrebe sredstava i sl.),
- Pretpostavka daljeg razvoja hipotekarnog tržišta je stabilan i brz ekonomski rast, a time i rast zaposlenosti i zarada stanovništva.

Kako smo ranije isticali, hipotekarna tržišta se nalaze u stalnim cikličnim promenama, a da je uloga države da obezbedi njihov opstanak i održivi razvoj.

III DEO: RAZVOJ I REGULACIJA HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA SRBIJE

Evolucija hipotekarnog sistema Srbije proteže se na gotovo dva veka, sa počecima razvoja kapitalističkih odnosa. Prvi kredit uveden u Srbiji bio je, upravo, hipotekarni kredit⁴⁵⁵. Srbija ima bogato iskustvo sa nastankom hipotekarnih odnosa i pojavom prvih hipotekarnih institucija, pod snažnim javnim uticajem, odnosno monopolom države. Naša tradicija, ubedljivo demonstrira tendenciju specifičnog razvoja i regulacije kreditnih institucija, kao i hipotekarnih instrumenata, uporedivih sa razvijenim zemljama svoga doba.

Svakako, procesi hipotekarnog razvoja i regulacije su bili različiti, originalni, ponekad unikatni. Tendencije razvoja karakteriše postepenosti, diskontinuitet i etapnost. Izučavanje evolucije strukture i iskustva funkcionisanja nacionalnog hipotekarnog sistema omogućava nam da dublje proniknemo u ulogu države i banaka, kao nervnog sistema privrednog organizma. Donoseći odgovarajuće zakone i mere, država je aktivno podsticala proces hipotekarnog kreditiranja privrede i građana, kao čvrsti regulator ekonomije.

Sušтина naše ekonomsko- pravne analize razvoja i regulacije hipotekarnog kreditiranja nije u istorijskim datumima, koliko u faktičkom funkcionisanju hipotekarnog kreditiranja: (1) na pravnoj osnovi- kroz evoluciju zakonodavstva, (2) na ekonomskoj osnovi (kroz resurse, kapitalnu bazu i usluge hipotekarnih institucija), i konačno, (3) kroz civilizacijski i kulturni napredak u razvoju hipotekarnih odnosa.

U pogledu metodoloških zahteva naučnih istraživanja hipotekarnih institucija u Srbiji, neophodno je sagledati funkcije i operacije koje, u skladu sa razvojem zakonodavstva, karakterišu tip i osobenosti hipotekarnih institucija, instrumenata i tržišta. Od rezultata rada ovih institucija zavisio je, ne samo ekonomski razvoj Srbije, nego i socijalna i politička atmosfera u društvu. Svetska ekonomska kriza, brojni ratovi i revolucionarne promene sistema nanosili su štete hipotekarnim institucijama u Srbiji (bankrotstva preduzeća, gubitak uloga građana i ugrožavanje ugleda kreditora).

9. Retrospektiva analiza sistema hipotekarnog tržišta do Drugog svetskog rata

Kao posebna karakteristika naše tradicije ističe se da je pojava hipotekarnih institucija i kredita u praksi bila vezana više za intenzivne potrebe stanovništva ekonomski iscrpljene Srbije u pogledu nedostatku kapitala, dok su teorijski i specifični pravni odnosi vezani za hipoteku i kreditiranje regulisani često kasnije.

U pogledu razvoja i regulacije strukture hipotekarnih institucija za dugoročno kreditiranje i Srbija se susretala sa sličnim problemima i razvojem, kao i ostale evropske zemlje. Osnovnu strukturu činile su tri grupe institucija.

⁴⁵⁵ Videti kod: Kukla, S. (1924) Razvitak kreditne organizacije u Srbiji (do Svetskog rata)- ekonomsko istorijska studija. Hrvatski štamparski zavod dd. Zagreb. str. 27.

Prve hipotekarne institucije bile su udruženja građana-kooperative sa ciljem neposrednog pribavljanja jeftinih dugoročnih zajmova, na načelu uzajamne samopomoći, uz garancije koje članovi te kooperative nude, poslujući na neprofitnoj osnovi⁴⁵⁶.

Druga vrsta institucija bila su udruženja kapitalista, sa istom zadrugarskom osnovom, ali je profitabilnost poslovanja bio vrhovni cilj. Plasiranjem sredstava na profitabilnoj osnovi, ova kapitalistička udruženja su se kasnije transformisala u akcionarska društva, odnosno privatne banke⁴⁵⁷.

Treća vrsta kreditnih institucija bili su hipotekarni zavodi ili fondovi, koje je osnivala država i pružala im jaku podršku i privilegovan položaj. Najznačajnija i najveća hipotekarna institucija bila je Državna hipotekarna banka Srbije (ranije Uprava fondova), a kasnije Državna hipotekarna banka Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca (docnije Jugoslavije).

Posebno ističemo da je Narodna banka Srbije, kao regulatorna institucija, znatno mlađa od Državne hipotekarne banke. Slažemo se sa mišljenjima da je istorija Državne hipotekarne banke, u suštini, obeležila ekonomsku istoriju Srbije do Drugog svetskog rata, koja se bez nje i njenih rezultata ne bi mogla ni zamisliti⁴⁵⁸.

9.1. Istorijski i pravni okvir

Da bi smo bolje razumeli, kako je dosta specifičnog i bogatog srpskog iskustva ugrađeno i još više treba da bude ugrađeno u savremeno hipotekarno kreditiranje, obraćamo se dvovekovnom iskustvu hipoteke u Srbiji.

Institut hipoteke došao je u Srbiju iz razvijenih evropskih zemalja, sa pojavom privatne svojine na zemlji. Zakonodavno je, kao što smo isticali, hipoteka uvedena kasnije. Pojavljivale su se različite vrste institucija, koje su primale uloge od stanovništva i davale kredite pod zalog nepokretne imovine, koji je dobijao sve veću popularnost, zahvaljujući državnoj podršci.

Kao što smo videli iz komparativne analize tendencija razvoja hipotekarnih institucija, gotovo sve zemlje su u drugoj polovini XIX veka imale organizovan hipotekarni kredit, uključujući i emisiju založnica i hipotekarnih obveznica na podlozi datih hipotekarnih kredita. Jedna od najuspešnijih nacionalnih finansijskih institucija Kraljevine Srbije i najdragoceniji poklon Kraljevini Srbije je Državna hipotekarna banka. Po obimu poslova, broju klijenata, ekonomskoj i socijalnoj ulozi, ova specijalizovana institucija je ušla među najveće svetske hipotekarne institucije, odnosno banke svoga vremena. Da bi došla do

⁴⁵⁶ Prvu uglednu praktičnu formulu hipotekarnih kredita na principu međusobne solidarnosti svojih članova dao je osnivač prve kooperative F.V.Rajfajzen u Nemačkoj 1854. godine, u cilju konkurentne borbe sa privatnim bankama i jeftinijeg kreditiranja članova. Principi njihovog delovanja bili su: univerzalnost (svako može biti član, nezavisno od imovnog stanja), masovnost (brojnost članova, uz simbolične uloge), sigurnost (poznati i čestiti članovi iz lokalne sredine), jednakost (isti udeli za sve članove), samopomoć (kreditiranje samo članova), solidarnost (udruživanje ljudi, a ne kapitala), dobrovoljnost (sloboda udruživanja), nedeljivost dobiti (usmeravnje u rezerve), transparentnost (javno izveštavanje o radu) i stalni razvoj (širenje članstva).

⁴⁵⁷ Tomašević, J. (1938) Novac i kredit. Zagreb.

⁴⁵⁸ Glomazić, M. (1933) Istorija Državne hipotekarne banke 1862- 1932. Narodna misao. Beograd. str. 2.

tako ugledne institucije, Srbija je prešla dug i složen istorijski put razvoja hipoteke, presecan bunama, ustancima, balkanskim i svetskim ratovima, bombardovanjima i međunarodnim sankcijama, reformama, reorganizacijama, tranzicijom i globalizacijom, uzletima i krizama (od Velike depresije do aktuelne globalne finansijske krize).

U dugoj istorijskoj retrospektivi, može se pratiti više perioda razvoja hipotekarnog tržišta u Srbiji, klasifikovanih po dva osnova⁴⁵⁹:

- Regulatorni i normativno-pravni: donošenje zakona, ukaza, ugovora, kodeksa i drugo,
- Institucionalni: osnivanje i funkcionisanje kreditnih i finansijskih institucija (Ministrastvo finansija, Uprava fondova, Državna hipotekarna banka, Narodna banka, Privilegovana agrarna banka, Beogradska berza, kreditne kooperative, privatne banke i druge tržišne institucije),

Za potrebe našeg istraživanja, najcelishodnijim se čini periodizacija po krupnim institucionalnim promenama u razvoju hipotekarnog kreditiranja, nastalim kroz odgovarajuće normativno-pravne izmene zakona i ekonomsko-finansijskih mehanizama, u međusobnoj integraciji učesnika hipotekarnog tržišta i regulatorne uloge države.

U tom smislu, ističemo pet relevantnih razvojnih faza srpske hipoteke: (1) nastanak i početni razvoj hipoteke (1830-1862), (2) funkcionisanje Uprave fondova (1862-1922), (3) funkcionisanje Državne hipotekarne banke (1922-1946), (4) kvazi-hipotekarno kreditiranje i stambena svojinska transformacija u mešovitom tipu tržišne privrede samoupravnog socijalizma (1953- 2000), (5) tranziciono hipotekarno stambeno kreditiranje na početku XXI veka (2003- do danas).

Periodi diskontinuiteta u razvoju hipotekarnog tržišta u Srbiji vezani su za ratne godine (posebno, okupacija za vreme Drugog svetskog rata i likvidacija bankarskog sistema), kao i čisto budžetsko finansiranje u periodu državnog socijalizma.

Da bi smo pratili nastanak, tendencije razvoja i regulacije, kao i savremene forme našeg hipotekarnog stambenog kreditiranja koristimo sistemski pristup i analizu pojedinih zakonodavnih rešenja. Naša ideja vodilja će, nadamo se, pokazati ulogu i svekoliki značaj emisije hipotekarnih hartija od vrednosti, uz državne garancije, u cilju pribavljanja povoljnih zajmova na inostranom tržištu⁴⁶⁰, kao i ulogu namenske štednje za stan.

U kneževini Srbiji je za nepunu deceniju i po stvoren prvi normativno- pravni okvir hipotekarnog kreditiranja. Nužan istorijski uslov za razvoj hipotekarnog kredita u Srbiji bilo je oslobađanje od turskog ropstva, kada je Hatišerifom iz 1830. godine Srbija postala autonomna kneževina. Drugi, dovoljan uslov postignut je kada je Knez Miloš, u sporazumu sa Portom, ukinuo spahijski sistem donošenjem Sretenjskog Ustava 15. februara 1835. godine⁴⁶¹. Tada je sva zemlja prešla iz ruku spahija u ruke zemljoradnika-privatno vlasništvo⁴⁶².

⁴⁵⁹ U tom periodu Srbija je zabeležila 10 promena naziva države (Kneževina Srbija, Kraljevina Srbija, Kraljevina SHS, Kraljevina Jugoslavija, DFJ, FNRJ, SFRJ, SRJ, SCG, Republika Srbija),

⁴⁶⁰ Inostrano zaduživanje države (preko DHB), bilo je vezano, kako za stambeno-komunalne potrebe, tako i za agrarni, železnički i vojni kompleks.

⁴⁶¹ Do tada su spahije (konjanici) dobijale zemlju od turskog sultana na korišćenje, a raja (seljaci) je tu zemlju uzimala u doživotni zakup i obrađivala, uz uslov da sultanu redovno plaćaju harač (porez), a

Paralelno je knez Miloš sproveo kolonizaciju zemlje, po principu da zemlju može držati seljak, ali samo ako je obrađuje, čime je povećan broj kolonista i obradivih površina, ali i izuzetno sitnih poseda, što je ograničavalo hipotekarno zaduživanje.

Za razvoj hipotekarnog kreditiranja od posebne važnosti bila je zaštita osiromašenih zemljoradnika od zelenaša i sprečavanje njihovog propadanja zbog dugova. Ukazom Kneza Miloša iz 1836. godine, kojim je regulisan minimum zemlje i imovine (okućnica sa kućom, dva vola, kola i krava) koja se ne može založiti za kredit, niti pleniti u slučaju neizmirenih dugova. Svakako, to je bila dragocena mera za tadašnji spas srpskog domaćina od zelenaša, ali je hipoteku učinila manje efikasnim instrumentom za naplatu potraživanja. Efektivan razvoj hipoteke čekao je povoljnije ekonomsko- socijalne uslove. Ovim Ukazom Kneza Miloša regulisano je i davanje zajmova iz crkvenog i fonda siročadi, što se smatra embrionom, odnosno pretečom prvih hipoteka u Srbiji. Vlasništvo nad zemljom je pravno sprovedeno i potvrđeno tapijama nešto kasnije, na osnovu Zakona o povraćaju zemlje 1839. godine i, konačno, Srpskim građanskim zakonikom iz 1844. godine⁴⁶³. To je značilo uređivanje pravnih odnosa i ogroman progres, jer bez vlasništva nepokretnosti nema ni hipotekarnog kreditiranja.

Pošto kreditiranje po prethodnom Ukazu nije zadovoljilo sve kreditne potrebe prvi put se uvodi kreditiranje zemljoradnika direktno iz državne kase. Pozitivna tekovina ove regulative je obavezna kontrola upotrebe datih kredita, mada je u praksi bilo dosta propusta. Zakon je propisao kao glavnu zalogu zemljište i seoske posede, čija je procena vršena komisijski, a zajam je mogao iznositi maksimalno do 75% procenjene vrednosti, što se smatra visokim standardom u ukupnom kreditnom razvoju. Kamatna stopa na ove zajmove je bila povoljna- svega 6% godišnje. Svakako, odobravanje zajmova iz državne blagajne nije bilo strategijski put razvoja hipotekarnog tržišta. S druge strane, zakon je bio kopija austrijskog zakonodavstva o kreditiranju, ali nije imao u vidu drugačiju privrednu i socijalnu strukturu ondašnje Srbije, sa malim seoskim posednikom i sitnim zajmovima.

Novi pristup odobravanju hipotekarnih kredita iz raznih javnih fondova vezuje se za 1858. godinu, kada su korisnici ovih kredita bili trgovci iz varoši, koji su ih koristili za preprodaju- zelenaško pozajmljivanje seljacima, pod daleko nepovoljnijim uslovima, koristeći njihovu neukost, tešku situaciju i izostanak državne kontrole⁴⁶⁴.

Zbog špekulacija, zloupotreba i slabe namenske kontrole zajmova iz državne kase, Knez Miloš je, Ukazom iz 1860. godine (posle samo dve godine), zabranio davanje hipotekarnih zajmova iz državne kase. Pošto je došlo do opšte prezaduženosti seljaka,

spahiji daju tzv. desetak-10% proizvedene robe. Seljaci su dobijali tapiju-potvrdu o zakupu, nisu bili vlasnici, ali su mogli da zemlju menjaju i poklanjaju uz saglasnost spahija. Nije bilo dozvoljeno podizanje objekata na obradivom zemljištu. Tek Građanskim zakonikom iz 1844. godine svako ko je do tada obrađivao zemlju postao je njen vlasnik.

⁴⁶² Dakle, sa transformacijom turskog feudalizma u liberalni kapitalizam, nastala je privatna svojina nad zemljom, kao pretpostavka hipotekarnog kreditiranja u mladoj Kneževini.

⁴⁶³ Savremena Srbija, nakon decenija pravnog diskontinuiteta, tek priprema usvajanje modernog Građanskog zakonika.

⁴⁶⁴ Pojam zelenaš je vezan za kreditiranje seljaka uz zalaganje useva u proleće, dok je žito zeleno, prihvatajući izvestan kreditni rizik, kakav će rod biti u jesen. Lihvarske kamate (100% i više), koje su bile apsolutno nesrazmerne riziku, obezbeđivale su beskrupuloznim zelenašima špekulativne zarade. U takvim okolnostima, seljaci su bili u nepovoljnijem položaju nego u vreme spahija (bili su slobodni, ali su postali robovi svojih zajmodavaca, jer su godinama radili samo da bi njima plaćali kamate).

koji su (istovremeno) poreski obveznici, država je pristupila odlaganju plaćanja dospelih kredita, uključujući i otpis potraživanja. Krediti iz državne kase, zbog birokratije i procedura, nisu bili naklonjeni zemljoradnicima, a nisu bili ni racionalni sa stanovišta države. Izostao je efikasan izvršni postupak kod naplate potraživanja, pa su krediti čas odlagani, pa otpisivani, i konačno, opraštani, što je štetilo državnoj kasi. Državna kasa (Praviteljstvena kasa Kneževine Srbije) je uzimana kao sredstvo solidarnosti i pomoći građanima u slučaju teškoća i nesreće, a manje kao striktna obaveza vraćanja, što je obeležje bankarskog kredita.

Dalji hipotekarni razvoj Srbije išao je u pravcu uspostavljanja kreditnih odnosa, jačanja institucionalnog hipotekarnog kreditiranja, mobilizacijom više izvora sredstava i uvođenjem novih hipotekarnih instrumenata.

9.2. Hipotekarni krediti i hipotekarne hartije od vrednosti Uprave fondova i Državne hipotekarne banke

a) Osnivanje, razvoj i reorganizacija Uprave fondova

Drugi period hipotekarnog razvoja označio je formiranje snažne kreditne ustanove, koja će koncentrisati i centralizovati sva sredstva iz raspoloživih javnih fondova, na osnovu kojih su mogući povoljni hipotekarni zajmovi. U tom cilju donet je Zakon o Upravi fondova 16. avgusta 1862. godine, koji se uzima kao rođendan hipotekarnog kredita u Srbiji. Ova institucija je osnivana kao nadležstvo pod Ministarstvom finansija, sa ciljem da upravlja poverenim javnim kapitalima i fondovima cele Srbije⁴⁶⁵. Država je jemčila za obaveze Uprave fondova. Ova nova institucija je imala jednostavnu organizaciju, bez filijala i agencija⁴⁶⁶.

Novim "Zakonom o davanju novaca pod interes iz kase Uprave fondova" od 24. avgusta iste godine, definisano je funkcionisanje Uprave fondova, kao i bliži uslovi za odobravanje kredita. Tada je postavljen kamen temeljac za istorijski razvoj srpskog bankarstva. Zakonom je standardizovana kamatna stopa po novoodobrenim zajmovima od 6%, pri čemu 5% pripada Upravi fondova, a 1% državnoj kasi, kao naknada za jemstvo i potencijalne rizike. Na osnovu Zakona, Uprava fondova je postala prva depozitna ustanova Srbije sa zadatkom da prikuplja kapital i fondove države i da sva raspoloživa sredstva ulaže u zakonom određene plasmane, odobravanjem jeftinih dugoročnih zajmova, u cilju podsticanja razvoja privrede⁴⁶⁷.

Pri odobravanju hipotekarnih zajmova vodilo se računa o ispunjavanju više uslova: (1) redosled podnošenja zahteva za iznose do 50.000 dinara, dok su veći zajmovi odobravani pošto se zadovolje zahtevi za manje iznose, (2) odobravanje zajmova samo

⁴⁶⁵ Zakon o Upravi fondova i druge relevantne zakone vezane za hipotekarno kreditiranje i emisiju hipotekarnih založnica, videti u: Arhiv SCG, fond br.125.

⁴⁶⁶ Detaljnije u "Organizacija Uprave fondova od 1862. do 1898". Arhiv SCG, fond br. 125, fas. br. 1, jed. opisa 1.

⁴⁶⁷ U to vreme Srbija je imala nešto više od milion stanovnika (još uvek preko 90% na selu), bila je siromašna poljoprivredna zemlja, sa nekoliko preduzeća vojne industrije, nekoliko mlinova i pivara, tekstilnom radionicom, staklarom i malim brojem topionica rude. Ne treba zaboraviti da je početkom XIX veka, gotovo svo stanovništvo živelo na selu, odakle su potekle obe dinastije i prvi činovnici.

na osnovu hipoteke prvog reda na nepokretna dobra, (3) maksimalni iznos zajma do 50% procenjene vrednosti nekretnine, (4) u slučaju da se kasnije iz prodane zaloge ne može naplatiti dospeo kredit, procenitelji (državni činovnici članovi komisije i predstavnik Uprave fondova, kao sekretar komisije) su, pored naknade materijalne štete, gubili i svoje zvanje⁴⁶⁸.

Uprava fondova je primala i privatne uloge na štednju. Pravilnikom je bilo propisano da štediša može podići svoj ulog samo dva puta godišnje (u maju i novembru), uz najavljuvanje isplate mesec dana unapred. U cilju finansijske stabilnosti, uvedena je još jedna mera, da štediša do 200 dinara dobijaju štedne knjižice, a preko tog iznosa obveznice Uprave fondova.

Za istorijski razvoj i stvaranje modernog finansijskog sistema i finansijskih instrumenata Srbije od posebnog značaja je 15. januar (Sretenje) 1874. godine kada je donet Zakon o izdavanju založnica Uprave fondova. Cilj ovog Zakona bilo je jačanje kreditnog potencijala Uprave fondova, na osnovu zakonskog ovlašćenja da, na osnovu odobrenih kredita, može emitovati hipotekarne založnice u maksimalnom iznosu od 12 miliona dinara ili francuskih franaka, sa kamatnom stopom 6% godišnje. Za ove založnice garantovala je država. Nominalni iznos založnica je bio u većim apoenima (1000, 500 i 100 dinara). Rok za isplatu ukupne emisije založnica je iznosio dvadeset tri i po godine i bio je jednak rokovima hipotekarnih zajmova. Pošto domaće tržište kapitala praktično nije egzistiralo, ove hipotekarne založnice bile su namenjene inostranom tržištu (Austrougarskom), od koga je Srbija u to vreme bila zavisna, a o njenim ekonomskim mogućnostima nisu postojale informacije u drugim državama, pa prva emisija založnica nije uspeła. Ipak bio je to bitan pravac razvoja Uprave fondova u smislu moderne hipotekarne institucije- banke.

Uprava fondova je sve do pred kraj XIX veka bila, više depozitna institucija, a manje hipotekarna institucija. Obim odobrenih hipotekarnih kredita bio je u granicama dobijenih sredstava, što nije moglo zadovoljiti zahteve privrede i stanovništva. U tom cilju, 1871. godine donet je *Zakon o osnivanju okružnih štedionica*, kako bi se iz jeftinijih izvora omogućilo povoljnije hipotekarno kreditiranje seljaka iz lokalne sredine⁴⁶⁹. Izvori sredstava ovih štedionica činili su svi fondovi i kapitali koji su pripadali teritoriji okruga, uključujući i ranije uložena sredstva kod Uprave fondova. Aktivni bankarski poslovi štedionica odnosili su se na odobravanje kredita na bazi hipoteke do 2/3 (66,66%) procenjene vrednosti, sa kamatnom stopom od 7% godišnje i rokom od 6 do 36 meseci. Formiranje okružnih štedionica imalo je krajnje negativne posledice po Upravu fondova, zbog obaveze prenošenja značajnih sredstava na štedionice. Poseban značaj, svakako, ima osnivanje Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije, kao privatnog akcionarskog društva, 1883. godine, čija je delatnost bila usmerena na kratkoročno

⁴⁶⁸ To je bila pozitivna praksa (koja bi se mogla poželeti i u savremenim uslovima), ali je problem bio što procenjivače nije birala Uprava fondova, nego zajmotražilac, mada je ta procena morala biti overena i podvrgavana je reviziji pre odobravanja zajma.

⁴⁶⁹ Okružne štedionice, pod nadzorom Ministarstva finansija, formirane su u Čačku, Užicu, Kruševcu, Krugujevcu, Smederevu, Nišu i Vranju.

kreditiranje trgovine i industrije, dok su seljaci bili upućeni na štedionice, privatne banke i druge kreditore⁴⁷⁰.

Nešto kasnije, Zakonom iz 1894. godine ukinute su sve okružne štedionice, zbog velikih nenaplativih potraživanja i nelikvidnosti, a njihovu aktivu i pasivu preuzela je Uprava fondova. Istovremeno, sazrevala je ideja o promeni statusa Uprave fondova u moderan hipotekarni zavod, po uzoru na razvijene zemlje.

Tržišna reorganizacija Uprave fondova Srbije (1898-1918) predstavljala je period svojevrstne harmonizacije pravne regulative sa najboljom stranom praksom u cilju stvaranja snažne institucije– hipotekarnog zavoda koji će, nekretnine (imobilije) transformisati u snažnu mobilnu bazu novog hipotekarnog kreditiranja, a zatim kroz proces refinansiranja, emisijom hipotekarnih založnica pribaviti dugoročni kapital od stranih investitora.

Realizacija ovog velikog cilja, ostvarena je donošenjem "Zakona o uređenju Uprave fondova" od 8. jula 1898. godine⁴⁷¹. To je bio epohalan pravni akt za razvoj pravog hipotekarnog zavoda- banke⁴⁷². U tom smislu, kao glavne karakteristike novih zakonskih rešenja ističemo: (1) promenjen pravni status, iz državnog nadležstva u hipotekarnu kreditnu ustanovu, odnosno banku, (2) formiranje autonomne ustanove, sa nezavisnim upravnim odborom⁴⁷³, po čemu je Uprava fondova dobila karakter privrednog preduzeća, pod nadzorom Ministarstva Narodne privrede, (3) definisanje novih hipotekarnih zajmova na bazi nekretnina, procena zaloge, ovlašćenje o izdavanju založnica i obveznica, na podlozi datih hipotekarnih i komunalnih kredita, (4) utvrđivanje specijalnih prava i povlastica Uprave fondova.

Osnovne privilegije Uprave fondova su bile da: (1) država i dalje jamči za njene obaveze u slučaju eventualnog gubitka, (2) na bazi odobrenih dugoročnih kredita može emitovati svoje založnice i obveznice, koje imaju tretman državnih hartija od vrednosti, (3) ovlašćenje da sprovodi izvršni postupak naplate svojih potraživanja, preko svojih organa,

⁴⁷⁰ Prema Izveštaju DHB za 1937. godinu, ukupno 75 privatnih kreditnih institucija imalo je uplaćeni kapital u iznosu od samo 20 miliona dinara, a davale su hipotekarne kredite uz više kamate od državnih (9- 12%), ali višestruko niže od neformalnih (zelenaških) kamata. Napominjemo da su dva domaća, najveća beogradska zavoda, osnovana 1882. godine ("Beogradska zadruga" i "Vračarska zadruga") imali odseke za osiguranje života i imovine od požara. Iste banke osnovana je prva strana banka "Srpska kreditna banka" od strane bečke "Länderbanke", a 1910. godine filijala "Praške kreditne banke" i filijala "Francusko- srpske banke" (koja je plasirala u Parizu založnice Uprave fondova).

⁴⁷¹ Videti Arhiv Srbije i Crne Gore, fond broj 125, fascikla br. 1, jedinica br. 1.

⁴⁷² Postojala je i akcionarska Hipotekarna banka trgovačkog fonda (HBTF), koja je raspolagala manjim sredstvima i davala kredite na nepokretnosti samo u varošima i do 2/3 procenjene vrednosti, zbog lakše naplate u slučaju prinudne prodaje. UF je kreditirala i seljake, ali samo u centrali u Beogradu i to do 1/2 vrednosti nekretnine, što je uz komplikovanu dokumentaciju i visoke prethodne troškove činilo kredit nedostupnim. Banke su morale imati pravnu formu A.D., dok se visina kapitala nije postavljala kao uslov, tako da je srpsko bankarstvo bilo usitnjeno, zbog zelenašenja, pravilo više štete nego koristi, kako svojim retkim hipotekarnim dužnicima, tako i ukupnoj privredi. Kukla, S. (1924) Razvitak kreditne organizacije u Srbiji (do Svetskog rata)- ekonomsko istorijska studija. Hrvatski štamparski zavod dd. Zagreb. str. 61.

⁴⁷³ Na načinu izbora, strukturi, stručnosti i nezavisnosti članova Upravnog odbora mogla bi pozavideti današnja praksa korporativnog upravljanja. Upravni odbor je imao devet članova, uključujući upravnika Uprave fondova, koji je bio predsednik, a postavljan je Kraljevim ukazom, na predlog nadležnog Ministra. Ostale članove su birali Narodna banka dva, Državni savet, Kasacioni sud i Univerzitet po jednog, a ovih pet članova su sami birali ostalu trojicu.

(4) u slučaju stečaja, izuzimanje hipoteka iz stečajne mase, (5) pravo da izdaje naredbe izvršnim i policijskim organima prilikom realizacije hipoteka.

Zakon je omogućio tri grupe izvora sredstava: fondovi i kapitali javnih tela, privatni ulozi i sredstva pribavljena na tržištu kapitala, izdavanjem bančnih založnica i obveznica.

Sredstva javnih fondova i kapitala imala su relativno konstantan priliv, što je omogućavalo kontinuirane plasmane dugoročnih zajmova, uz očuvanje likvidnosti. Ova sredstva su, u suštini, zamenjivala osnovni kapital Uprave fondova⁴⁷⁴.

Privatni ulozi na štednju, mahom kratkoročnog karaktera, nisu obezbeđivali pokriće dugoročnih hipotekarnih i komunalnih zajmova.

Emisije založnica i obveznica su, teorijski, mogle biti realizovane u neophodnom iznosu, u duhu principa hipotekarnog poslovanja. Međutim, prilike u zemlji su diktirale dinamiku emisije ovih finansijskih instrumenata. Pri tome, posebno ističemo da je Uprava fondova, bila prva i jedina srpska kreditna ustanova (do I svetskog rata), koja je svoje hartije od vrednosti plasirala na stranom tržištu.

Prva emisija "5% založnica Uprave fondova", posle njenog reorganizovanja, usledila je 1. maja 1899. godine, ali je puštanje u opticaj prve tranše, u ukupnom iznosu od 500 hiljada dinara u zlatu, realizovano tek 1. maja 1903. godine⁴⁷⁵. Apoenska struktura je bila od 100, 500 i 1.000 dinara, a rok amortizacije 32 godine (najduži rok hipotekarnog kredita), uz puštanje u opticaj postepenom prodajom na berzi. Založnice su glasile na donosioca i, u suštini, su bile predstavnik dela hipotekarnih zajmova u njihovoj osnovi, odnosno hipotekarni poverilac dužnika Uprave fondova. Ceo iznos ove prve tranše upisan je za samo 17 dana i to isključivo na domaćem tržištu.

Založnice u zlatu Uprave fondova bile su najsuperiornija i najsigurnija hartija od vrednosti, zbog višestrukog garantovanja: dugoročnim zajmovima na bazi nepokretnosti i rezervnim fondom Uprave fondova, plus garancije države za sve obaveze Uprave fondova (član 4. Zakona). Njihova privlačnost bila je dodatno pojačana oslobađanjem svih taksa, dažbina i poreza (tako da vlasnici dobijaju svih 5% kamate, dok se ista kamata na štednju umanjivala za 0,6% poreza), što znači veći i stalni prinos (za 14 godina duplirao se kapital, kroz kamatu). Dalje prednosti su bile visoka likvidnost i laka utrživost, kroz kontinuirano trgovanje na Beogradskoj berzi, mogućnost zalaganja radi dobijanja kredita kod novčanih ustanova, uključujući i Privilegovanu Narodnu banka Kraljevine Srbije. Zbog poverenja na stranim berzama ove založnice su bile jedina srpska državna hartija od vrednosti, koja postiže višu cenu od svoje nominalne vrednosti.

Povoljni odnosi sa inostranim- evropskim finansijskim tržištem omogućili su Prvi inostrani zajam Uprave fondova 1910. godine, na bazi emisije založnica, sa Francuskom bankom za trgovinu i industriju u Parizu. Ukupan iznos zajma je bio 30 miliona franaka, kamatna stopa 4,5% godišnje, emisioni kurs 83%, a rok amortizacije 50 godina. Ukupno je

⁴⁷⁴ Ranije je Uprava fondova bila najviše ugrožena, kada su joj oduzimani ovi kapitali (od državne kase, okružnih štedionica i slično).

⁴⁷⁵ Uprava fondova se te (1903) godine preselila iz prostorija u Knez Mihailovoj ulici u svoju novu velelepnu palatu na Trgu Republike u Beogradu, koja je oivičena sa četiri ulice. Posle Drugog svetskog rata, 1950. godine, u tu zgradu useljen je Narodni muzej.

emitovano 60.000 založnica pojedinačne nominalne vrednosti od 500 franaka, koje su glasile na donosioca i kotirane su na Pariskoj berzi.

Efektivan iznos ovog zajma iznosio je 24,9 miliona franaka, a uplaćen je odmah u celini Upravi fondova, koja je tim sredstvima podržala svoju likvidnost, a glavni deo plasirala u dugoročne hipotekarne zajmove (najviše u Beogradu), a zatim u komunalne zajmove.

Ova emisija je uspešno realizovana, ali je nosila niži emisioni kurs založnica u odnosu na ostale srpske državne hartije od vrednosti na evropskim berzama, čiji je emisioni kurs bio preko 90%. Uprava fondova je, na taj način, platila ulaznicu za evropsko tržište kapitala.

U Srbiji toga doba, inostrano zaduživanje ocenjivano je kao celishodniji i racionalniji metod pribavljanja stranog kapitala, nego osnivanje novih ustanova sa stanim kapitalom u formi akcionarskog društva (na strani zajam plaća se samo kamata, a akcije nose dividendu i sav profit u inostranstvo)⁴⁷⁶.

Uprava fondova je 1913. godine, sa konzorcijumom banaka u Parizu, zaključila novi zajam od 30 miliona franaka. Osim avansa od 5 miliona franaka, ugovor nije realizovan zbog skorog objavljivanja Prvog svetskog rata⁴⁷⁷.

Poslovanje Uprave fondova u novoj državi – Kraljevini Srba, Hrvata i Slovenaca (1918-1922) zahtevalo je postojanje jedne centralne privilegovane hipotekarne ustanove veće države (13 miliona stanovnika)⁴⁷⁸. Došlo se do zajedničke ocene da jedino srpska Uprava fondova, po svojoj organizaciji, obimu poslovanja i dostignutom stepenu razvoja može da ostvari zahtev za novim aktivnim poslovanjem, kao nosilac hipotekarnog kredita u Kraljevini SHS. Uprava fondova je u novoformiranoj državi nastavila rad bez ikakvih akata, zakonskih propisa i slično, već po svom faktičkom potencijalu.

Proširenje delovanja Uprave fondova na novu državnu teritoriju (pet puta veću od predratne Srbije), zahtevalo je suštinsku transformaciju i novi profil centralnog bankarsko- hipotekarnog zavoda mešovitog tipa.

b) Državna hipotekarna banka Kraljevine SHS (1922 - 1946)

“Zakonom o izmenama i dopunama u Zakonu o uređenju Uprave fondova Kraljevine SHS.”, tek od 30. marta 1922. godine, proglašena je Uprava fondova za Državnu hipotekarnu banku Kraljevine SHS⁴⁷⁹.

Glavne reforme, postavljene Zakonom, odnosile su se na tri oblasti: (1) proširenje delokruga rada Državne hipotekarne banke (DHB) na ukupnu teritoriju nove države, (2)

⁴⁷⁶ U periodu 1883-1910.nije bilo stranog kapitala u srpskom bankarstvu, uključujući i nacionalnu emisionu banku, osnovanu akcionarskim domicilnim kapitalom. Od 1910. godine francuske, nemačke, mađarske i češke banke ulažu svoj kapital u domaće banke ili otvaraju svoje filijale u Srbiji. Slična tendencija segmentnog razvoja beleži se nakon 2000. godine, što je dokaz da se istorija ponavlja.

⁴⁷⁷ Tokom rata, Uprava fondova je radila kao kancelarija Ministarstva finansija na Krfu, izvršavajući obaveze prema stranim poveriocima, dok je bio uveden moratorijum plaćanja po kreditima Uprave fondova, radi zaštite dužnika.

⁴⁷⁸ Detaljnije u “Državna hipotekarna banka (pređe Uprava fondova) od 1918. do 1938. godine”. Arhiv SCG, fond br. 125. Fascikla br. 1, jedinica opisa 1.

⁴⁷⁹ Zapaža se da je, pravno posmatrano, i dalje bio na snazi Zakon o uređenju Uprave fondova Srbije iz 1898. godine, ali su njegovim izmenama i dopunama obuhvaćene sve izmene i dopune koje su u međuvremenu, tokom četiri godine postojanja nove države, u praksi sprovedene. Arhiv SCG, fond br. 125. Fascikla br. 1, jedinica opisa 1.

proširenje delokruga bančinog poslovanja, uvođenjem kratkoročnih poslova, neutralnih bankarskih poslova, kao i širenjem delokruga dugoročnih poslova, (3) prilagođavanje administrativne i tehničke organizacije Banke novim poslovima i okolnostima.

Državna hipotekarna banka je posebno razvila dve vrste poslova na strani aktive, a to su kratkoročni i dugoročni plasmani, koji su odgovarali karakteru obrtnih sredstava na strani pasive Banke. Detaljna struktura (ukupno dvadeset), aktivnih i pasivnih poslova utvrđena je Zakonom, a odnosila se na pravo Banke da:

1. rukuje svim državnim i drugim javnim fondovima, kao i pupilnim i depozitnim kapitalima cele Kraljevine,
2. prima pod interes sredstva u gotovom novcu na uložne knjižice, na blagajničke zapise koji nose interes i na tekuće račune,
3. daje zajmove na zalozi nepokretnih imanja-dobara na teritoriji cele Kraljevine,
4. daje zajmove oblastima, okruzima, srezovima i opštinama na zalogu prireza i prihoda,
5. daje zajmove u cilju meliorizacije zemljišta vodnim i zemljoradničkim zadrugama, kao i za banjska zemljišta i zgrade,
6. obavlja poslove žiro i tekućih računa, izdavanja čekova, uputnica ili akreditiva,
7. kupuje i prodaje hartije od vrednosti za svoj i tuđ račun,
8. prima na čuvanje gotov novac, hartije od vrednosti i druge vrednosti,
9. na osnovu zajmova može izdavati založnice i obveznice,
10. eskontuje svoje izvučene založnice i obveznice kao i njihove kupone, kojima je rok isplate najdalje kroz pola godine,

Značajno je unapređen i modernizovan sistem korporativnog upravljanja (DHB) na čelu sa Upravnim odborom od 11 članova, koje bira šest različitih institucija, i to: 5 članova Narodna skupština, 2 člana Privredni savet, a po 1 člana Narodna banka (iz reda trgovaca), Državni savet, Pravni fakultet Beogradskog univerziteta i upravnik Državne hipotekarne banke.

Upravni odbor Banke je utvrđivao strategiju, poslovnu politiku, organizaciju i sistematizaciju, birao, postavljao i unapređivao zaposlene u Banci. Poseban značaj dat je nadzoru nad radom Banke, preko posebnog organa- Kontrolnog odbora.

Poslovna mreža Banke je znatno proširena i decentralizovana, a činile su je glavne filijale i agencije.

Ova razvojna etapa može se podeliti na dva subperioda: (1922.- 1927.) period obnove zemlje i posebno uništenog Beograda i (1927.-1940.) period intenzivnog razvoja bankarskog poslovanja, hipotekarnog tržišta i privredne ekspanzije.

U periodu 1923.- 1927. godine DHB je dobila kredite od švajcarskog bankarskog društva iz Bazela i to:

- 1923.- kratkoročni zajam od 5 miliona švajcarskih franaka, na bazi svojih založnica, sa rokom vraćanja od 3 godine i kamatnom stopom od 6% godišnje,
- 1924.- od 15 miliona švajcarskih franaka, na podlozi 7% založnica DHB, sa rokom otplate od 12 godina, uz emisioni kurs zajma od 89%⁴⁸⁰,
- 1926.- novi avans od 6 miliona švajcarskih franaka, sa rokom od 4 godine,
- 1927.- zajam od 10 miliona švajcarskih franaka, na podlozi 7% založnica DHB, sa rokom otplate od 12 godina (isti uslovi kao i prethodni zajam)⁴⁸¹.

Sa poboljšanjem stanja na svetskom finansijskom tržištu i jačanjem konkurencije, DHB je bila u prilici da bira ponude stranih zajmova, pa je 1927. godine obezbeđen plasman založnica DHB i na američko tržište kapitala, odnosno zaključen zajam, posredstvom Njujorške banke J&V Seligman & co.

Ovaj zajam je bio u nominalnom iznosu od 12 miliona dolara, na bazi zaloge zlatnih založnica⁴⁸², sa amortizacionim periodom od 30 godina i kamatnom stopom od 7%, uz emisioni kurs od 87%, efektivni zajam 10,53 miliona dolara i dodatnu povoljnost da se zajam može isplatiti i pre roka, što kod ranijih zajmova nije bilo moguće. Ceo Seligmanov zajam otkupila je Narodna banka za svoje devizne rezerve. Posebno se ističe da je ovaj američki zajam DHB bio znatno povoljniji od oba ranija švajcarska zajma, kao i u odnosu na sve državne zajmove koje je Kraljevina SHS, zaključila u inostranstvu u periodu između svetskih ratova.

DHB je zaključila i dugoročni zajam u Švajcarskoj sa Međunarodnom hipotekarnom bankom iz Bazela 1931. godine od 2,5 miliona švajcarskih franaka, sa rokom vraćanja od 15 godina.

Banka je nastojala da relaksira obaveze svih hipotekarnih dužnika, kroz permanentan proces snižavanja kamatne stope: od konverzije 12% u 10% hipotekarnih kredita u kamatu od 9% navedenom Seligmanovom zajmu, do 6% 1931. godine, dok je po zemljoradničkim kreditima kamatna stopa snižena na 4,5%.

U periodu 1922-1940. godine beleži se rast ukupnog poslovanja Banke (na osnovu godišnjih izveštaja o poslovanju DHB)⁴⁸³. Pored nepovoljnog razvoja međunarodnih odnosa, DHB je i u 1940. godini nastavila liniju kontinualnog razvoja po, širini (vrste poslova), kao i po dubini (obim poslova). Najbolji pokazatelj toga je ukupan bilans koji je u 1940-oj godini dostigao 29,2 milijarde, u odnosu na prethodnu godinu kada je iznosio tačno upola manje, 14,6 milijardi dinara. Po obimu svojih sredstava i plasmana Banka je u 1940. godini bila vodeća finansijska institucija u Kraljevini SHS-a.

⁴⁸⁰ Ugovor o 7% zajma iz 1924. godine sa Societe de Banque Suisse iz Bazela, Arhiv SCG. fond br. 125, fascikla br. 464.

⁴⁸¹ Ugovor o 7% Seligmanovog zajma iz 1927. godine (sa prepiskom). Arhiv SCG, fond br. 125, fascikla br. 462.

⁴⁸² Založnica (zlatna) iz 1927. god. od 1000 švajcarskih franaka. Arhiv SCG, fond br. 125, fascikla br. 464.

⁴⁸³ Treba istaći da je Banka svake godine, uključujući i ratne, objavljivala svoje godišnje izveštaje o radu i to na srpskohrvatskom, francuskom i engleskom jeziku. Svoj prvi izveštaj o radu sa bilansima stanja i uspeha Uprava fondova je objavila 1900. godine, za poslovnu 1899. godinu. Izveštaji o poslovanju DHB za odnosne godine. Arhiv SCG. Fond br. 125, fascikla br. 1.

DHB je, odnosom prema štedišama, zadobila široko poverenje građana, a odnosom prema dužnicima, u pogledu smanjivanja tereta otplate, dala ogroman doprinos razvoju hipotekarnog tržišta i ukupne privrede.

Posebno ističemo da je tokom poslednje godine poslovanja u miru, postojala povoljna konjunktura na tržištu nekretnina, što je DHB iskoristila da skoro u potpunosti rasproda bivša dužnička imanja (hipoteke), koja je ranije preuzela od neurednih platiša po hipotekarnim zajmovima. DHB je krajem 1936. godine bila najveći "kućevlasnik", čija je bilansna vrednost nekretnina oduzetih od hipotekarnih dužnika iznosila 217,5 miliona dinara⁴⁸⁴. Posebna karakteristika razvoja, je povećanje transparentnosti Banke i primena elemenata modernog marketinškog pristupa.

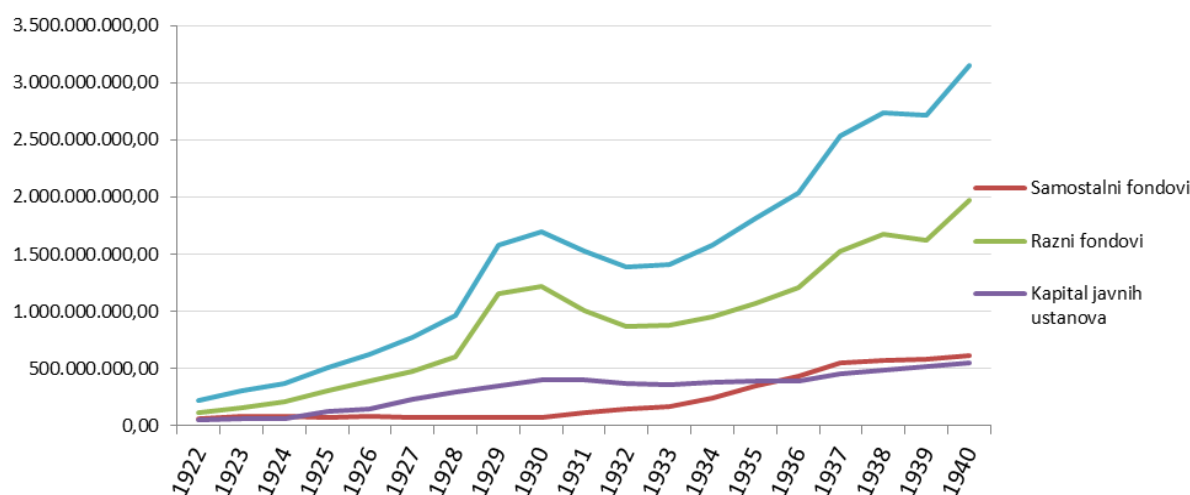
Drugi svetski rat (1941.- 1945.), bio je završni čin funkcionisanja DHB, kao najstarije i najveće finansijske institucije Kraljevine Jugoslavije, koja je 1946. godine i zvanično ugašena.

Uoči Drugog svetskog rata hipotekarno tržište Kraljevine Jugoslavije dostiglo je visok nivo razvijenosti, sa DHB kao vodećom kreditnom institucijom.

Strukturu kreditnih institucija 1940. godine činila su tri sektora: državni, privatni i zadružni. Nezainteresovanost i nepouzdanost privatne inicijative primorale su državu da direktno organizuje bankarski sektor i hipotekarno tržište.

Državni sektor obuhvatao je pet novčanih zavoda na celoj teritoriji države: (1) dva državna novčana zavoda (DHB i Poštanska štedionica), (2) tri poludržavne privilegovane banke, sa posebnom namenom i sa snažnim akcionarskim učešćem države: Narodna banka, Privilegovana agrarna banka i Zanatska banka, (3) oko 60 komunalnih štedionica lokalne samouprave.

Krucijalna uloga i doprinos DHB bilo je u obezbeđivanju rastu sredstava za odobravanje povoljnijih hipotekarnih kredita seljacima, da bi refinansirali svoje nagomilane dugove kod akcionarskih banaka i privatnih lica - zelenaša.

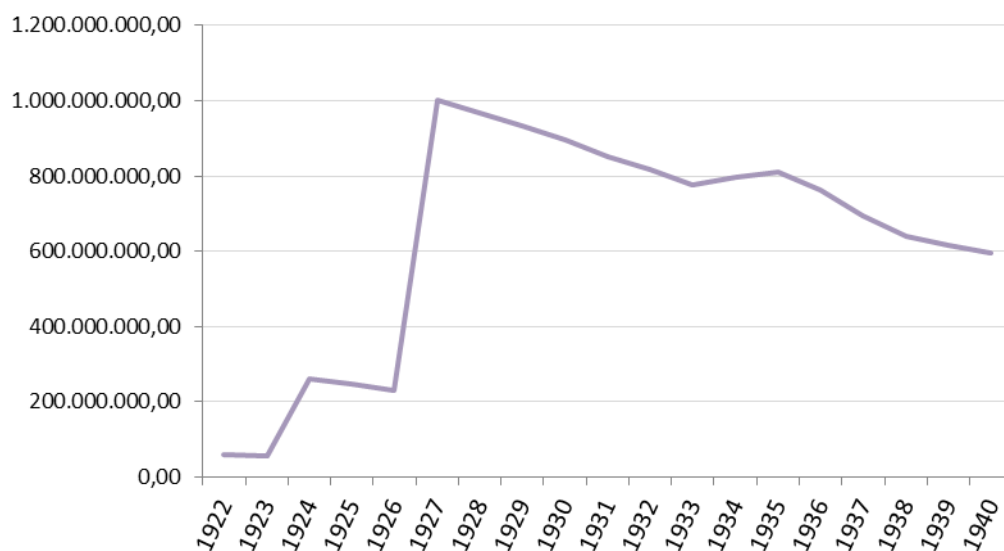


Slika 55: Kretanje sredstava fondova i javnih kapitala u DHB (u din.)

Izvor: Izveštaj o poslovanju DHB za 1940.godinu, str. 20

⁴⁸⁴ Kemira, A. (1937) Uvođenje etažne svojine kod nas. Ekonomsko- finansijski život. Beograd. br. 76-77. str. 186.

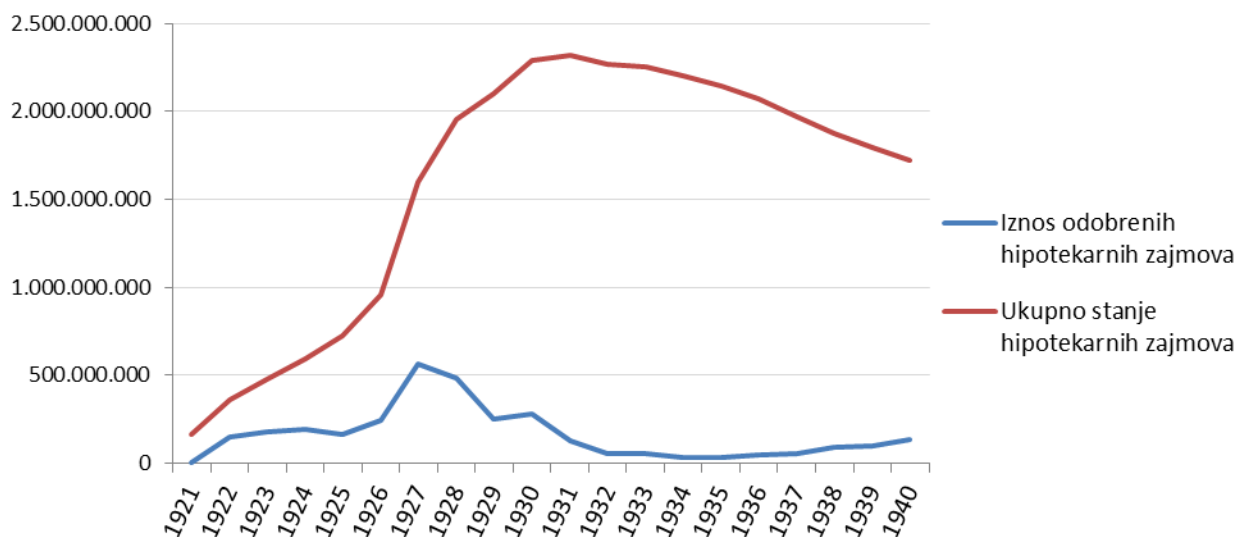
Privatni sektor u Kraljevini Jugoslaviji činio je oko 600 privatnih akcionarskih banaka mešovitog tipa, od čega je najveći broj malih banaka bio u Srbiji. Osnovne izvore sredstava ovih banaka činili su štedni ulozi i depoziti po viđenju, koji su usmeravani u kratkoročne kredite i akcije u industrijska preduzeća, dok su bili manje zainteresovani za dugoročne hipotekarne kredite. DHB je emitovala svoje dugoročne HoV, što ilustruje sledeća slika.



Slika 56: *Opticaj založnica i obveznica DHB*

Izvor: Izveštaj o poslovanju DHB za 1940.godinu, str. 22

Dok je vrlo mali broj privatnih banaka poslovao po standardima i principima banaka razvijenih zemalja, DHB je bila pravi i najveći hipotekarni kreditor.



Slika 57: *Kretanje dugoročnih hipotekarnih zajmova u DHB do 1940. godine*

Izvor: Izveštaj o poslovanju DHB za 1940.godinu, str. 15

9.3. Vrednovanje pravne tradicije i efektivnosti tržišta

Da bi se odgovorilo na pitanje da li je DHB ostvarila postavljene ciljeve i zadatke, imajući u vidu da nivo opšteg privrednog i finansijskog razvoja, kao i prevazilaženje posledica Velike depresije, može se videti i primenjujući *bilansni metod analize*, analize njenog bilansa stanja i bilansa uspeha. Bilansne pozicije pokazuju sledeće stanje (31.07.1940. godine):

I Pasivni poslovi- sredstva

Poslovna sredstva DHB formirana su iz različitih izvora: sredstva javnog karaktera, štednja i tekući računi fizičkih i pravnih lica, emisija svojih hipotekarnih založnica, sopstvena sredstva.

Ukupna sredstva, DHB iznosila su 12,1 milijardi dinara, i to:

- uložni javnog karaktera čine 2,9 milijardi, dinara na koje se plaća kamata, kao po ulozima na štednju (4% godišnje),
- uložni po štednim knjižicama i tekućim računima, kao dominantan izvor, čine 7,3 milijardi dinara, uz kamatu na štednju od 4%, a na tekuće račune 2% godišnje,
- emisija založnica i obveznica, kao i zaključenje kratkoročnih kredita u inostranstvu, što ukupno iznosi 721 milion dinara,
- pošto banka nema akcijski kapital sopstvena sredstva čine rezervi fond, fond amortizacije i osiguranja bančinih zgrada, što ukupno iznosi 474 miliona dinara.

II Aktivni poslovi- krediti

Banka je razvila više vrsta kratkoročnih i dugoročnih kredita i time uspostavila složeniju strukturu od obične hipotekarne banke.

- dugoročni zajmovi odobravani privatnim, fizičkim i pravnim licima, državi i samoupravnim telima, u ukupnom iznosu od 3,7 milijardi dinara.
- fizičkim i pravnim licima davani hipotekarni zajmovi na osnovu hipoteke na nekretnine u varošima uz kamatnu stopu od 6,5% godišnje i rokom vraćanja 10 godina.
- državi i samoupravnim telima odobravani dugoročni zajmovi na osnovu nepokretnih imanja, prireza i prihoda i budžetom garantovanih anuiteta, na rok od 10- 20 godina i kamatnu stopu od 7% godišnje.
- kratkoročni krediti u ukupnom iznosu od 5,8 milijardi dinara davani su po više vrsta bankarskih zajmova- menični, hipotekarni, lombardni, na osnovu garantovanih hartija od vrednosti od strane države i dr.
- finansijska participacija, odnosno direktno učešće u kapitalu državnih industrijskih preduzeća. Vrednost akcija ovih preduzeća u bančinom vlasništvu, na račun hartija od vrednosti iznosila je 1,2 milijardi dinara.

III Neutralni poslovi obuhvataju operacije prijema, izdavanja garancija, kaucija i ostava

- Po nalogu svojih klijenata banka je kupovala i prodavala hartije od vrednosti na domaćim berzama.
- Banka je obavljala i funkciju finansijskog agenta (organizatora upisa) za emisiju 5% državnog zajma od jedne milijarde dinara (1935. godine), kao i za 6% zajma za javne radove i zemaljsku odbranu od 4 milijarde dinara, koji je predstavljao najveću finansijsku operaciju u Srbiji do tada. DHB je ostvarivala i ulogu garanta, zajedno sa Poštanskom štedionicom, za upis prvih državnih blagajničkih zapisa (1936. godine).

Na osnovu prethodno iznetih istorijskih stavova i bilansnih činjenica može se predočiti nekoliko konstatacija odnosno zaključaka:

1. DHB je pružala najpovoljnije uslove domaćim štedišama, kako u pogledu visine kamatnih stopa, tako i sigurnosti (bančine rezerve, državno jemstvo za sve bančine obaveze), zbog čega je štednja činila dominantan izvor sredstava banke.
2. Banka je na tržištu kapitala imala vodeću ulogu i pružala najpovoljnije uslove (ne zanemarujući bonitet zajmotražioca) hipotekarnih plasmana, što proizilazi iz njenog pravnog statusa kao državnog bankarskog preduzeća, čiji cilj nije ostvarenje profita, već doprinos privrednom razvoju, uz snažnu socijalnu ulogu banke i zaštitu ulagača, ali i razumevanje pozicije dužnika u kriznim situacijama.
3. Rapidan razvoj DHB u posmatranom periodu rezultat je poverenja ulagača i kontinuelnog uvećanja priliva sredstava iz domaćih izvora⁴⁸⁵, dok su sredstva inostranog porekla činila nešto iznad 5%.
4. U 1940. godini stalna promena strukture- odnos između stranih i domaćih izvora sredstava vodila je stalnom smanjenju plaćanja kamata inostranstvu za pozajmljena sredstva. Dok je 1929. godine inostranstvu isplaćeno, na ime kamata, 73 miliona dinara ili 47,2%, dotle je 1940. godine inostranstvu na ime kamate isplaćeno svega 5% (6.382 dinara), a domaćim štedišama 122. 887 dinara ili 95%, što ilustruje tabela 15.

Kao što se vidi, smanjenja kamatnih troškova prema inostranstvu imalo je pozitivan odraz na smanjenja kamata po hipotekarnim zajmovima koje DHB daje građanima i domaćoj privredi. Oslonac na jeftinije domaće izvore štednje imao je pozitivan efekat i na platni bilans zemlje, kroz uštedu u devizama, kao i na uvećanje nacionalnog dohotka, kroz efektivne isplate kamate domaćim štedišama.

Prezentirani bilans stanja pokazuje da kreditni potencijal banke (aktiva) zavisi od sredstava (pasive) kojima banka raspolaže.

Osnovne izvore sredstava DHB činili su: tekući računi, fondovi povereni na rukovanje, javni kapitali, privatni kapitali-ulozi na štednju, hartije od vrednosti- založnice i obveznice, zajmovi emitovani na strani, sopstveni fondovi i drugo.

Osnovne plasmane DHB činili su dugoročni i srednjoročni krediti- hipotekarni i komunalni, kratkoročni zajmovi (lombard, eskont menica i dr.), krediti po tekućim računima- privredi i državi, plasmani u hartije od vrednosti i drugo, kasena gotovina i blagajnički zapisi.

⁴⁸⁵ O potpunom poverenju klijenata svedoči razvoj poslova DHB posle Velike depresije.

Na osnovu godišnjih izveštaja DHB dajemo prikaz plaćenih kamata na sredstva pribavljena u zemlji i inostranstvu.

Tabela 15: *Isplata kamata DHB po sredstvima pribavljenim u zemlji i inostranstvu (u 000 din.)*

Godina	Plaćena kamata za domaća sredstva		Plaćena kamata na strana sredstva		Ukupno	
	Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
	1	2	3	4	5 = 1+3	6 = 2+4
1915/19 (5 god.)	22.773	62,1	13.899	37,9	36.672	100
1920	6.026	65,9	3.112	34,1	9.138	100
1921	10.507	77,3	3.091	22,7	13.598	100
1922	18.082	85,5	3.048	14,5	22.130	100
1923	25.163	80,4	6.107	19,6	31.270	100
1924	33.540	63,7	19.133	36,3	52.673	100
1925	35.649	62,9	20.997	37,1	56.646	100
1926	43.817	69,9	19.113	30,4	62.930	100
1927	64.406	57,7	47.105	42,3	111.511	100
1928	96.543	58,2	69.452	41,8	165.995	100
1929	81.808	52,8	73.099	47,2	154.907	100
1930	103.833	60,7	67.081	39,3	170.914	100
1931	137.275	70,1	58.338	29,9	195.613	100
1932	167.023	77,2	49.348	22,8	216.371	100
1933	177.484	81,4	40.554	18,6	218.038	100
1934	178.678	81,6	40.158	18,4	218.636	100
1935	179.088	80,4	43.442	19,6	222.530	100
1936	174.810	88,5	22.715	11,5	197.525	100
1937	203.987	89,3	24.430	10,7	228.417	100
1938	220.787	97,9	4.660	2,1	225.447	100
1939	230.701	93,2	16.983	6,8	247.684	100
1940 (31.7)	122.887	95,0	6.382	5,0	129.269	100
Svega (prosek)	2.334.867	78,1	652.247	21,9	2.987.914	100

Izvor: Godišnji izveštaji DHB

Godišnji finansijski rezultat rada DHB iskazan je kroz ostvarenu čistu dobit u bilansu uspeha, kao razlika prihoda i rashoda.

Naša dosadašnja retrospektivna analiza i svodna ocena naših istraživanja su prikazale istorijski nastanak hipotekarnog kredita kao najstarijeg kredita na prostorima Srbije, njegovu pravnu prirodu i neprekidno usavršavanje, mehanizmima regulacije praćeno kroz istorijski razvoj zakonske i druge regulative. Svakako, osnovu za nastanak hipoteke, zaštite označio je Ukaz Kneza Miloša iz 1836. godine, a pravno utemeljenje privatne svojine, postavio je Srpski građanski zakonik iz 1844. godine⁴⁸⁶.

⁴⁸⁶ U savremenoj Srbiji sličan akt se nalazi u fazi prednacrtala

Činjenice jasno govore da je zakonsko regulisanje nastanka i funkcionisanja specijalizovanih državnih hipotekarnih institucija (Uprave fondova, kasnije Državne hipotekarne banke), kao i razvoj finansijskih emisija instrumenata (hipotekarni kredit i založnica) bilo od suštinskog značaja za uspeh hipotekarnog tržišta.

Pred početak Drugog svetskog rata, DHB je bila vodeća nacionalna finansijska institucija, svrstavana među najuspešnije hipotekarne institucije toga doba, u evropskim razmerama.

Analiza je jasno pokazala neraskidive veze razvoja hipotekarnog kreditiranja i stanja realne ekonomije, kroz razvoj hipotekarnih mehanizama, koji aktiviraju potencijale vlasništva nad nekretninama, obezbeđujući njihovu mobilnost i utrživost.

Smatramo da će rezultati refinansiranja datih hipotekarnih kredita emisijom hipotekarnih založnica i obveznica, koje su prodavane na domaćem i inostranom tržištu, kao i naredna izlaganja ukazati na "nedosanjani san" sekundarnog hipotekarnog tržišta savremene Srbije XXI veka.

Posebno bih naglasio da je naučnim istraživanjima u oblasti istorijskih etapa razvoja i nastanka hipotekarnog kreditiranja posvećeno relativno malo celovitih publikacija u Srbiji pa smo se, u dobroj meri, morali oslanjati na arhivsku građu.

Nadamo se da je naše istraživanje pružilo očigledan dokaz o dugom, teškom i, istovremeno, izuzetno kvalitetnom i profesionalnom procesu formiranja sistema hipotekarnog kredita i hipotekarnih HoV, adekvatnog tržišnoj ekonomiji Srbije toga vremena. To nam pokazuje da je osnovni recept za uspeh adekvatna uloga države i mnogo posvećenog rada.

U tadašnjoj Srbiji primenjeno je klasično hipotekarno pravilo da ukupna suma i rokovi datih hipotekarnih kredita, moraju bezuslovno odgovarati sumi i rokovima emitovanih založnica banke.

Borba za kreditno sposobnog klijenta, kroz povoljnije uslove odobravanja i otplate stambenih kredita (konverzija njihovih starih dugova i sl.) i investiranja u hipotekarne hartije od vrednosti vodila je stalnoj modernizaciji UF i DHB, kao i svih drugih hipotekarnih institucija (kreditna društva, komercijalne banke, štedionice, zadruge i drugo).

Srbija je, sa sticanjem nezavisnosti, prihvatila strane kreditne zavode, koji su donosili jeftiniji kapital, modernije standarde kreditnih proizvoda, kao i stvarali konkurentniju sredinu poslovanja⁴⁸⁷.

Interesantno je da je najveći privatni štedno- kreditni zavod u bivšoj Kraljevini bila Prva Hrvatska štedionica, koja je osnovana (1846.) kao obična štedionica, a od 1903. je počela sa odobravanjem hipotekarnih kredita i emisijom hipotekarnih založnica (tipa 4,5% i 4%).

DHB je tokom svog razvoja, očuvala leadersku ulogu, u konkurenciji i sa domaćim i stranim učesnicima na hipotekarnom tržištu Srbije.

⁴⁸⁷ Sticanjem nezavisnosti, na Berlinskom kongresu 1887. godine, Kneževina Srbija je ušla u društvo Evropskih država.

Sa razvojem DHB i institucionalnog načina kreditiranja, slabilo je neformalno kreditiranje pod hipoteku- tzv. zelenaško pozajmljivanje, čije su žrtve bili siromašniji i neobrazovaniji slojevi društva⁴⁸⁸.

Hipotekarne obveznice imale su dvostruko obezbeđenje (novčana zaduženost korisnika i zaloga), kao i svoju materijalizovanu formu sa bitnim elementima: tekst sa karakteristikama te hartije od vrednosti, kuponom i talonom, sa odgovarajućim brojem svake emitovane vrednosnice.

Kao nacionalna hipotekarna institucija, DHB se pojavljivala u nekoliko svojih uloga: (1) kao kreditor, pri davanju hipotekarnih kredita, (2) kao zalogoprimac izjave korisnika kredita o obezbeđenju hipoteke za ispunjenje svojih kreditnih obaveza, (3) kao emitent hipotekarnih založnica (4) kao prodavac emitovanih hartija na sekundarnom finansijskom tržištu.

Dakle, "noseća konstrukcija" hipotekarnog sistema se zasnivala na "trouglu interesa" učesnika hipotekarnog procesa (kreditor, dužnik, investitor). Promena opštih ekonomskih uslova i nesposobnost dužnika da uredno servisiraju uzete kredite, zahtevali su stalno usavršavanje balansa interesa kreditora i dužnika.

Klijenti DHB ostvarivali su svoje različite funkcije: (1) kao korisnici kredita, (2) zalagodavci, (3) kupci obveznica na primarnom tržištu i (4) prodavci obveznica investitorima na sekundarnom tržištu.

Pored DHB, kao najveće hipotekarne institucije, bila je razvijena i druga kreditno-finansijska struktura domaćih i stranih hipotekarnih institucija: Privilegovana agrarna banka, Poštanska štedionica, privatne hipotekarne banke, štedno- kreditna društva, kreditne kooperative i druge, čija uloga u razvoju hipotekarnog kreditnog sistema i razvoju ekonomije, ostaje neocenjiva. U svakom slučaju, strane banke su, pored jeftinijeg kapitala, donele i veliki progres u pogledu modernih standarda poslovanja. Sa druge strane, u periodima nestabilnosti i kriza, strani kapital je reagovao nepoverljivije i brže se povlačio sa finansijskog tržišta. Domaći kreditni zavodi su često i svojim neznanjem i opuštenošću, plaćali cenu izlaska na međunarodno tržište.

Među korisnicima hipotekarnih kredita bili su bogati zemljoposednici i seljaci sa malim posedom, uz nesumnjivu državnu kreditno- finansijsku podršku.

Pored rasta obima kredita, rasle su i različite državne olakšice korisnicima kredita, u pogledu smanjenja kamatnih stopa, produženja rokova, amortizacionog načina otplate, grejs perioda, konverzije starih dugova i slično.

Posebno podvlačimo istorijsku činjenicu da je mehanizam refinansiranja hipotekarnih kredita, uveden pre u Srbiji, nego u SAD, zahvaljujući državnoj podršci osiromašenom seljaku i privredi u teškoćama!

Kao poseban datum u istoriji srpskog hipotekarnog kredita i bankarstva uopšte mora se uzeti 16. avgust 1862. godine, kada je, osnivanjem Uprave Fondova, postavljen kamen

⁴⁸⁸ Iako su sudovi kod sporova priznavali maksimalnu kamatnu stopu od 12%, zelenaši su nalazili razne forme kako da to zaobiđu, zaračunavajući visoke "premijske za rizik" u strukturi kamate. Videti kod: Kukla, S. (1924) Razvitak kreditne organizacije u Srbiji (do Svetskog rata)- ekonomsko istorijska studija. Hrvatski štamparski zavod dd. Zagreb. str. 78.

temeljac modernog hipotekarnog dugoročnog kreditiranja. Docnije, DHB proširuje, a zatim uključuje svoje poslovanje kao banka mešovitog tipa na teritoriji Jugoslavije, kao i na međunarodno tržište kapitala, na bazi plasmana hipotekarnih hartija od vrednosti na tržišta Evrope i Amerike⁴⁸⁹.

Naglašavamo da je kreditno-bankarski i sistem hipotekarno kreditiranje izgrađeni na čvrstom zakonodavstvu, pravnom obezbeđenju i jakoj institucionalnoj osnovi. To je mehanizme državne regulacije i nadzora činilo efektivnim, uz uzoran nezavisni upravni odbor i model korporativnog upravljanja DHB⁴⁹⁰.

Analizom razvoja pokazano je kako je Državna hipotekarna banka, u početku, sredstva za svoje poslovanje i privilegovan status dobijala od države i njenih javnih izvora, sa ciljem usmeravanja plasmana u hipotekarno kreditiranje stambene izgradnje, zemljoradničke proizvodnje i komunalne privrede- osnovnih sektora, kao nosilaca startnog razvoja nacionalne privrede Srbije.

Hipotekarni kredit u Srbiji je vremenom dobijao svoje karakteristične crte: dugoročnost, zalog nekretnine ostajao je u rukama dužnika (koji je iz korišćenja ili iznajmljivanja ostvarivao prihod za otplatu kredita), registracija zaloge i ocena vrednosti nekretnine kao pokriće kredita dobili su poseban značaj, dohoci zajmotražioca bili su od velikog uticaja na kreditnu sposobnost i uslove kredita (učešće, kamatna stopa, otplata i drugo).

Takođe, u finansijski život tadašnje Srbije uvedene su hipotekarne hartije od vrednosti, obezbeđene hipotekom na nepokretnoj imovini. Emisija hipotekarnih založnica i rezultati njihove prodaje na prestižnim stranim finansijskim tržištima, dobija i danas na svojoj aktuelnosti, u zemlji Srbiji, koja pored svih harmonizacija pravne regulative sa EU, još nema odgovarajuću pravnu osnovu, za emisiju hipotekarnih HoV, niti praktičnu primenu mehanizama sekjuritizacije.

Zaključujući ocenu ovog istorijski važnog perioda, ističemo da je ostalo dragoceno i uzorno dvovekovno srpsko iskustvo za budućnost hipotekarnog kreditiranja u pogledu kreditno-finansijske strukture, hipotekarnih instrumenata, hipotekarnog obezbeđenja potraživanja i aktivne uloge države u podsticanju i zaštiti hipotekarnih dužnika⁴⁹¹.

Posle II Svetskog rata i oslobodilačke revolucije likvidirana je privatna svojina na nekretninama, osim ograničenog vlasništva nad zemljom na selu. Sa ukidanjem privatne svojine, prestale su da postoje hipotekarne banke. U dirigovanoj ekonomiji socijalizma, nije bilo mesta za hipoteku, koja se vraća kasnije kao "kvazi hipoteka" u mešovitom tipu

⁴⁸⁹ Iako mala zemlja i relativno siromašan narod, kroz naizmeničnu borbu (u ratu za slobodu, u miru za obnovu i ekonomski razvoj), Srbija je bila respektivan i pouzdan partner na finansijskim tržištima najrazvijenih zemalja toga doba.

⁴⁹⁰ Na primer, Upravni odbor DHB je tokom 1936. godine održao 299 sastanaka, od čega 79 plenarnih sednica i 220 sednica Užeg komiteta UO. Na ovim sednicama doneto je 12416 raznih odluka: o novim zajmovima, raznim olakšicama po ranijim zajmovima, promenama bančinih dužnika, intabulacijama, skidanju tereta, prodajama nekretnina hipotekarnih dužnika i drugim pitanjima. Izveštaj DHB za 1936. godinu. Arhiv SCG. str. 15.

⁴⁹¹ Početkom XX veka, samo u Beogradu je bilo preko 40 banaka, koje su svoje centrale- moćne palate gradile, uglavnom na potezu od "Londona" do Trga Republike, u Knez Mihailovoj i ul. Kralja Petra. Danas u celoj Srbiji ima 10 banaka manje, ali one poseduju neuporedivo veći kapital, više plasmana, klijenata i mnogo više filijala i ekspoziatura, što je opšti evropski trend razvoja bankarstva.

ekonomije, naročito sa razvojem liberalnog tržišnog kapitalizma u Srbiji na početku XXI veka.

Ostaju otvorena pitanja i procena kako bi izgledalo hipotekarno tržište današnje Srbije da nije bilo ratova, kriza i revolucija, velikih gubitaka i zaostajanja u razvoju za zemljama koje nisu imale te nedaće.

U periodu od Drugog svetskog rata do 2000. godine (period socijalizma), beleži se diskontinuitet tržišnog hipotekarnog kreditiranja uprkos razvoju različitih etapa, modela i mehanizama, finansiranja i kreditiranja stambene izgradnje, koje se, u najkraćem, svode na sledeće⁴⁹²:

- Budžetski sistem finansiranja, kroz centralizovanu raspodelu resursa za izgradnju državnih stanova, koji su dodeljivani na korišćenje licima oficijelno priznatim da nemaju rešeno stambeno pitanje.
- Sistem samoupravnog finansiranja stambene izgradnje od strane preduzeća, uz kredite banaka i dodeljivanje stanova zaposlenima, prema kriterijumima rang liste. I pored više pokretanih stambenih reformi, nije izgrađen celovit sistem hipotekarnog kreditiranja. Obim kreditiranja bio je veliki, opredeljen pre svega značajnim izdvajanjima preduzeća u svoj fond zajedničke potrošnje i u fond solidarne stambene izgradnje gradova i opština, kao i ličnim dohocima zaposlenih⁴⁹³.

Kreditni za stanove bili su založnim izjavama direktno obezbeđeni nekretninom na kreditiranom stanu, ali je bilo krajnje problematično iseljenje dužnika u slučaju neizmirivanja obaveze redovne otplate kredita, zbog neuknjiženosti nekretnina i socijalno-političkih razloga. U praksi su se kreditori, u zaštiti svojih interesa, oslanjali na mesečne zarade zaposlenih po mestu njihovog zaposlenja i žirante-garante.

Kreditni dati građanima na duge rokove do 30 godina i niske fiksne kamatne stope u odnosu na rastuću inflaciju, imale su karakter subvencija.

Sličan scenario odigrao se i kroz proces privatizacije društvenog stambenog fonda-otkup (rasprodaja) stanova, čime je Srbija postala zemlja sa apsolutno najvećim učešćem privatnog stambenog fonda u svetu, uz istovremeno veliki broj stambenih problema⁴⁹⁴.

Nakon političkih promena, 5. oktobra 2000. godine u Srbiji počinje period tranzicije ekonomije i reorganizacije bankarskog sistema (gašenja četiri najveće domaće banke i pojava stranih banaka). Tada nastaje nova etapa obnove (nakon diskontinuiteta) i razvoja hipotekarnog stambenog kreditiranja, na novim liberalnim tržišnim osnovama.

⁴⁹² Detaljniju analizu videti u knjizi autora Hipotekarno tržište: Razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje. Beograd. Udruženje banaka.

⁴⁹³ Visoka izdvajanja privrede za rešavanje stambenih pitanja zaposlenih doprinosila su razvoju građevinarstva, prateće industrije i ostalih sektora ekonomije, ali je, istovremeno, smanjivalo sredstva za modernizaciju i razvoj preduzeća, a time i njihovu konkurentnost na svetskom tržištu.

⁴⁹⁴ U istraživanju smo istakli pozitivno iskustvo Stambenog fonda Slovenije, gde su se slivala realna sredstva iz privatizacije stambenog fonda, što je omogućilo podsticaje za novu stambenu izgradnju, bez opterećivanja državnog budžeta.

10. Analiza savremenog hipotekarnog tržišta Srbije

Najnovija etapa- formiranje modernog sistema hipotekarnog kreditiranja u Srbiji, otpočela je nakon 2000. godine, korenitim reformama finansijskog sistema i novom politikom stambenog finansiranja na tržišnim osnovama, slično drugim zemljama u tranziciji⁴⁹⁵. U nastavku detaljnije analiziramo preduzete normativno- pravne, institucionalno- organizacione i ekonomsko- finansijske korake u stvaranju uslova za razvoj i funkcionisanje nacionalnog hipotekarnog tržišta. Pri tome, deo pravne i regulatorne osnove postavljen je u poslednjoj deceniji prošlog veka, u uslovima uvođenja elemenata tržišne ekonomije u samoupravnom socijalizmu.

Dosadašnje tendencije razvoja pokazale su visoke stope rasta tržišta hipotekarnih stambenih kredita, otvorile neke ozbiljne probleme, ali i velike mogućnosti razvoja.

Pred državom stoje prioritetni zadaci utvrđivanja državne stambene politike i kompleksa mera za povećavanje dostupnosti stambenih kredita, kroz izgradnju celovitog sistema i strategije dugoročnog razvoja i regulacije hipotekarnog tržišta⁴⁹⁶.

10.1. Pravni okvir i uloga države

Novi pravni okvir i državni pristup izgradnji sistema dugoročnog stambenog hipotekarnog kreditiranja definisan je kroz više zakonodavnih i normativnih dokumenata. To je podrazumevalo široku debatu o problemima i mogućnostima kreiranja pravnog okvira za razvoj primarnog i sekundarnog hipotekarnog tržišta⁴⁹⁷.

Ideja je bila da se, uspostavljanjem novih odnosa između banaka i zajmotražilaca hipotekarnih kredita, uz socijalnu ulogu države, doprinese rešavanju stambenih problema, razvoju stambenog i finansijskog tržišta, građevinskog kompleksa i realnog sektora ekonomije.

Ubrzo je, tokom jedne decenije, stvorena i unapređivana normativno- pravna osnova za razvoj i regulaciju primarnog hipotekarnog tržišta. Međutim, još uvek nije kreiran odgovarajući celovit zakonski okvir za razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta (hipotekarnih hartija od vrednosti, kreditnih derivata, mehanizama sekjuritizacije i refinansiranja hipotekarnih kredita, kao i specijalizovanih hipotekarnih banaka i nebankarskih asocijacija), kao u razvijenim i zemljama EU u tranziciji. Pri tome, posebno ističemo stav da savremeno primarno hipotekarno tržište ne može biti efektivno, bez odgovarajućeg razvoja sekundarnog hipotekarnog tržišta⁴⁹⁸. Pravni problemi vezani su i

⁴⁹⁵ Iz toga perioda je referat autora Perspektive hipotekarnog tržišta. Zbornik sa savetovanja Naučnog društva ekonomista: Finansijska tržišta, finansijske institucije i tranzicija. Beograd: Ekonomski anali, jul, 2002.

⁴⁹⁶ Preispitivanje koncepcije "pravo na stan".

⁴⁹⁷ Poseban značaj imalo je organizovanje Prvog okruglog stola, Narodne banke Srbije i Saveta za ekonomsku saradnju Nemačka/ SCG, pod nazivom "Kreiranje hipotekarnog tržišta u Srbiji", Beograd, 4-5- decembar 2003. godine, uz učešće vodećih eksperata hipotekarnog tržišta. U radu ovog skupa, po pozivu, učestvovao je i autor ovoga rada.

⁴⁹⁸ O njihovoj međuzavisnosti smo govorili u prethodnom delu istraživanja. Nužne pravne, organizacione i ekonomske uslove, kao i pravce razvoja sekundarnog hipotekarnog tržišta razmatramo u sledećem poglavlju.

za dosledno sprovođenje zakona, zaštitu interesa učesnika na hipotekarnom tržištu, efektivno upravljanje i nadzor hipotekarnog tržišta od strane više različitih regulatornih institucija. U tom smislu, dalji zadaci usavršavanja i revizije pravne regulative vezani su za proces standardizacije i harmonizacije sa zakonodavstvom (direktivama) Evropske unije.

1. Usvojena regulativa, koja je, u dobroj meri, harmonizovana sa zakonodavstvom EU, odnosi se na set zakona relevantnih za hipotekarno tržište, koje možemo grupisati u tri celine (bankarski sektor, tržište kapitala i oblast hipoteke-nekretnina).⁴⁹⁹

Bankarski sektor	Tržište kapitala	Tržište nekretnina
1. Zakon o bankama ("Sl. glasnik RS", br. 107/2005, 91/2010 i 14/2015)	1. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 112/2015)	1. Zakon o državnom premeru i katastru ("Sl. glasnik RS", br. 72/2009, 18/2010, 65/2013, 15/2015 - odluka US i 96/2015)
2. Zakon o Narodnoj banci Srbije ("Sl. glasnik RS", br. 72/2003, 55/2004, i br. 55/2004, 70/2004-ispr. 61/2005, 85/2005-dr.zakon, 44/2010, 76/2012, 106/2012 i 14/2015)	2. Zakon o osiguranju ("Sl. glasnik RS", br. 107/2009, 99/2011, 119/2012 i 116/2013)	2. Zakon o hipoteci ("Sl. glasnik RS", br. 115/2005, 60/2015, 63/2015 - odluka US i 83/2015)
3. Zakon o deviznom poslovanju ("Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 31/2011, 119/2012 i 139/2014)	3. Zakon o investicionim fondovima ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011)	3. Zakon o izvršenju i obezbeđenju ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011, 99/2011-dr. zakon, 109/2013-odluka US, 55/2014, 106/2015)
4. Zakon o Nacionalnoj korporaciji za osiguranje stambenih kredita ("Sl. glasnik RS", br. 55/2004)	4. Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima ("Sl. glasnik RS", br. 85/2005 i 31/2011)	4. Zakon o prometu nepokretnosti ("Sl. glasnik RS", br. 93/2014, 12/2014 i 6/2015)
5. Zakon o Agenciji za osiguranje depozita ("Sl. glasnik RS", br. 14/2015)		5. Zakon o vraćanju oduzete imovine i obeštećenju ("Sl. glasnik RS", br. 72/2011 i 108/2013).
6. Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga ("Sl. glasnik RS", br. 36/2011 i 139/2014)		
7. Zakon o računovodstvu ("Sl. glasnik RS", br. 61/2013).		
8. Zakon o reviziji ("Sl. glasnik RS", br. 62/2013).		
9. Zakon o stečaju i likvidaciji banaka i društava za osiguranje ("Sl. glasnik RS", br. 14/2015)		

Set navedenih zakona bitno je unapredio investicioni ambijent za dalji razvoj i regulaciju hipotekarnog tržišta Srbije.

Na osnovu međunarodnog iskustva, pokazalo se da je nemoguće dati potpunu ocenu uspešnosti normativno- pravnog okvira i efektivnosti hipotekarnog tržišta, sve dok ne dođe do ozbiljnog ekonomskog pada, odnosno krize.

2. Za efektivan razvoj sistema regulacije hipotekarnog tržišta u Srbiji, pored zakona, poseban značaj imaju regulatorne institucije- Narodna banka Srbije i Komisija za hartije od vrednosti, kao i specijalizovana Agencija za osiguranje depozita i Nacionalna korporacija za osiguranje stambenih kredita. Pošto regulatori imaju moć stvaranja

⁴⁹⁹ Oficijelni sajtovi: www.nbs.rs , www.sec.gov.rs , www.mfin.gov.rs .

podzakonskih akata, odnosno odluka i instrukcija, operativno su razrađena i u praksi primenjena nova zakonska rešenja. Takođe, samoregulatorne organizacije dobijaju veću ulogu u nadzoru svojih članova-učesnika hipotekarnog tržišta (Udruženje banaka Srbije, Udruženje osiguravača Srbije, Nacionalno udruženje procenitelja Srbije, Komora izvršitelja, Udruženje agenata za nekretnine (Klaster nekretnine), Beogradska berza, Udruženje berzanskih posrednika, itd.).

Pošto je u Srbiji prisutna bankizacija finansijskog tržišta (sa dominantnim učešćem banaka), prema zakonu o Narodnoj banci Srbije, ona je nadležni regulator ne samo banaka, već i osiguravajućih društava, lizing kompanija i dobrovoljnih penzijskih fondova, što nije uobičajeno u uporednoj međunarodnoj praksi⁵⁰⁰.

Aktuelnim Zakonom o bankama definisana su brojna pitanja, pri čemu su za hipotekarno tržište od posebnog značaja kapital banaka i upravljanje rizicima poslovanja⁵⁰¹. Kontrolna funkcija NBS je naglašena, kroz posebna ovlašćenja (pokretanje krivičnih dela, prekršaja i privrednih prestupa), a sve u cilju zaštite akcionara i deponenata, odnosno obezbeđivanja kvalitetnog korporativnog upravljanja u bankama i stabilnosti finansijskog sistema.

Ovde ćemo nešto više pažnje posvetiti Komisiji za hartije od vrednosti, koja treba da dobije na značaju sa razvojem sekundarnog hipotekarnog tržišta i emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti.

Savezna Komisija za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, kao ključni državni regulator na domaćem tržištu hartija od vrednosti, osnovana je pre 1990. godine, kao savezna institucija, na osnovu Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala, a od 1994. godine Zakona o hartijama od vrednosti⁵⁰². U okviru SRJ, zbog ustavnih ograničenja, položaj i delokrug rada Komisije za hartije od vrednosti bio je regulisan posebnom Uredbom, a ne zakonom⁵⁰³.

Komisija, kao organizacija Republike Srbije, osnovana je Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata 2002. godine, a Novi Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine, na osnovu međunarodnih standarda i harmonizacije regulative, daje veća ovlašćenja Komisiji za hartije od vrednosti⁵⁰⁴. Komisija je u pogledu statusa definisana kao nezavisna samostalna organizacija Republike Srbije, koja je odgovorna Narodnoj skupštini Republike Srbije.

Dalju harmonizaciju regulative sa EU označio je Zakon o tržištu kapitala iz 2011. godine i, posebno, novi Zakon o tržištu kapitala iz 2015. godine, koji definiše veće nadležnost

⁵⁰⁰ Zbog toga u narednim poglavljima, predlažemo odgovarajuće institucionalne promene regulacije.

⁵⁰¹ U čl. 29-35 Zakona o bankama definisano je sedam vrsta rizika, kojima su banke izložene u poslovanju (rizik likvidnosti, kreditni rizik, kamatni i devizni rizik i ostali tržišni rizici, operativni rizik, rizik zemlje, rizik izloženosti prema povezanim licima, rizik ulaganja banke u druga pravna lica i u osnovna sredstva).

⁵⁰² Iste godine, Zakonom o berzama i berzanskom posredovanju (re)osnovana je Beogradska berza, koja je bila formirana 1894. godine.

⁵⁰³ Autor ovog istraživanja je obavljao funkciju predsednika te Komisije u periodu 1999.- 2001. godine.

⁵⁰⁴ Referat autora Novi zakoni-nova industrija hartija od vrednosti. Zbornik sa XIV Kongresa pravnika u privredi: Novi zakoni-nova privreda: Vrnjačka banja, maj 2005. Beograd: Pravo i privreda, br. 5-8, 2005.

Komisije⁵⁰⁵. Od interesa za hipotekarno tržište, naročito je bitno: (1) donošenje akata radi sprovođenja Zakona o tržištu kapitala, (2) odobravanje izdavanja hartija od vrednosti, (3) davanje dozvola za rad (licenci) ovlašćenim učesnicima na tržištu, (4) kontrolisanje i nadzor nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava, berzi, organizatora vanberzanskog tržišta, društava za upravljanje investicionim fondovima, Centralnog registra, ovlašćenih banaka, kastodi banaka, izdavalaca hartija od vrednosti, investitora, profesionalnih investitora i drugih lica– u delu poslova koje obavljaju na organizovanom tržištu, (5) organizovanje, preduzimanje i kontrola sprovođenja mera kojima se obezbeđuje efikasno funkcionisanje organizovanog tržišta i zaštita investitora, (6) utvrđivanje bližeg sadržaja obaveznih informacija, koje joj učesnici dostavljaju i javno objavljuju, (7) utvrđivanje kriterijuma koje moraju ispuniti informacioni sistemi ovlašćenih učesnika, koji posluju sa hartijama od vrednosti, Centralnog registra, berze i organizatora vanberzanskog tržišta, a za obavljanje trgovine hartijama od vrednosti, (8) podnošenje nadležnom državnom organu (tužiocu) prijava protiv ovlašćenih učesnika koji posluju sa hartijama od vrednosti, Centralnog registra, berze i organizatora vanberzanskog tržišta, za koje se u postupku nadzora utvrdi da imaju obeležja krivičnog dela, privrednog prestupa ili prekršaja, odnosno poreskog krivičnog dela i poreskog prekršaja, praćenje stanja i kretanja na organizovanom tržištu i preduzimanje mera za otklanjanje poremećaja na tržištu, (9) saradnja sa međunarodnim organizacijama, stranim regulatornim organima i drugim domaćim, odnosno stranim organima i organizacijama radi pružanja pravne pomoći, razmene informacija i u drugim slučajevima, kada za tim postoji potreba, u skladu sa zakonom.

Komisija je dobila nova veća ovlašćenja da može pokrenuti i voditi pred sudom postupak radi zaštite investitora i drugih lica za koje utvrdi da im je povređeno određeno pravo ili na pravu zasnovan interes, a u vezi sa poslovima sa hartijama od vrednosti ili drugim finansijskim instrumentima. Međutim, Zakonom je (zbog Ustavnih ograničenja) definisano da Komisija obavlja "poverene poslove", što nije u skladu sa principima IOSCO, kojima se definiše samostalnost i nezavisnost Komisije u institucionalnom, regulatornom, supervizorskom, operativnom, finansijskom i kadrovskom smislu.

Samo zakonski nezavisan i institucionalno snažan regulator može da bude autoritet na tržištu hartija od vrednosti, koji treba da spreči zloupotrebe i zaštiti investitore⁵⁰⁶. U tom smislu, nelogična su rešenja da Komisija za svoj rad odgovara Narodnoj skupštini RS (koja bira članove Komisije i daje saglasnost na Statut), a da izveštaje o radu podnosi Vladi. Ima zakonska ovlašćenja da donosi obavezujuća podzakonska akta, a ne može da daje tumačenja zakona, niti da predlaže njegove izmene, već to čini Ministarstvo finansija.

⁵⁰⁵ Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/ 2011) je zamenio raniji Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine, 2015. godine donet je novi zakon sa istim nazivom.

⁵⁰⁶ Na to su ukazivali i eksperti MMF. Komisija, za razliku od NBS, nema mogućnost da izriče novčane sankcije. Komisija ima pet članova, uključujući i predsednika Komisije, koje bira i razrešava Narodna skupština RS, na predlog nadležnog radnog tela za poslove finansija Narodne skupštine Republike Srbije. Sredstva za rad Komisije obezbeđuju se od naknada koje se, u skladu sa pravilnikom o tarifi, naplaćuju za obavljanje poslova iz njene nadležnosti, kao i iz drugih izvora, u skladu sa zakonom. Višak prihoda nad rashodima Komisija uplaćuje u budžet, a manjak se nadoknađuje iz budžeta RS.

3. Za moderan razvoj hipotekarnog tržišta od izuzetne važnosti je blok zakona iz oblasti tržišta nekretnina i hipoteke.

Zakonom o državnom premeru i katastru omogućeno je masovno uknjižavanje nekretnina i hipoteka, koje su posle Drugog svetskog rata, zbog društvenog vlasništva nad stanovima, dugo bile neuknjižene. Obezbeđivanje jedinstvenog sistema evidencije vlasništva nekretnina na teritoriji cele Srbije bio je preduslov razvoja hipotekarnog kreditiranja. Do tada je u Srbiji postojalo više različitih sistema evidencije nekretnina: zemljišne knjige (gruntovnice iz vremena Austrougarske) u okviru opštinskih sudova (severni delovi Srbije), tapije (iz turskog doba) u južnim i zapadnim delovima, kao i katastar nepokretnosti pri opštinskim jedinicama Republičkog geodetskog zavoda.

Zahvaljujući aktivnoj ulozi države, Srbija danas ima, ne samo objedinjeno vlasništvo nekretnina, već i poseban Centralni registar hipoteka, u okviru Republičkog geodetskog zavoda⁵⁰⁷. Ovi registri nekretnina i hipoteka su od izuzetne važnosti za banke, jer se njihovim korišćenjem smanjuju pravni i kreditni rizici.

Dugogodišnji veliki problem za razvoj hipotekarnog tržišta predstavlja masovna nelegalna izgradnja objekata, kao specifičan srpski fenomen nezabeležen u Evropi. Zbog toga se u rešavanju toga kompleksnog pitanja ne mogu koristiti uporedna strana iskustva. Iako je više zakona omogućavalo legalizaciju i uknjižbu ovih objekata (bez sankcija), proces legalizacije ni izdaleka nije završen. Najnoviji zakon (2015) ima novi neuobičajen naziv "Zakon o ozakonjenju objekata"⁵⁰⁸. U Obrazloženju Zakona se ističu dva cilja: legalizacija dosadašnjeg stanja i sprečavanje buduće bespravne gradnje. Navodi se frapantan podatak, da je u Srbiji izgrađeno 4.671.899 objekata bez građevinske dozvole, od čega 1.996.479 za porodično stanovanje i 36.321 objekat za kolektivno stanovanje! To znači, da ti objekti nemaju pravnu sposobnost da se legalno promeću na tržištu, odnosno da budu predmet hipoteke, što smanjuje razvojni potencijal domaćeg hipotekarnog tržišta.

Očekivanja su da će ovaj Zakon obezbediti pravno sticanje svojine na izgrađenim objektima, čime bi se, konačno, obezbedilo civilizovano tržište nekretnina, kao osnova za dalji stabilan razvoj domaćeg hipotekarnog tržišta.

Donošenjem Zakona o hipoteci stvorena je pravna osnova, koja omogućuje jednostavniju i bržu naplatu hipotekarnih potraživanja od strane banaka- kreditora. Ključna novina je ubrzavanje procesa upisa hipoteke i mehanizma vansudskog postupka realizacije hipoteke i namirenja poverilaca, kroz efikasan proces prodaje stana datog u hipoteku. Banke u Srbiji su dugo smatrale iseljenje dužnika iz stana kao izuzetak, a ne pravilo i verovatan ishod, zbog dugih sudskih postupaka i kolizije više zakona. Stvorena je dugogodišnja praksa i formiran mentalitet društva, da nije verovatno da će se neko naći na ulici, zato što neotplaćuje stambeni kredit⁵⁰⁹. Zbog toga su banke preuzimale visok kreditni rizik, što se negativno odražavalo i na visinu kamatnih stopa po kreditima.

⁵⁰⁷ Videti oficijelni sajt Republičkog geodetskog zavoda www.rgz.gov.rs.

⁵⁰⁸ Videti Zakon o ozakonjenju objekata (Službeni glasnik RS, br.96/2015), kojim se faktičko nepravno, snagom zakona, pretvara u pravo, čime je demantovana čuvena izreka velikog pravnog teoretičara Valtazara Bogišića "Što se grbo rodi, vreme ne ispravi".

⁵⁰⁹ Ta višedecenijska praksa je vladala u drugačijem društveno- ekonomskom uređenju, sa drugačijom strukturom kreditora, koji su pored ekonomske, imali naglašeniju socijalnu dimenziju u svom poslovanju.

Nova regulativa omogućuje da se, u slučaju kašnjenja sa otplatom kredita, aktivira ugovorna klauzula i preduzimanje mera prinudne naplate. Na osnovu verodostojnog ugovora o hipoteci i založne izjave poverilac pokreće postupak vansudskog namirenja, bez prava na vođenje parnice. Zbog karaktera promena, detaljnije prikazujemo taj mehanizam, koji ima više koraka precizno definisanih zakonom⁵¹⁰:

- 1) Prva opomena- pisano obaveštavanje hipotekarnog dužnika, uz ostavljanje roka od 30 dana da plati dospelu obavezu,
- 2) Pisano upozorenje o prodaji nekretnine, sa obračunom ukupno dospelog duga za naplatu,
- 3) Pravo na sastanak- u roku od 10 dana od dobijanja upozorenja dužnik zahteva obavezujući sastanak sa bankom, uz predlog dogovora o načinu izmirivanja obaveza⁵¹¹.
- 4) Zabeležba hipotekarne prodaje- u Katastru nekretnina u korist poverioca u roku od 7 dana⁵¹²,
- 5) Pravo prodaje poverioca- aukcijska ili prodaja neposrednom pogodbom hipotekovane nepokretnosti, teče nakon 30 dana od pravosnažnosti zabeležbe, uz prethodno utvrđivanje orijentacione tržišne vrednosti od strane sudskog veštaka⁵¹³,
- 6) Metod aukcijske prodaje- obavezuje poverioca na davanje oglasa 45 dana pre zakazanog usmenog javnog nadmetanja i o tome obavesti dužnika (početna cena na aukciji ne može biti niža od 75%, a na drugoj aukciji od 60% procenjene vrednosti nekretnine),
- 7) Najkasnije 15 dana pre zaključenja ugovora o prodaji, poverilac obaveštava dužnika o rasporedu sredstava koja će biti ostvarena prodajom, o roku do kada nekretnina treba da bude ispražnjena i ostavlja poslednju mogućnost dužniku da izmiri sve obaveze,
- 8) U sprovođenju vansudskog namirenja i izvršenja, organ unutrašnjih poslova je obavezan po zakonu da bez odlaganja pruži neophodnu pomoć, u slučaju ometanja pristupa i iseljenja iz nepokretnosti,
- 9) Ukoliko je ostvarena prodajna cena veća od iznosa hipotekarnog duga sa pripadajućim troškovima, razlika se isplaćuje dužniku, u suprotnom dužnik je u obavezi da isplati razliku duga banci.

Na osnovu iznetog, možemo konstatovati da je novi Zakon o hipoteci doneo ofanzivan mehanizam vansudske naplate hipotekarnih potraživanja koji (čak i u poređenju sa drugim evropskim zemljama), bitno skraćuje rok i obezbeđuje efikasnost naplate,

⁵¹⁰ Videti detaljnije o vansudskom postupku namirenja: Zakon o hipoteci (članovi 29-38).

⁵¹¹ To je interes obe ugovorene strane, obzirom da se radi o ekstremno dugom odnosu banka– klijent, sa mogućnostima unakrsne prodaje (cross selling) različitih proizvoda i usluga banke, u uslovima konkurentske borbe za klijenta, kao i zbog smanjenja troškova prinudne naplate.

⁵¹² Problem u praksi može predstavljati primena čl. 155 novog Zakona o izvršenju i obezbeđenju (Službeni glasnik RS, br. 106/2015), kojim se definiše da je zabeležba hipotekarne prodaje upisana nakon 72 časa po prijemu zahteva za upis.

⁵¹³ Licencu sudskog veštaka za procenu vrednosti nekretnina u Srbiji su dobijali inženjeri građevinske struke od Ministarstva pravde, bez posebnog polaganja specijalističkog ispita. To je još jedan "specijalitet" organizaciono-kadrovske infrastrukture domaćeg hipotekarnog tržišta. Posledice su nestručne ocene vrednosti hipoteka, što je dovelo do rizika i problema naplate potraživanja banaka.

favorizujući poverioca, bez dovoljnog uvažavanja interesa dužnika, odnosno balansa obostranih interesa. S druge strane, dužnici su u postupku sudske prodaje imali neuporedivo veću zaštitu (naklonost sudija, starije pravne procedure, percepcija zaštite slabije ugovorne strane- građanina od kreditne institucije i sl.).

Naš stav je da rizik kamatne stope, odnosno novčanih rokova po stambenom kreditu, u ekstremno drugim rokovima i promenama ekonomsko – finansijskih pozicija ugovornih strana, treba da dele kreditori i dužnici⁵¹⁴.

Kao karakteristiku neizgrađenosti hipotekarnog sistema, ističemo činjenicu da u Srbiji ne postoji javno dostupna centralizovana informacija o broju realizovanih hipoteka od strane banaka (ne postoji odgovarajuća statistika ni u Katastru nepokretnosti, Centralnom hipotekarnom registru, Udruženju banaka, Narodnoj banci, NKOSK, a i banke nerado o tome govore)⁵¹⁵. Specijalizovani informacioni sistemi i analitičke baze su od posebnog značaja za povećanje ukupne efikasnosti i efektivnosti regulatora. U tom smislu NBS je nedavno pokrenula odgovarajuće aktivnosti, u pravcu izgradnje jedinstvenog standardnog informacionog sistema, koji treba da omogući jačanje sistema regulacije banaka⁵¹⁶.

10.2. Tendencije razvoja

Osnovno obeležje razvoja nacionalnog hipotekarnog tržišta je ekspanzija hipotekarnih stambenih kredita, zahvaljujući ulasku na tržište stranih bankarskih grupa.

Zahvaljujući tome, primarno hipotekarno tržište je povezano sa kretanjima na tržištu nekretnina, ali još uvek izostaje "treći element" u sistemu nacionalnog hipotekarnog tržišta- sekundarno hipotekarno tržište.

Drugim rečima, na datom stupnju društveno- ekonomskog i pravnog razvoja finansijskog sistema i finansijskog tržišta Srbije, banke su osnovni nosilac finansiranja stambene izgradnje i zadovoljavanja stambenih potreba građana. Prema važećim zakonima, samo banke mogu odobravati hipotekarne kredite, jer ne postoje specijalizovane institucije (štedionice, štedno-kreditna društva, hipotekarne banke i sl.), kao u razvijenim i zemljama u tranziciji- članicama EU. To je jedna od velikih institucionalnih praznina u razvoju modernog nacionalnog hipotekarnog tržišta Srbije. Komercijalne univerzalne banke su apsolutno dominantne institucije u finansijskom sektoru Srbije (preko 80% aktive finansijskog sektora), što možemo karakterisati kao "bankizaciju" Srbije, uz inferiornu poziciju tržišta HoV. Pri tome, univerzalne banke se bave, gotovo u celosti, tradicionalnim (depozitno-kreditnim) hipotekarnim poslovima, dok izostaje razvoj hipotekarnih hartija od vrednosti i mehanizama sekjuritizacije kredita.

⁵¹⁴ Čak i u razvijenoj Francuskoj je neophodno 3- 4 godine da bi se naplatio hipotekarni kredit, odnosno da bi kreditori povratili svoja sredstva.

⁵¹⁵ Ilustracije radi, u SAD se dnevno realizuje oko 3.000 hipoteka, odnosno iseli njihovih stanara, što smanjuje tržišne cene nekretnina. U Srbiji portal "Doboš", kao oglašivač prodaje nekretnina– hipoteka, koje su bile sredstvo obezbeđenja kredita, navodi da je trenutno 1.670 takvih kuća i stanova, što čini oko 60% ukupno oglašanih nekretnina.

⁵¹⁶ U statističkim izveštajima NBS ne postoji pojam "hipotekarni", već "stambeni" krediti.

Banke su realizovale svoje programe hipotekarnog kreditiranja, prema relativno konzervativnim uslovima. Odobrene dugoročne stambene kredite banke drže u svojim bilansima, pošto imaju mogućnost uvoza strane štednje (od svojih matrica) pod povoljnijim uslovima (niže kamatne stope u zemljama EU, u odnosu na Srbiju).

Svakako, usavršavanje institucionalnih mehanizama i finansijskih instrumenata dualnog sistema hipotekarnog tržišta (primarnog-kreditiranje i sekundarnog-refinansiranje) mora biti strateško opredeljenje države u bližoj perspektivi, u cilju podizanja efektivnosti ovog tržišta i postizanja očekivanih makroekonomskih efekata.

1. Institucionalne reforme

Sprovedena reforma bankarskog sektora praktično je označila kraj socijalističkog nacionalnog bankarstva⁵¹⁷. Četiri najveće domaće banke, kao najveći kreditori i stambene izgradnje, 2002. godine su likvidirane, a njihovu tržišnu poziciju zauzele su banke sa stranim kapitalom, što je povratilo poverenje, podiglo kapitalnu osnovu i povećalo efektivnost srpskog bankarstva. U periodu 2001- 2015. godine više je nego prepolovljen broj banaka (sa 81 sveden na 30 banaka), kao posledica oduzimanja licenci za rad, spajanja i pripajanja, ali i povlačenja stranih investitora, usled globalne finansijske krize. Sa smanjenjem broja banaka, došlo je do povećanja koncentracije, ali i jačanja kapitalizacije, efikasnosti, konkurencije i stabilnosti bankarskog sistema⁵¹⁸. Pa ipak, ostaje diskutabilno koliko su visoke kamatne marže po hipotekarnim kreditima u Srbiji rezultat oligopolske pozicije stranih banaka, a koliko visokog rizika zemlje, inflacije, referentne kamatne stope NBS, kamata na štednju građana i drugih faktora.

Pri tome, male domaće banke imaju problem sa dugoročnim izvorima sredstava i dokapitalizacijom, pa se može očekivati tendencija daljeg smanjenja broja banaka.

Tabela 16: Karakteristike bankarskog sektora Srbije prema poreklu kapitala.

	Билансна сума (у млн RSD)	Учешће (%)	Капитал (у млн RSD)	Учешће (%)
Банке у власништву				
домаћих лица:	728.589	23,9	139.557	22,5
- државне	549.510	18,0	87.172	14,1
- приватне	179.079	5,9	52.385	8,4
Банке у власништву				
страних лица	2.319.236	76,1	479.527	77,5
Укупно	3.047.825	100,0	619.084	100,0

Izvor: NBS

⁵¹⁷ Šoškić, D., Urošević, B., Živković, B., Božović, M. (2012) The Housing Market in Serbia in the Past Decade. Bardhan, A., Edelstein, R., Kroll, C. (ed) Global Housing Markets- Crisis, Policies and Institutions. str. 247.

⁵¹⁸ Prema Godišnjem izveštaju NBS za 2014. godinu, Srbija ima najniži stepen koncentracije bankarstva, meren HHI (Herfindal Hirshman Index) u odnosu na sve ostale zemlje bivše SRJ. Indeks koncentracije za Srbiju kod kredita stanovništvu je najniži (729), a kod depozita stanovništva najviši (930) (sve ispod 1000 je visokodisperzivno tržište, a iznad 1800 je visoko koncentrisano tržište). Koncentracija u Srbiji je najizraženija kod najvećih 10 banaka, koje drže preko 80% depozita i preko 75% kredita stanovništvu. Rang lista 10 najvećih banaka po bilansu aktiva čine: Intesa (16%), Komercijalna banka (12,9%), Unikredit (10,1%), Raiffeisen (7,7%), SG (7,6%) Aik (5,9%), Eurobank (4,6%), Banka Poštanska štedionica (4,3%), Vojvođanska (3,9%), Erste bank (3,9%).

Prethodna tabela nam pruža dokaz o apsolutnoj dominaciji stranih banaka, kako u pogledu broja banaka (23) tako i sa preko 3/4 tržišnog učešća (aktive i kapitala)⁵¹⁹. Najznačajniji strani akcionari banaka su iz EU- Italija, Austrija, Grčka i Francuska, dok se na ostale zemlje (Rusija, Mađarska, Kipar, SAD, Slovenija, Turska) odnosi oko 12% ukupne aktive i kapitala.

Iako dolaze iz zemalja sa razvijenim hipotekarnim tržištem, strane banke još uvek nisu ponudile sve hipotekarne stambene proizvode srpskom tržištu.

Smanjenje broja banaka, uz širenje poslovne mreže i broja zaposlenih, približilo je banke potencijalnim klijentima i omogućilo efektivniju prodaju hipotekarnih stambenih proizvoda stanovništvu⁵²⁰. Poseban značaj imaju asocijacije banaka, posrednika i procenitelja nekretnina, kao i organizovanje razmene informacija, radi unapređenja metoda vođenja hipotekarnog biznisa i zaštite investitora.

Prema podacima NBS, bankarski sektor Srbije je dobro kapitalizovan. Pokazatelj adekvatnosti kapitala na kraju 2015. godine iznosi 20,89%, što je bitno iznad domaćeg regulatornog minimuma (12%), a posebno minimuma po Bazelskom standardu (8%).

Osnovni izvori sredstava za ekspanziju bankarskog hipotekarnog kreditiranja u Srbiji predstavljaju domaći resursi, posebno devizna štednja stanovništva, koja poslednju deceniju i po ima tendenciju rasta (stanje 31.12.2015. godine je 816,7 milijardi dinara, od čega se na deviznu štednju odnosi 8,6 milijardi €).

Ogroman značaj za povratak poverenja u bankarsku štednju imalo je donošenje posebnog Zakona o regulisanju javnog duga po osnovu stare devizne štednje (2002. godine), na osnovu koga je sprovedena obavezna konverzija deviznih štednih uloga u državne obveznice, sa kamatnom stopom 2% godišnje i krajnjim rokom dospeća 31.05.2016. godine. Upravo se ove godine izmiruje i poslednja tranša od ukupnog duga, koji je iznosio 4,2 milijarde EUR⁵²¹. Ključni značaj za jačanje poverenja štediša ima paket zakona, kao okvir regulacije za ublažavanje rizika (spoljnih i unutrašnjih) iz oblasti osiguranja depozita, stečaja i likvidacije banaka, odnosno jačanja institucionalnog kapaciteta Agencije za osiguranje depozita⁵²².

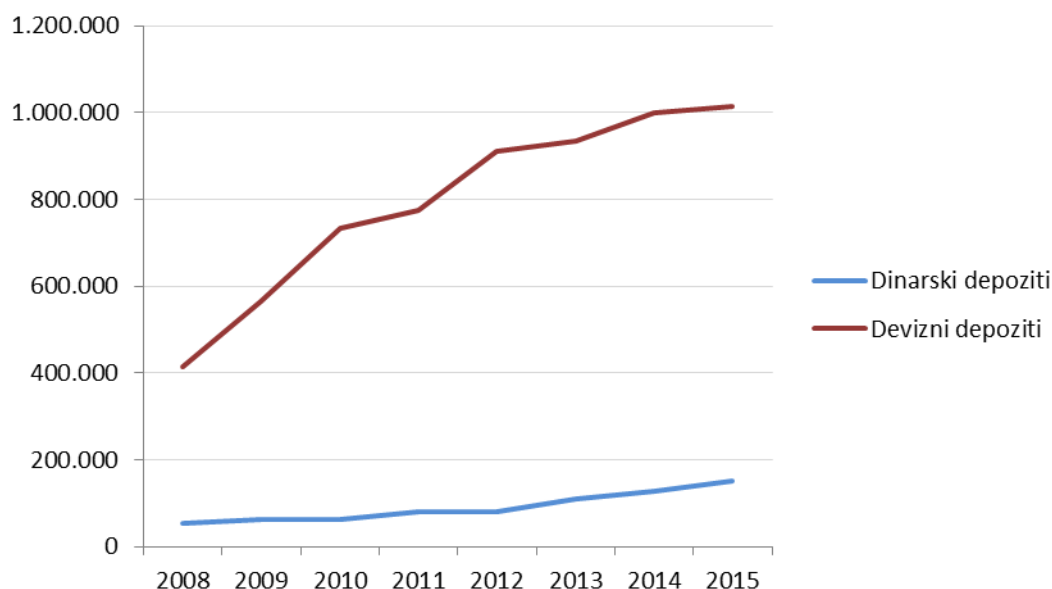
Kretanje štednje stanovništva prikazuje sledeća slika.

⁵¹⁹ U literaturi postoji više metoda merenja adekvatnosti kapitala banaka: knjigovodstvena, nominalna i tržišna vrednost kapitala. Opširnije kod Đukić, Đ. (2011) Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama. Beograd. CID EF. str. 199.

⁵²⁰ Videti Hanić, H., Vuković, V. (redaktori) Tržište bankarskih proizvoda i usluga u Srbiji i zemljama u okruženju. Beograd. Beogradska Bankarska Akademija. (2008)

⁵²¹ Ukupan dug se odnosio na četiri banke koje su otišle u stečaj (Beobanka, Jugobanka, Investbanka i Beogradska banka) i dve privatne piramidalne štedionice (Defiment banka i Jugoskandik). Time su sukcesivno namirene štediške i njihovi naslednici. Obveznicama stare devizne štednje trgovalo se na Beogradskoj berzi, prodajom pre roka dospeća, uz odgovarajući diskont. Pa ipak, procenjuje se da nekoliko milijardi EUR građani drže van bankarskog sektora.

⁵²² Videti paket relevantnih zakona za upravljanje rizikom: Novi Zakon o Agenciji za osiguranje depozita (AOD), Zakon o osiguranju depozita, Zakon o stečaju i likvidaciji banaka i društava za osiguranje, kao i izmene i dopune Zakona o Narodnoj banci Srbije i Zakona o bankama. Autor ovog istraživanja se od 2015. godine nalazi na funkciji predsednika Upravnog odbora AOD.



Slika 58: Devizna i dinarska štednja stanovništva u Srbiji u periodu 2008 - 2015. godine (u hiljadama dinara)

Izvor: NBS

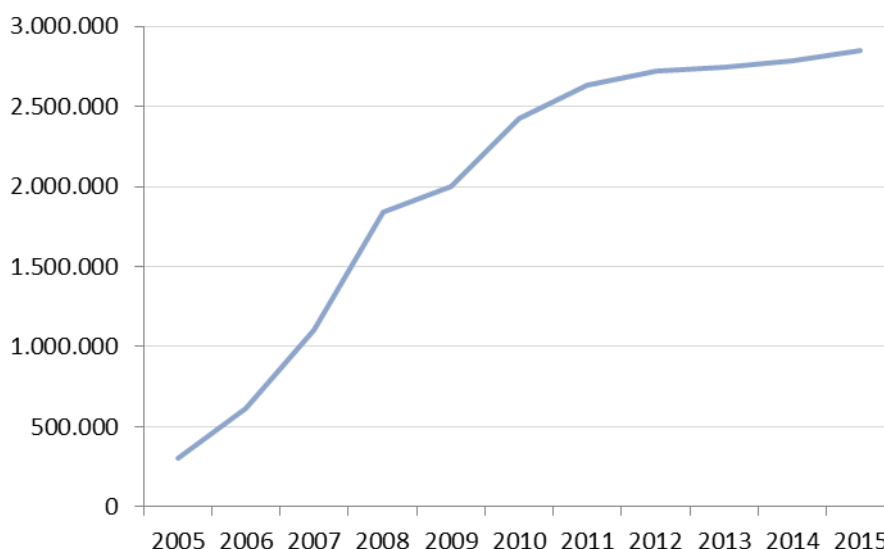
Iz navedene tabele se mogu konstatovati sledeće tendencije i problemi u oblasti štednje stanovništva: (1) nepovoljna valutna struktura štednje, uz apsolutnu dominaciju devizne štednje (95%), preciznije proces eurizacije (dinarska štednja čini svega 5% ukupne štednje, što je najnepovoljniji odnos u regionu), (2) neadekvatna ročna struktura, odnosno dominacija štednje na kratak rok (15%), dok su za dugoročno hipotekarno stambeno kreditiranje potrebni dugoročni resursi, (3) trend pada kamatnih stopa na štedne depozite, podstaknut preporukama i merama NBS (smanjenje referentne kamatne stope), radi smanjenja kamatnih stopa po kreditima stanovništvu, posebno stambenih (koji su još uvek relativno skupi), (4) banke u Srbiji sa stranim kapitalom mogu da koriste relativno povoljne kreditne linije od svojih matice, a još nemaju konkurenciju u tržištu hipotekarnih hartija od vrednosti, (5) povlačenje štednih uloga, kao posledica globalne finansijske krize, (6) ukupna štednja je nenamenskog karaktera, nije razvijena namenska ugovorna štednja za stan i drugo.

2. Hipotekarni instrumenti

Pozitivna tendencija razvoja domaćeg hipotekarnog tržišta predstavlja ubrzanje rasta obima hipotekarnih stambenih kredita, posebno do pojave globalne finansijske krize. U periodu 2004- 2015. godine odobreno je ukupno 107.162 stambena kredita, u ukupnom iznosu od 346,9 milijardi dinara, što čini najveći udeo u strukturi kredita stanovništvu (46,3%)⁵²³. Kretanje stambenih kredita po godinama pokazuje slika 59.

Brzi rast hipotekarnih stambenih kredita bio je podstaknut zaraznim optimizmom stanovništva (posle 5. oktobra 2000. godine) u pogledu rasta zaposlenosti, visine zarada i rasta cena imovine, posebno nekretnina.

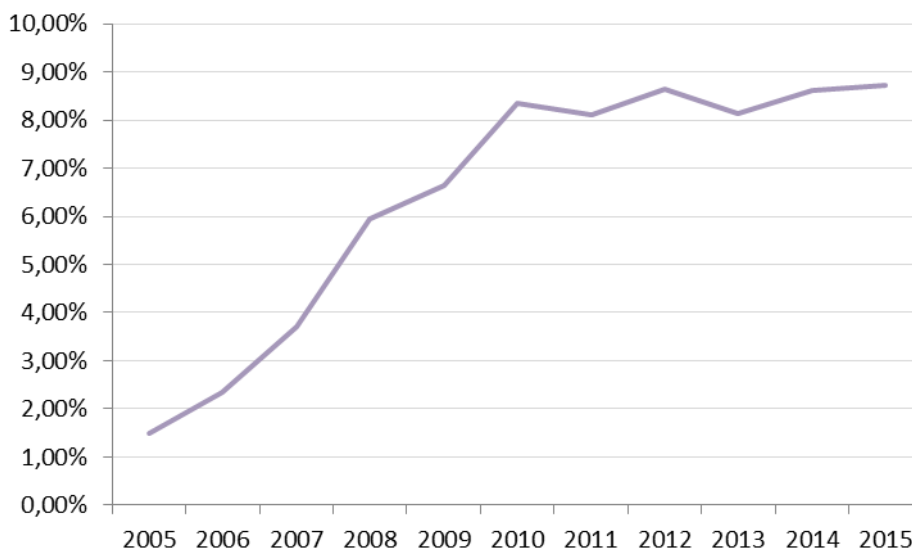
⁵²³ Detaljnije u Godišnjem Izveštaju NBS o stabilnosti finansijskog sistema, Str 40.



Slika 59: Pregled odobrenih hipotekarnih stambenih kredita u Srbiji u periodu 2005 - 2015. godine

Izvor: NBS

Hipotekarni krediti rasli su neuporedivo brže od rasta BDP, što se karakteriše kao produbljanje bankarskog tržišta⁵²⁴, što ilustruje slika 60.



Slika 60: Udeo hipotekarnih kredita u BDP u periodu 2000 - 2015.

Izvor: NBS

⁵²⁴ Pošto je hipotekarno kreditiranje nakon 2000-te godine krenulo praktično iz početka (od nule) i pored velike ekspanzije, još uvek je relativno malo učešće hipotekarnih kredita u BDP (svega 8,72%, dok u razvijenim zemljama dostiže i do 100%- Danska 120%). Treba istaći, da je NBS ograničila mesečne anuitete po stambenim kreditima na 50% mesečnih zarada zajmotražilaca, dok je koeficijent LTV bio dosta visok (prema podacima NKOSK iznosio 65%), a državno osiguranje je podizalo nivo tražnje i smanjivalo cenu hipotekarnih kredita. Pri tome, treba imati u vidu da je oko tri četvrtine ukupnih stambenih kredita osigurala NKOSK. Razume se, u stvorenoj iluziji brzog blagostanja za sve, rasli su svi oblici zaduživanja, uključujući i spekulativno. Kada je ciklični tok krize smenio ekspanziju kredita, mnogi korisnici kredita nisu mogli od zarade da otplaćuju kredite, a pad cena nekretnina obezvređio je date hipoteke. Tako je onemogućeno refinansiranje ranije uzetih hipotekarnih stambenih kredita, a taj trend je prisutan i danas.

Za ekspozivan rast ovih kredita (po broju i iznosu) zasluge pripadaju grupama velikih stranih banaka, koje su obezbedile visoka kapitalna ulaganja. Motiv je bio osvajanje novog, gladnog kreditnog tržišta, uz mogućnost iznadprosečne profitabilnosti, zahvaljujući visokim kamatnim maržama (daleko većim nego u zemljama porekla), koje pokazuje navedena slika.

Međutim, globalna finansijska kriza je pokazala da je ubrzano hipotekarno stambeno kreditiranje, iako osigurano od NKOSK, bilo izloženo velikom broju rizika⁵²⁵. Posebno se ističe rizik zemlje, uključujući dvovalutni sistem (Euro, dinar), koji povlači kreditni i devizni rizik⁵²⁶. Ovde se zadržavamo na uvođenju valutne klauzule i indeksacije hipotekarnih stambenih kredita, koja je postala veliki rizik i teret, kako za hipotekarne dužnike, tako i za kreditore. Poseban problem predstavljaju krediti sa valutnom klauzulom u švajcarskim francima, zbog naglog rasta kursa ove valute nakon odobravanja kredita⁵²⁷. Od ukupnog broja stambenih kredita, na kredite indeksirane u švajcarskim francima odnosi se 21.785 kredita u ukupnom iznosu od blizu jedne milijarde švajcarskih franaka, što čini 28,8% ukupno odobrenih stambenih kredita u Srbiji. Ovi krediti čine samo 3% BDP. Sredinom 2011. godine zabranjeno je odobravanje ovih kredita, a 2013. godine NBS je dala preporuke bankama da omoguće niže rate otplate u naredne 3 godine, s tim da se na razliku umanjene i stvarne rate ne obračunava kamata. Zbog težine problema, početkom 2015. godine, NBS je donela Odluku, kojom obavezuje banke da korisnicima ovih kredita ponude aneksiranje ugovora, prema 4 sledeća modela:

1. Konverzija kredita indeksiranog u švajcarskim francima u kredit indeksiran u evrima po kursu povoljnijem za 5%, uz dalju primenu kamatne stope koju banka primenjuje na kredite indeksirane u evrima, uz mogućnost produžetka roka otplate kredita, u skladu sa zahtevom korisnika najduže za 5 godina,
2. Konverzija kredita indeksiranog u švajcarskim francima u kredit indeksiran u evrima, uz snižavanje kamatne stope koju banka primenjuje na kredite indeksirane u evrima na godišnjem nivou za 1 p.p., pri čemu ne mora biti niža od 3%, uz mogućnost produženja roka otplate kredita, u skladu sa zahtevom korisnika najduže za 5 godina,
3. Kredit ostaje indeksiran u švajcarskim francima, ali se kamatna stopa na godišnjem nivou snižava za 1 p.p., pri čemu ne mora biti niža od 3%, uz mogućnost produženja roka otplate kredita, u skladu sa zahtevom korisnika najduže za 5 godina,
4. Kredit ostaje indeksiran u švajcarskim francima, ali se iznos mesečne rate izražen u švajcarskim francima snižava za 20% ugovorenog iznosa u periodu od 36 meseci od dana zaključenja aneksa ugovora, a ukupan iznos za koji su mesečni anuiteti umanjeni otplaćuje se u 12 jednakih mesečnih rata nakon isteka prvobitnog roka

⁵²⁵ Hanić, H. (2014) Global financial crisis: cause, consequences and the impact on Serbian economy. Contemporary trends and prospects of economic recovery. Nice. CEMAFI International Association. str. 337- 351.

⁵²⁶ Istorija i nedavna strana iskustva nas uče da je kreditni bum najbolji "prorok" bankarske krize.

⁵²⁷ Drastičan skok švajcarskog franka u jednom danu (15. januar 2015) za gotovo 20% (sa 102 na 121 dinar).

dospeća kredita. Na potraživanja čija bi naplata bila odložena u skladu sa ovim modelom banka ne bi obračunavala niti naplaćivala kamatu.

Pri tome, NBS daje sledeću ocenu "takvom odlukom se na sistemski način pristupilo rešavanju složenog problema valutno indeksiranih stambenih kredita, uz puno uvažavanje slobode ugovaranja, s jedne strane i imperativnih propisa, s druge strane. Kao regulator bankarskog tržišta, Narodna banka Srbije je usvojila rešenje koje građanima pomaže da prevaziđu teškoće u otplati kredita u švajcarskim francima, kao i u slučaju jednostranog podizanja kamatnih marži od strane banaka, ali koje istovremeno ne ugrožava osnovne principe za koje se Narodna banka Srbije zalaže: pravna sigurnost, tržišno poslovanje i odgovornost svih tržišnih učesnika za preuzete obaveze. Drugim rečima, usvojenim rešenjima stvorene su i pretpostavke i podsticaji- obaveznost postupanja banaka, sloboda izbora korisnika kredita i podela finansijskog tereta između poverilaca i dužnika"⁵²⁸.

Karakteristična tendencija je, međutim, mnogo veći udeo ovih kredita u ukupnim problematičnim stambenim kreditima (65,5%).

U ukupnom broju stambenih kredita, na problematične kredite se odnosi 7.248 kredita u bruto iznosu od 32,9 milijardi dinara, od čega se 9,5% odnosi na problematične kredite⁵²⁹. Bitno je istaći da je to učešće niže, kako u odnosu na ukupne problematične kredite stanovništva (11,7%), tako i u odnosu na problematične kredite privredi (21,6%). Stambeni hipotekarni krediti imaju dominantan udeo, kako u ukupnim kreditima stanovništvu (45,7%), tako i u bruto NPL stanovništva (37,3%), ali najmanji pokazatelj NPL (9,5%) u odnosu na sve druge namene kredita stanovništvu (najveća nenaplativost je kod potrošačkih kredita (22,8%)). Detaljnu strukturu problematičnih kredita stanovništvu prikazuje sledeća tabela.

Tabela 17: Struktura NPL

	31. децембар 2014.	31. децембар 2015.
Укупни бруто NPL		
износ	421.259	424.624
показатељ	21,5%	21,6%
Привреда¹⁾		
износ	248.431	216.797
показатељ	24,6%	21,7%
Физичка лица²⁾		
износ	82.121	88.172
показатељ	11,4%	11,7%
Друга правна лица – нефинансијски сектор у стечају		
износ	83.529	112.356
показатељ	98,7%	99,9%
Остало		
износ	7.178	7.300
показатељ	5,1%	7,2%

Izvor: NBS

⁵²⁸ Godišnji izveštaj NBS o stabilnosti finansijskog sistema za 2014. godinu. str. 96.

⁵²⁹ Prema analizi NBS: "Trendovi u kreditnoj aktivnosti", beleži se tendencija rasta stambenih NPL, tako da su krajem 2015. iznosili preko 9,5%.

Takođe, za finansijsku stabilnost zemlje od posebnog značaja je činjenica da je najveći broj stambenih kredita (preko 75%) osiguran od strane NKOSK. Reč je 79.992 kredita u inicijalno osiguranom iznosu od 2,9 milijarde €, od čega je neotplaćeno 2,3 milijarde €. Prema dostupnim informacijama, u drugim zemljama tranzicije (Poljska, Mađarska, Hrvatska) vlade i centralne banke, zajedno sa asocijacijama poslovnih banaka i njihovim klijentima postigle su odgovarajuće dogovore, koji zadovoljavaju interese svih strana, obezbeđujući zaštitu korisnika finansijskih usluga⁵³⁰.

Pokrenute su brojne stručne, sudske i druge debate o pravnoj prirodi ovih ugovora, karakteru valutne klauzule (neadekvatnost uzajamnih davanja ugovornih strana na štetu dužnika), savesnosti ugovornih strana (ocena kreditne sposobnosti i potpunost informisanja korisnika o rizicima), nameni kredita (prvi stan- za lično stanovanje ili investiranje), promeni ugovora usled bitno promenjenih okolnosti za otplatu kredita i drugo⁵³¹.

Kao što smo već isticali, u načelu se slažemo sa autorima, koji predlažu formulu tripartitnog učešća u podeli sistemskog rizika, odnosno rešavanju zajedničkog problema NPL i raspodeli tereta koji treba da nose⁵³²: (1) dužnici- kao kupci stanova, (2) poverioci- banke, koje su slabo procenile kreditnu sposobnost zajmotražioca na dugi rok, (3) država- kao regulator i zaštitnik potrošača- korisnika finansijskih usluga.

Razume se Strategija NBS i Vlade RS (čija izrada je u toku) treba da, na osnovu detaljnih analiza stanja, najboljih modela uporedne prakse i realnih mogućnosti sve tri grupe učesnika, definiše konkretne odnose, imajući u vidu poverenje građana u hipotekarno tržište, njegovu efektivnost i dalji razvoj na zdravim osnovama (bez spekulacija i kratkoročnih partikularnih interesa). Pri tome, radi se o kompleksnoj jednačini, koja zahteva oprezan, kreativan, pragmatičan i racionalan pristup, odnosno uravnotežen model, koji će imati u vidu fiskalna ograničenja i kapacitete banaka, koji će omogućiti prezaduženim građanima, da nastave sa otplatom kredita, bez ugrožavanja egzistencije⁵³³. To je projekat od interesa da sve tri navedene grupe učesnika, kao i za širu makroekonomsku, socijalnu i političku stabilnost⁵³⁴. Međunarodna praksa poznaje više institucionalnih modela upravljanja problematičnim potraživanjima: (1) centralizovana državna kompanija tzv. loša banka, (2) privatna kompanija, (3)

⁵³⁰ Tako je krajem 2014. godine Mađarska omogućila dužnicima da stambene kredite u stranim valutama (CHF, EUR) konvertuju u domaću valutu (forinta) po fiksnom kursu ispod tržišne vrednosti, pošto je Vrhovni sud doneo odluku da je praksa banaka u nekim slučajevima bila nepravedna. U toj operaciji centralna banka je, na osnovu ugovora sa bankama, izdvojila tri milijarde EUR iz svojih rezervi, kao podršku bankama. Banke su obavezane da neophodna sredstva za konverziju kupuju od Centralne banke, a ne na deviznom tržištu. Vlada je, na predlog Ministarstva privrede, naložila bankama da moraju obešteti korisnike kredita.

⁵³¹ Pri tome se pravni oslonac traži u Zakonu o obligacionim odnosima, Zakonu o deviznom poslovanju, Zakonu o bankama, Zakonu o Narodnoj banci, Zakonu o zaštiti korisnika finansijskih usluga, domaćoj i stranoj sudskoj praksi i slično.

⁵³² Videti radove: P. Krugman, J. Stiglic, Dž. Akerlof i drugi.

⁵³³ Jasno je da prinudna naplata potraživanja ima za cilj namirenje poverioca, ali to nikako ne treba da znači egzistencijalno uništenje, već odgovarajuću zaštitu dužnika (onih koji hoće, a objektivno ne mogu da uredno servisiraju uzeti kredit pod novonastalim uslovima).

⁵³⁴ Ta pitanja prevazilaze postavljene okvire našeg istraživanja, mada nastavljamo aktivnu participaciju na formulisanju stavova odgovarajuće strategije (pri AOD).

organizaciona jedinica u okviru banke i dr. Prirodno, svaki od ovih modela ima prednosti i mane (čišćenje bilansa banke ili dobro poznavanje dužnika i sl.)⁵³⁵.

Ukazali smo na pozitivne tendencije razvoja hipotekarnog kreditiranja u pogledu produženja rokova vraćanja stambenih kredita (do 30 god.) i smanjenje kamatnih stopa (sa preko 10% na 3,8%), pri čemu je i dalje kamatna marža viša u odnosu na uporedive zemlje EU. Najpovoljniji stambeni krediti, osiguravani od strane NKOSK, imali su maksimizirane kamatne stope, i to: (1) model sa ličnim učešćem- 8,95% godišnje, (2) model sa oročenim depozitom- 7,45% godišnje.

10.3. Efektivnost primenjivanih programa

Ocena efektivnosti sistema hipotekarnog kreditiranja je složen problem, zbog mnogobrojnih socijalnih i ekonomsko-finansijskih relacija. Efektivnost se može posmatrati sa nivoa ukupnog bankarskog sistema (pokazatelj udeo hipotekarnih kredita u BDP), funkcionisanja banaka (pokazatelj rentabilnosti aktiva), socijalnih efekata hipotekarnog kreditiranja (sa stanovišta države i korisnika kredita).

U uslovima masovne privatizacije (rasprodaje) društvenog stambenog fonda i razvoja tržišta nekretnina, bilo je aktualizovano pitanje rešavanja stambenih pitanja građana i formiranje sistema dugoročnog hipotekarnog stambenog kreditiranja.

Taj cilj je, u prvoj fazi reformi, ostvaren razvojem primarnog hipotekarnog tržišta, zahvaljujući inicijativi i aktivnosti stranih banaka i merama državne podrške, uz neposredno učešće u stvaranju pravnog okvira, osnivanju institucije za osiguranje tih kredita (NKOSK), stimulisane banaka i zajmotražilaca: kao osnovnih učesnika primarnog tržišta, kao i monitoring efektivnosti funkcionisanja.

Država je, preko NKOSK, diktirala tržištu uslove i standarde kreditiranja, što je bilo nužno da bi se hipotekarno tržište, uopšte, razvilo. Na taj način smanjeni su rizici i obezbeđeni interesi, kako kreditora, tako i zajmotražilaca, kroz snižavanje kamatnih stopa, što je doprinelo povećanju broja stanova kupljenih na kredit. To je bitan kriterijum ocene efektivnosti hipotekarnog sistema.

Banke u Srbiji su jedini zakoniti kreditori, uključujući i hipotekarno stambeno kreditiranje. pošto ne postoje nebankarski finansijski kreditori, kao ni tržište hipotekarnih hartija od vrednosti, pa možemo govoriti o punoj bankizaciji Srbije.

Bankarsko hipotekarno kreditiranje imalo je brojne pozitivne efekte na razvoj finansijskog sistema, kao i makroekonomske efekte na ekonomsko- socijalni razvoj Srbije. Pri tome, posebno imamo u vidu sledeće oblasti:

1. modernizacija, kapitalizacija i razvoj bankarskog sistema, usavršavanje nove organizacione strukture bankarskog sektora,
2. uspostavljanje dugoročnih veza sa klijentima,

⁵³⁵ O institucionalnim aranžmanima rešavanja problematičnih kredita videti opširnije kod: Dragutinović, D., Živković, B. Uzroci i posledice visoke stope problematičnih kredita: Može li se učiniti više od učinjenog? Ekonomska politika Srbije u 2014: mogućnosti privrednog rasta u uslovima reformi i fiskalne konsolidacije. NDEC i Ekonomski fakultet. Beograd. str 165.

3. širenje resursne baze za hipotekarno kreditiranje,
4. obogaćivanje ponude bankarskih proizvoda,
5. inoviranje mehanizma i metoda ocene kreditne sposobnosti zajmotražilaca,
6. bolji kvalitet bankarskih usluga,
7. razvijeniji modeli, standardi, procedure i tehnologije upravljanja rizicima i kreditnim portfolijom,
8. usavršavanje korporativnog upravljanja,
9. jačanje kadrovske osposobljenosti i profesionalizma u prodaji bankarskih proizvoda i usluga,
10. stimulisanje štednje stanovništva i uključivanje u procese stambenog hipotekarnog kreditiranja i investiranja,
11. povećanje investicija u građevinski sektor, a time i u druge grane privrede, uz osvajanje novih materijala i tehnologija u građevinarstvu i pratećoj industriji,
12. socijalni aspekti, kroz veću dostupnost stanova, na kredit, posebno za mlade bračne parove, zaposlene u vojsci i zdravstvu, a time i stimulativan uticaj na razvoj profesionalne karijere dužnika (radi lakše otplate kredita), obnavljanje gradskih sredina,
13. uvećanje broja zajmotražilaca hipotekarnih stambenih kredita, kako za kupovinu prvog stana, tako i korišćenjem postojećeg stana, kao likvidne aktive građana, za kupovinu većeg stana i sl.

Ovde bih istakao da, zbog relativno malog obima hipotekarnih kredita, u Srbiji još nisu stvoreni pravni uslovi za poslovanje specijalizovanih hipotekarnih banaka, kao novih tržišnih učesnika, već su ključne kreditne institucije univerzalne banke, koje posluju na osnovu samofinansiranja i državnih subvencija, bez uključivanja investitora sa tržišta kapitala.

Naša komparativna analiza stranih iskustava pokazuje da se efektivniji razvoj hipotekarnog tržišta obezbeđuje razvojem sekundarnog hipotekarnog tržišta i mehanizma emisije hipotekarnih hartija od vrednosti. Time se mobilišu jeftiniji i dugoročniji izvori resursa za banke-ključne kreditore na primarnom hipotekarnom stambenom tržištu.

Kao što smo naglašavali, za sada su domaće banke sa stranim kapitalom u Srbiji orijentisane na domaću štednju stanovništva, depozite privrede, svoj kapital i povoljne kreditne linije svojih centrala u inostranstvu, bez uključivanja tržišta kapitala.

Pored značajnih rezultata, hipotekarno tržište Srbije suočeno je sa brojnim problemima efektivnog funkcionisanja i daljeg razvoja. Na osnovu praktičnih neposrednih iskustava autora (kao direktora sektora kreditiranja stambene izgradnje u domaćim bankama), kao i intervju a i razgovora sa bankarskim ekspertima, osnovni faktori koji koče dalji razvoj hipotekarnog stambenog kreditiranja mogu se svesti na sledeće:

1. nedovoljna spremnost srpskog društva- građana da se upuste u masovnu kupovinu stana na kredit, zbog brojnih rizika otplate, na izuzetno duge rokove,
2. čekanje boljih vremena za kredit ili na nasleđstvo stana⁵³⁶,
3. odsustvo jeftinih dugoročnih izvora sredstava u bankama,
4. još uvek visoke kamatne stope na hipotekarne stambene kredite, u poređenju sa zemljama EU, gde je prisutna veća konkurencija kreditora,
5. neprihvatljiv odnos cene stana i oficijelnih dohodaka domaćinstava, što smanjuje dostupnost stanova,
6. neprofesionalna i neadekvatna ocena vrednosti nekretnine, kao hipoteke za kredit,
7. složena procedura i visoka cena registracije hipoteka, kao i brojni drugi troškovi (osiguranje, kreditni biro, provizije i dr.),
8. problem utvrđivanja kreditne sposobnosti zajmotražioca, usled netransparentnih izvora dohodaka, odnosno dokumentovanih zarada zajmotražioca (često se iznos preko minimalne zakonske zarade isplaćuje nelegalno- "na ruke"),
9. neodgovarajuća kvalifikovanost i iskustvo hipotekarnih bankarskih službenika i nedovoljna orijentisanost na potrebe i mogućnosti klijenta u procesu prezentacije karakteristika i prodaje proizvoda i usluga,
10. teškoće sa problematičnim ("teškim") kreditima, zbog aktuelne finansijske krize i gubitka zaposlenja nosilaca kredita,
11. neprijatnosti i procedure vezane za realizaciju hipoteke i iseljenje dužnika iz kreditiranog stana,
12. nezainteresovanost proizvođača stanova za učešće u programima hipotekarnog kreditiranja,
13. stanje u građevinskom sektoru, manipulacije i prevare kvaziinvestitora stanova, uz uplate učešća kupaca u investiranju i izgradnji stanova⁵³⁷,
14. nepostojanje sekundarnog hipotekarnog tržišta, institucija i instrumenata, koji treba da omogući investicije za povoljniju hipoteku i drugo.

Imajući u vidu navedeno, banke u Srbiji oprezno prognoziraju perspektive daljeg razvoja hipotekarnog stambenog kreditiranja građana. Pri tome, velike banke kao glavne probleme još uvek navode visoke rizike i nedovoljnu regulaciju hipotekarnog tržišta, uključujući i vansudsku realizaciju hipoteka. S druge strane, male banke, uglavnom domaće, imaju problem nedostatka sredstava (posebno dugoročnih) za hipotekarno kreditiranje, tako da nisu spremne da učestvuju ni u državnim programima subvencionisanja.

⁵³⁶ Dotle, mnogi mladi žive sa roditeljima, bez zasnivanja porodice i do 40-te godine života.

⁵³⁷ Mnogi kupci stanova u izgradnji postali su žrtve nesavesnih investitora, protiv kojih se vode dugi i neizvesni sudski postupci. izostao je sistem regulacije, ovih alternativnih- necivilizovanih šema finansiranja stambene izgradnje.

S tim u vezi, od države se, u uslovima aktuelne krize i otpočinjanja nove etape razvoja, očekuje da podrži tražnju na tržištu nekretnina, stvaranjem mogućnosti za razvoj novih institucija i modernijih instrumenata i mehanizama mobilizacije sredstava za hipotekarno kreditiranje i refinansiranje.

1. Suštinska efektivnost mehanizma bankarskog hipotekarnog kreditiranja sagledava se sa stanovišta doprinosa rešavanju stambenih problema stanovništva, kako u kvantitativnom, tako i u kvalitativnom smislu.

Mere monetarne politike, u pravcu smanjenja referentne kamatne stope i obaveznih rezervi banaka, fiskalno prilagođavanje, makroekonomska stabilizacija, omogućili su povoljnije kretanje bazičnih parametara hipotekarnih kredita banaka.

Beleže se pozitivne tendencije po mnogim ključnim parametrima: povećanje obima kredita, produženje rokova otplate, snižavanje cena hipotekarnog zaduživanja, kontinuiranog ublažavanja standarda (lično učešće, kolateral), dokumentacije za utvrđivanje kreditne sposobnosti, porast tražnje za refinansiranjem ranije uzetih kredita, subvencije države i slično.

S druge strane, prostora za unapređenje i razvoj sistema hipotekarnog kreditiranja je, svakako, mnogo. To se posebno odnosi na modifikovane modele otplate, rešavanje problematičnih kredita i egzekuciju hipoteka.

Recimo, način otplate kredita- u razvijenim hipotekarnim sistemima pružaju se veće mogućnosti izbora zajmotražiocu, dok se u Srbiji još uvek primenjuju pojednostavljene jednolične šeme otplate. Može se očekivati da strane banke ponude alternativne-modernije modele otplate, koji odgovaraju realnim mogućnostima i interesima zajmotražilaca u Srbiji.

Razume se, u praksi svaki od navedenih parametara kredita uslovljen je brojnim faktorima, rizicima i potencijalima zajmotražilaca i kreditora. Tako, ukoliko zajmotražilac želi veći kredit, mora raspolagati većim tekućim zaradama, većim ličnim učešćem i većom vrednošću hipoteke. Visina kamatne stope, pored navedenih faktora, zavisi od valute (din, eur, chf) i roka vraćanja kredita. Maksimalni rok vraćanja kredita definisan je poslovnom politikom banke i kreditnom sposobnošću zajmotražioca, itd. Svi ti povezani faktori određuju stepen dostupnosti stanova na kredit, posebno domaćinstvima sa srednjim i niskim dohocima.

Na osnovu rečenog, razrada konkretnih modela međusobnih kompleksnih veza navedenih parametara, koji će zadovoljiti interese banke i klijenta, predstavlja suštinski uslov povećanja efektivnosti mehanizma hipotekarnog kreditiranja. U tom smislu, povećanje kamatnih stopa u cilju veće profitabilnosti banaka, ne povećava efektivnost sistema, jer ne odgovara nivou dohotka stanovništva i cene stanova, vodi negativnoj selekciji korisnika kredita, povećava kreditni rizik i slabi kvalitet kreditnog portfolija banke. Kao što smo videli, sve je povezano: veća profitabilnost kreditora zahteva snižavanje rizika, širenje asortimana hipotekarnih proizvoda i usluga prilagođenih klijentima, kao i doprinos stabilnosti ukupnog bankarskog i finansijskog sektora.

Podizanje ukupne efektivnosti hipotekarnog kreditiranja, kao mehanizma usaglašavanja interesa učesnika, treba da uključi modeliranje optimalnih uslova i dalje standardizovanje

ugovora o hipotekarnom stambenom kreditu, kao uslova za sekjuritizaciju i razvoj sekundarnog tržišta.

2. Efektivnost hipotekarnog kreditiranja sa stanovišta (pojedinačne ili grupe) banaka zavisi od njihove strategije razvoja, odnosno stanja i potencijala klijentske baze i tržišnog učešća. Srbija spada u red brzorastućih hipotekarnih tržišta sa perspektivnim jačanjem konkurencije u pogledu inovacija proizvoda, osvajanja klijenata i širenja tržišta.

Prema hipotekarnoj efektivnosti, možemo identifikovati četiri grupe banaka sa različitim udelom na hipotekarnom tržištu Srbije:

- Lideri- dominantni kreditori, sa povoljnim uslovima kredita, inovacijama i aktivnom akvizicijom klijenata, marketinškom ofanzivom, izbalansiranim kamatnim stopama (Banca Intesa, Komercijalna banka, Unicredit banka, Raiffeisen banka, Societe Generale banka).
- Jaki konkurenti- aktivni na izabranom segmentu tržišta, prate i imitiraju lidere, čuvajući imidž svojih prepoznatljivih hipotekarnih proizvoda i usluga (Credit Agricole banka, Eurobank, Vojvođanska banka, Erste banka).
- Slabi konkurenti- čuvaju svoj deo tržišta, snižavaju cene proizvoda i usluga, pridržavaju se standarda NKOSK, radi potencijalnog refinansiranja.
- Outsajderi- pokušavaju da zadrže simboličan udeo tržišta, daju ograničene aranžmanske kredite svojim deponentima, snižavaju troškove i ne učestvuju u konkurentskoj borbi.

3. Sledeći aspekt efektivnosti sistema hipotekarnog kreditiranja tiče se subvencija kamatnih stopa po kreditima banaka iz državnog budžeta. Država je, u cilju podsticanja razvoja hipotekarnog stambenog kreditiranja preuzela na sebe veliku obavezu garantovanja (preko NKOSK) i subvencionisanja- funkciju kamatizacije razlike između tržišnih i povoljnijih kamatnih stopa (socijalna hipoteka). Svakako, to je bio nužan uslov da bi nacionalno hipotekarno tržište bilo ponovo uspostavljeno.

U uslovima turbulentnih kretanja na globalnom finansijskom tržištu to može, na dugi rok posmatrano, biti veliki rizik i opterećenje države⁵³⁸. Pri tome, ne zanemarujemo nespornu korist stambenih hipotekarnih programa za banke i korisnike kredita, kao i brojne multiplikativne efekte na ekonomsko- socijalni razvoj.

4. U dosadašnjem razvoju, kvalitet bankarskih portfolia hipotekarnih stambenih kredita je bio relativno zadovoljavajući, zahvaljujući konzervativnim standardima ocene kreditne sposobnosti zajmotražilaca. Pa ipak, nivo dospelih nenaplaćenih potraživanja ima tendenciju stalnog rasta i znatno je prešao kritičnu granicu od 5%, što zahteva klasifikovanje u kategorije najvišeg rizika, odnosno velike rezervacije banaka⁵³⁹.

Snižavanju efektivnosti sistema hipotekarnog kreditiranja doprinosi više faktora: recesija, gubitak posla, smanjenje zarada, problematična procena rizika i kreditne sposobnosti zajmotražilaca, sporna ocena vrednosti hipoteka i drugi neprofesionalni rizici. Zbog

⁵³⁸ Zbog fiskalnih ograničenja ukinut je program subvencionisanja stambenih kredita (2014).

⁵³⁹ Podaci ankete NBS i izveštaji NKOSK pokazuju da nivo NPL beleži konstantan rast do nivoa od 21,6% (2015).

ostvarenja postavljenih biznis planova u pogledu akvizicije broja klijenata, ne vodi se dovoljno računa o vraćanju kredita.

Pored velikog napretka u usavršavanju zakonske regulative, još uvek postoji problem neefektivnost hipotekarnog osiguranja i obezbeđenja kredita, kao i iseljenja dužnika iz stana.

Banke su, iz više razloga, prinuđene da mirnim putem i dogovorom sa klijentom regulišu i naplaćuju svoja potraživanja⁵⁴⁰. Iako novi novčani tokovi, s jedne strane, mogu da odgovaraju interesima klijenta i banke, s druge strane, umanjuje se predvidivost otplate na dugi rok, što nije podsticajno za razvoj sekundarnom hipotekarnog tržišta Srbije, emisijom hipotekarnih HoV, namenjenih domaćim i stranim investitorima.

I pored svih programa i napora, hipotekarno tržište Srbije je još uvek malo u poređenju sa međunarodnim standardima (svega 8,72% BDP, u EU proseku 49,6% BDP). O masovnosti hipotekarnih kredita može se govoriti kada njihov udeo u BDP pređe 15%.

Konačno, povećanje efektivnosti hipotekarnog kreditiranja vezano je za razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta Srbije, što su ozbiljni zadaci regulatora i tržišnih učesnika.

Najnovije procene međunarodnih finansijskih institucija govore da je, u vremenskom horizontu od nekoliko godina, realno očekivati ubrzaniji ekonomski oporavak i značajnije stope ekonomskog rasta, smanjenje nezaposlenosti i rast zarada, a time i veću platežno sposobnu tražnju za stambenim hipotekarnim kreditima i razvoj tržišta nekretnina.

11. Pravci, modeli i strategija razvoja hipotekarnog tržišta

U dosadašnjem delu istraživanja demonstrirali smo istorijsku i tekuću dinamiku pokazatelja domaćeg i globalnog hipotekarnog tržišta.

Da bismo analizirali dugoročne potencijale i perspektivu institucionalnog razvoja, dostupnost hipotekarnih proizvoda, kao i ulogu države u razvoju i regulaciji nacionalnog hipotekarnog tržišta, moramo sagledati ekonomsku bazu, odnosno fundamentalne faktore, koji određuju njegovu ulogu i karakter.

11.1. Uticaj fundamentalnih faktora

Kao što je komparativna analiza savremenih hipotekarnih tendencija pokazala, arhitektura i dinamika budućeg hipotekarnog tržišta Srbije biće pod uticajem, kako spoljnih, tako i unutrašnjih fundamentalnih faktora.

1. Spoljni faktori, odnosno, strane banke i razvijena finansijska tržišta pokazala su snažan uticaj na renesansu domaćeg hipotekarnog tržišta. Dosadašnji pravac razvoja, problemi domaćeg bankarskog sektora i disproporcije tržišta hartija od vrednosti ukazuju da je realistično očekivati pojačavanje i širenje spoljnih uticaja, uz specifičnosti

⁵⁴⁰ Usvojena je Strategija NBS i Vlade RS za celovito rešavanje problematičnih kredita, uključujući i hipotekarne stambene kredite.

nacionalnog hipotekarnog tržišta. Zbog te funkcionalne zavisnosti, nije realno da domaći investitori i štediša zadovolje investicione potrebe našeg hipotekarnog tržišta. Što se spoljnih fundamentalnih faktora tiče, ističemo sledeće uticaje: (1) stanje globalne ekonomije i globalnog finansijskog tržišta, u sklopu povezanih savremenih tendencija i potreba za čvršćom globalnom regulacijom, (2) čvrsta povezanost sa dugim ekonomskim i finansijskim ciklusima, u okviru kojih se smenjuju faze pozitivnog ekonomskog rasta i faze negativne ekonomske aktivnosti, kada se smanjuje priliv stranih investicija i novog hipotekarnog kredita, a rastu gubici banaka i hipotekarnih dužnika⁵⁴¹, (3) uticaj globalnih tržišnih lidera na srpsko hipotekarno tržište (zavisnost od dinamike finansijskog tržišta SAD i drugih razvijenih zemalja), imajući u vidu njihovu zrelost, bliskost sa razvijenim tržištima i stranim investitorima⁵⁴², (4) različiti politički, društveni i ekonomski modeli razvoja, tradicija i religija bitno utiču na izbor modela razvoja nacionalnog hipotekarnog tržišta. Ne ulazeći u dublja razmatranja ovih fundamentalnih faktora, za tranziciono srpsko hipotekarno tržište, najadekvatniji je mešoviti model razvoja, sa efikasnim tržištem, uz naglašenu regulatornu ulogu države (kontinentalni evropski model).

2. Unutrašnji fundamentalni ekonomski faktori, koji definišu ponudu i tražnju finansijskih instrumenata na hipotekarnom tržištu, odnose se na makroekonomska kretanja, kao i kretanja na tržištima rada, kapitala i nekretnina⁵⁴³.

a) Ponuda hipotekarnih instrumenata vezana je za razvoj konkurencije kreditno-finansijskih institucija (bankarske, nebankarske i sl.) i ponude alternativnih hipotekarnih proizvoda, monetarno-kreditne i finansijske faktore, kao i ulogu države u podršci i subvencionisanju hipotekarnih stambenih kredita i HHoV.

Kao što smo analizirali u prethodnoj tački, u Srbiji se, posebno nakon 2005. godine (od kada NBS i vodi podatke o stambenim kreditima), brzim tempom razvija primarno hipotekarno tržište, dok nedostaje segment sekundarnog hipotekarnog tržišta, njegovih institucija, instrumenata (hipotekarne hartije od vrednosti), mehanizama (sekjuritizacija hipotekarnih kredita), kao i odgovarajuća normativno-pravna regulacija.

Na primarnom hipotekarnom tržištu aktivno je 25 poslovnih banaka, od ukupno 30 banaka u Srbiji. Nedostaju nebankarske institucije (štedno-kreditna društva, investicioni fondovi za nekretnine) i, uopšte, veća konkurencija na hipotekarnom tržištu.

Ponuda hipotekarnih stambenih kredita je rasla, zahvaljujući uvozu kapitala zaduživanjem banaka kod matice u inostranstvu, uz liberalizaciju uslova zaduživanja (smanjenje ličnog učešća, kamatnih stopa i naknada za obradu zahteva i servisiranje kredita, uz produžavanje rokova otplate i dr.). Blagotvoran uticaj imale su mere monetarno-kreditne politike NBS (smanjenje obavezne rezerve banaka, snižavanje referentne kamatne stope, standardizacija i nadzor). Pored pozitivnih tendencija na

⁵⁴¹ Drugim rečima, nema pozitivnog razvoja hipotekarnog tržišta, bez rastuće ekonomije.

⁵⁴² Sa stanovišta konkurentnosti, internacionalni investitori posmatraju finansijska tržišta u razvoju kao celinu, zatim kao region Istočne i Centralne Evrope, potom kao pojedina tržišta zemalja regiona i na kraju segmente nacionalnih tržišta, uključujući i hipotekarno. Srbija je, kao i druge male zemlje regiona, zabeležila bum finansijskih tokova na segmentu tržišta akcija, kroz spekulativna kratkoročna ulaganja, a zatim bekstvo kapitala stranih investitora i pražnjenje unutrašnjeg tržišta. To dokazuje nestabilnost i nedovoljnu konkurentnost domaćeg tržišta hartija od vrednosti.

⁵⁴³ Ljumović, I., Marinković, S. (2014) Ekonomija tržišta stambenih kredita u Srbiji. Niš. Ekonomske teme. Ekonomski fakultet Niš.

primarnom hipotekarnom tržištu, brojni faktori limitiraju ponudu banaka, kako u pogledu asortimana, (nedostaju brojni alternativni mehanizmi amortizacije kredita, koji zadovoljavaju potrebe zajmotražilaca), tako i zbog rasta obima problematičnih i nenaplativih stambenih kredita, zbog čega banke oprezno pristupaju odobravanju novih kredite⁵⁴⁴.

Veliki obim stambenih kredita iz vremena kreditne ekspanzije (2005.- 2008.), postao je problematičan i teško rešiv u periodu finansijske krize, što smanjuje kreditnu ponudu i perspektivu rasta hipotekarnog tržišta Srbije⁵⁴⁵. Ovaj segment tržišta će se, na kratak rok, smanjivati i po liniji redukovanja kreditnih linija matičnih banka iz inostranstva, ukidanja subvencionisanja stambenih kredita i relativno nepovoljne fiskalne sredine (zaštite), smanjenja rasta domaće štednje stanovništva i poverenja investitora.

Međutim, potencijali štednje su i u oko procenjenih 1,5 milijardi € u "slamaricama", kao i oko 5 milijardi doznaka iz inostranstva, koje bi razvojem namenske štednje za stan, uz subvencije države i razvojem sekundarnog hipotekarnog tržišta (emisije HHoV) bitno doprineli povećanju ponude hipotekarnih instrumenata. Naplata problematičnih kredita podrazumeva praktično razmatranje svakog konkretnog stambenog kredita i finansijskih mogućnosti klijenta, ali i potencijala same banke da omogući predah u otplati (mirovanje otplate na 6 meseci, produženje roka otplate, eventualni otpis kamate i sl.). Pri tome, bitno je da banka i klijent razumeju stvarnu poziciju druge ugovorne strane, kako bi novim ugovorom obezbedile obostranu korist, bez prodaje hipoteke sa dugim i neizvesnim ishodom. Kroz prilagođavanje mehanizama normativno-pravnog okvira uslovima krize i ograničenu finansijsku podršku, država treba da podstakne efikasnost procesa rešavanja navedenih problema mirnim putem⁵⁴⁶.

Za rast ponude hipotekarnih proizvoda od ključnog značaja je rast ponude objekata kreditiranja odnosno nove stambene izgradnje, uz razvoj građevinske industrije i preduzetništva, kako bi se obezbedile odgovarajuće cene i dostupnost stanova, posebno pripadnicima srednje klase.

b) Tražnja hipotekarnih instrumenata određena je spremnošću i finansijskim mogućnostima građana da kupe stan na kredit. Tražnja, pre svega, zavisi od ekonomskog sistema i više makroekonomskih faktora, od kojih je, svakako, najznačajnije: kretanje BDP, uz zaposlenost, dohotke stanovništva, inflaciju, kamatne stope, devizni kurs i cene nekretnina⁵⁴⁷.

Naša empirijsko- ekonometrijska analiza hipotekarnih kredita u Srbiji, pruža nam sledeći uvid i dokaze.

⁵⁴⁴ Zbog problematičnih stambenih kredita banke su primorane da obezbede veći nivo kapitala za pokriće svoje rizične aktive, kao i rezervisanja za pokriće potencijalnih gubitaka iz tekućih prihoda.

⁵⁴⁵ Hanić, H. at al. (2015) Macroeconomic implications of the global financial crisis on Serbian economy. Richet, X., Hanić, H., Grubišić, Z. (ed) New Economic Policy Reforms. Beograd. Beogradska Bankarska Akademija.

⁵⁴⁶ Taj pristup je u skladu sa preporukama nobelovca P. Krugmana iznetim u citiranom delu, Krugman, P. (2012) End this Depression Now! Melrose Road Partners. (prevod). str. 129.

⁵⁴⁷ Drastičan slučaj hiperinflacije u našoj zemlji 1993. godine, kada su dužnici po stambenim kreditima "profitirali" od opšteg rasta cena. Opširnije u mojoj knjizi: Hipotekarno tržište- razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje. str. 244.

U Tabeli 18. prikazano je kretanje hipotekarnih kredita u Srbiji u dvanaestogodišnjem periodu od 2004. do 2015. godine. Nažalost, zbog opšteg stanja u bankarsko-finansijskom sistemu i, sledstveno, na tržištu stambenih kredita, analizom nismo mogli da obuhvatimo godine koje su prethodile posmatranom periodu. Pored iznosa hipotekarnih kredita, u tabeli su prikazane vrednosti varijabli za koje smo pretpostavljali da utiču na hipotekarne kredite - bruto domaći proizvod, zarade, stopa nezaposlenosti i kamatna stopa na hipotekarne kredite.

Tabela 18: *Hipotekarni krediti i povezane varijable u Srbiji, 2004-2015. godine*

Godina	BDP u mlrd din	Hipotekarni krediti u mlrd din	Učešće hipotekarnih kredita u BDP (u %)	Zarade u evrima	Zarade u din	Stopa nezaposlenosti (u %)	Kamatna stopa na hipotekarni kredit (u %)
2004	1.451,40	9,7	0,67	281,56	14.108,00	18,5	8,08
2005	1.751,40	23,3	1,33	209,75	17.443,00	20,8	6,30
2006	2.055,20	47,3	2,30	259,97	21.707,00	20,9	6,80
2007	2.355,10	89,4	3,80	347,14	27.759,00	18,1	6,05
2008	2.744,90	163,1	5,94	400,50	31.746,00	13,6	6,19
2009	2.880,00	191,5	6,65	337,37	31.733,00	16,1	5,68
2010	3.067,20	256,2	8,35	330,06	34.142,00	19,2	6,32
2011	3.407,60	275,9	8,10	372,50	37.976,00	23,0	5,86
2012	3.584,20	309,7	8,64	364,46	41.377,00	23,9	6,41
2013	3.876,40	315,1	8,13	388,60	43.932,00	22,1	5,77
2014	3.908,50	336,9	8,62	379,30	44.530,00	19,2	5,65
2015	3.973,00	346,5	8,72	368,03	44.432,00	17,7	4,78

Izvor: Narodna banka Srbije i Ministarstvo finansija Republike Srbije.

Prema našoj hipotezi, bruto domaći proizvod predstavlja osnovnu determinantu koja opredeljuje kretanje hipotekarnih kredita, u Tabeli 19. su prikazani bazni i lančani indeksi ove dve varijable. Na osnovu podataka ove tabele proizlazi da je u analiziranom periodu bruto domaći proizvod uvećan za 2,7 puta, dok se godišnji iznos hipotekarnih kredita (posmatran u dinarima) povećao 35,6 puta.

Lančani indeksi bruto domaćeg proizvoda i hipotekarnih kredita otkrivaju neujednačenu godišnju dinamiku kretanja ove dve posmatrane varijable. Prosečne godišnje stope rasta bruto domaćeg proizvoda i hipotekarnih kredita u čitavom dvanestogodišnjem periodu respektivno iznose 9,59% i 38,41%, što pokazuje da je rast hipotekarnih kredita u proseku gotovo četiri puta bio dinamičniji od rasta bruto domaćeg proizvoda. Takvo kretanje vrednosti ovih varijabli dovelo je do toga da je udeo hipotekarnih kredita u bruto

domaćem proizvodu Srbije povećan sa simboličkih 0,67% u 2004. godini na 8,72% u 2015. godini.

Imajući u vidu da se globalna ekonomsko-finansijska kriza počela u značajnoj meri da se održava 2007. odnosno 2008. godine na privredu Srbije i na sve njene podsisteme, a pre svega na finansijsko-bankarski sistem i njegove tržišne segmente, uključujući i tržište hipotekarnih kredita koje je u svetskim razmerama bilo glavni generator finansijske krize, izračunate su stope rasta za posmatrane dve varijable u potperiodima 2004-2008. i 2008-2015. godine. Prosečne godišnje stope rasta bruto domaćeg proizvoda i hipotekarnih kredita u Srbiji do 2008. godine respektivno su iznosile 17,3% i 102,4%(!), a u drugom potperiodu svega 5,4% i 11,4%, respektivno.

Tabela 19: *Bruto domaći proizvod Srbije i hipotekarni krediti : bazni i lančani indeksi, 2004 - 2015. godine*

Godina	BDP u mlrd din		Hipotekarni krediti u mil din	
	Bazni indeks (2004=100)	Lančani indeks	Bazni indeks (2004=100)	Lančani indeks
2004	100,00		100,00	
2005	120,67	120,67	239,43	239,43
2006	141,60	117,35	486,62	203,25
2007	162,26	114,59	919,44	188,94
2008	189,12	116,55	1.676,72	182,36
2009	198,43	104,92	1.968,86	117,42
2010	211,33	106,50	2.633,80	133,77
2011	234,78	111,10	2.836,90	107,71
2012	246,95	105,18	3.183,65	112,22
2013	267,08	108,15	3.239,07	101,74
2014	269,29	100,83	3.464,00	106,94
2015	273,74	101,65	3.562,12	102,83

Izvor: Sopstveni obračuni

Na osnovu podataka tabelle 18. i njenog prikaza u SPSS bazi, prikazanoj na slici 61, pomoću lineranog, polulogaritamskog i dvostrukolagaritamskog modela:

$$HipK = \alpha + \beta BDP + \epsilon$$

$$HipK = \alpha + \beta \log(BDP) + \epsilon$$

$$\log(HipK) = \alpha + \beta \log(BDP) + \epsilon$$

testirana je hipoteza da se varijacijama bruto domaćeg proizvoda mogu objasniti varijacije hipotekarnih kredita, gde pojedini simboli imaju sledeće značenje:

HipK – hipotekarni krediti

BDP – bruto domaći proizvod

ϵ - slučajna varijabla ili stohastički član modela

α i β nepoznati parametri modela koje treba oceniti na bazi uzorka vremenske serije.

	Godina	BDP	HipK	UcesceHipKu BDP	Zarade	Zaradedin	Stopanezap	KamstopaHi pK	LogBDP	LogHipK
1	2004	1451,40	9,70	,67	281,56	14108,00	18,50	8,08	3,16	,99
2	2005	1751,40	23,30	1,33	209,75	17443,00	20,80	6,30	3,24	1,37
3	2006	2055,20	47,30	2,30	259,97	21707,00	20,90	6,80	3,31	1,67
4	2007	2355,10	89,40	3,80	347,14	27759,00	18,10	6,05	3,37	1,95
5	2008	2744,90	163,10	5,94	400,50	31746,00	13,60	6,19	3,44	2,21
6	2009	2880,00	191,50	6,65	337,37	31733,00	16,10	5,68	3,46	2,28
7	2010	3067,20	256,20	8,35	330,06	34142,00	19,20	6,32	3,49	2,41
8	2011	3407,60	275,90	8,10	372,50	37976,00	23,00	5,86	3,53	2,44
9	2012	3584,20	309,70	8,64	364,46	41377,00	23,90	6,41	3,55	2,49
10	2013	3876,40	315,10	8,13	388,60	43932,00	22,10	5,77	3,59	2,50
11	2014	3908,50	336,90	8,62	379,30	44530,00	19,20	5,65	3,59	2,53
12	2015	3973,00	346,50	8,72	368,03	44432,00	17,70	4,78	3,60	2,54

Slika 61: Baza podataka u SPSS za regresionu analizu hipotekarnih kredita

Saobrazno navedenom iskazu, nultu i radnu hipotezu možemo formulisati na sledeći način:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

U slučaju linearnog regresionog modela ($HipK = \alpha + \beta BDP + \epsilon$) regresioni parametar β , koji predstavlja prvi izvod zavisne varijable HipK po nezavisnoj (eksplanatornoj) varijabli (BDP), tj.

$$\beta = \frac{d(HipK)}{d(BDP)}$$

pokazuje za koliko novčanih jedinica (milijardi dinara) se menja (povećava) iznos hipotekarnih kredita kada se bruto domaći proizvod poveća za jednu svoju jedinicu (za milijardu dinara). Polulogaritamaska regresiona jednačina ($HipK = \alpha + \beta \log(BDP) + \epsilon$) dobro opisuje relaciju između zavisne i nezavisne varijable u slučaju kada zavisna varijabla degresivno raste sa porastom vrednosti nezavisne varijable budući da je

$$\frac{d(HipK)}{d(BDP)} = \frac{\beta}{BDP}$$

odnosno

$$\beta = \frac{d(HipK)}{d \log(BDP)}$$

Dvostukologaritamska funkcija $\log(HipK) = \alpha + \beta \log(BDP) + \epsilon$ (pri čemu zanemarujemo stohastički član čija je očekivana vrednost po pretpostavci standardnog regresion modela jednaka nuli) najbolje opisuje relaciju između zavisne i nezavisne varijable kada su relativne promene zavisne varijable proporcionalne relativnim promenama nezavisne varijable. Parametar β zapravo predstavlja koeficijent proporcionalnosti između relativnih promena odnosno koeficijent elastičnosti hipotekarnih kredita u odnosu na bruto domaći proizvod, budući da je

$$\beta = \frac{d \log(HipK)}{d \log(BDP)}$$

i kazuje za koliko će se procenata povećati hipotekarni krediti kada se bruto domaći proizvod poveća za jedan procenat.

Primenom procedure **Analyze/Regression/Linear** dobijeni su sledeći izlazni rezultati:

❖ Linearni model: $HipK = \alpha + \beta BDP + \epsilon$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,988 ^a	,976	,974	20,52512

a. Predictors: (Constant), BDP u mlrd din

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	174508,463	1	174508,463	414,233	,000 ^b
	Residual	4212,807	10	421,281		
	Total	178721,270	11			

a. Dependent Variable: Hipotekarni krediti u mlrd din

b. Predictors: (Constant), BDP u mlrd din

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-225,949	21,611		-10,455	,000
	BDP u mlrd din	,145	,007	,988	20,353	,000

a. Dependent Variable: Hipotekarni krediti u mlrd din

❖ Polulogaritamski model: $HipK = \alpha + \beta \log(BDP) + \epsilon$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,975 ^a	,950	,945	29,99191

a. Predictors: (Constant), Logaritam BDP

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	169726,125	1	169726,125	188,686	,000 ^b
	Residual	8995,145	10	899,514		
	Total	178721,270	11			

a. Dependent Variable: Hipotekarni krediti u mlrd din

b. Predictors: (Constant), Logaritam BDP

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound
1	(Constant)	-2754,776	215,066		-12,809	,000	-3233,974
	Logaritam BDP	856,821	62,376	,975	13,736	,000	717,838

❖ Dvostrukologaritamski model: $\log(HipK) = \alpha + \beta \log(BDP) + \epsilon$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,980 ^a	,960	,956	,10829

a. Predictors: (Constant), Logaritam BDP

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,804	1	2,804	239,100	,000 ^b
	Residual	,117	10	,012		
	Total	2,921	11			

a. Dependent Variable: Log HipK

b. Predictors: (Constant), Logaritam BDP

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-9,882	,777		-12,727	,000	-11,612	-8,152
	Logaritam BDP	3,482	,225	,980	15,463	,000	2,981	3,984

a. Dependent Variable: Log HipK

Na osnovu pokazatelja koeficijenta determinacije (odnosno korigovanog koeficijenta determinacije) i pridruženog realizovanog nivoa signifikantnosti može se zaključiti da sva tri regresiona modela predstavljaju pouzdanu osnovu za predviđanje hipotekarnih kredita na osnovu visine bruto domaćeg proizvoda, pri čemu je linearni model ispoljio najveću prediktivnu moć.

Kao što dobijeni rezultati pokazuju oko 95% varijabilneta hipotekarnih kredita potiče od varijacija u nivou bruto domaćeg proizvoda. U sva tri slučaja, uz ocenjeni regresiooni koeficijent β imamo da je Sig. = 0, što znači da sa potpunom sigurnošću možemo

odbaciti nultu hipotezu da bruto domaći proizvod ne utiče na sumu odobrenih hipotekarnih kredita pa time praktično prihvatiti radnu hipotezu u pogledu uticaja BDP na volumen hipotekarnih kredita.

Na osnovu navedene baze podataka ocenjen je regresioni model hipotekarnih kredita u kome su zarade posmatrane kao faktor koji opredeljuje volumen hipotekarnih kredita. Dobijeni rezultati se sažeto mogu prikazati na sledeći način:

$$R \text{ Square} = ,957 \quad \text{Sig.} = 0 \qquad \beta = ,012 \quad \text{Sig.} = 0$$

Što upućuje na zaključak da i zarade u signifikantnoj meri utiču na kretanje hipotekarnih kredita.

Pomoću linearnog regresionog modela testirana je takođe hipoteza da stopa nezaposlenosti utiče na volumen hipotekarnih kredita. Dobijeni rezultati

$$R \text{ Square} = ,045 \quad \text{Sig.} = ,509^b \qquad \beta = 9,203 \quad \text{Sig.} = ,509$$

međutim demantuju hipotezu o uticaju visine zarada na sumu odobrenih odnosno uzetih hipotekarnih kredita.

Kamatna stopa na hipotekarne kredite pokazala se kao relevantna objašnjavajuća varijabla za prognoziranje hipotekarnih kredita s bozirom da su glavni izlazni rezultati linearnog regresionog modela u ovom slučaju sledeći:

$$R \text{ Square} = ,983 \quad \text{Sig.} = ,000 \qquad \beta = -113,228 \quad \text{Sig.} = ,011$$

i da prema tome, na nivou signifikantnosti od 1,1% možemo zaključiti da kamatna stopa na hipotekarne kredite determiniše kreditnu aktivnost na hipotekarnom tržištu.

U radu su ocenjivani parametri višestrukog regresionog modela hipotekarnih kredita sa raznim kombinacijama navedenih nezavisnih varijabli, ali smo dobijene rezultate ocenili kao nepouzdanе zbog narušavanja empirijskog ekonometrijskog pravila da broj opservacija mora da bude najmanje deset puta veći od broja nezavisnih varijabli uključenih u regresioni model čije parametre ocenjujemo. Osim toga, matrica Pirsonovih koeficijenata korelacije između parova posmatranih varijabli, koja je prikazani u Tabeli 20, otkriva da se neke nezavisne varijable međusobno korelirane u značajnoj meri, čime se narušava pretpostavka o nepostojanju multikolinearnosti kao fundamentalnom uslovu za izolovanje uticaja pojedinih eksplanatornih varijabli na proučavanu varijablu (hipotekarne kredite).

Tabela 20. Matrica koeficijenata korelacije

Correlations

		BDP u mlrd din	Hipotekarni kreditu u mlrd din	Zarade u din	Stopa nezaposlenosti u %
BDP u mlrd din	Pearson Correlation	1	,988**	,996**	,199
	Sig. (2- tailed)		,000	,000	,536
	N	12	12	12	12
Hipotekarni kreditu u mlrd din	Pearson Correlation	,988**	1	,980**	,212
	Sig. (2- tailed)	,000		,000	,509
	N	12	12	12	12
Zarade u din	Pearson Correlation	,996**	,980**	1	,175
	Sig. (2- tailed)	,000	,000		,586
	N	12	12	12	12
Stopa nezaposlenosti u %	Pearson Correlation	,199	,212	,175	1
	Sig. (2- tailed)	,536	,509	,586	
	N	12	12	12	12
Kamatna stopa na hipotekarne kredite u %	Pearson Correlation	-,761**	-,701*	-,758**	,094
	Sig. (2- tailed)	,004	,011	,004	,772
	N	12	12	12	12

Izvor. Sopstveni obračuni

Na kraju, ističemo grupu neekonomskih faktora, koji utiču na tražnju hipotekarnih stambenih kredita u Srbiji: (1) tradicionalne vrednosti stanovništva- netržišne navike da se stanovi dominantno dobijaju od države ili preduzeća, da se stambeni krediti uzimaju od državnih banaka po fiksnim kamatnim stopama (da se dobici privatizuju, a gubici banaka i države socijalizuju), (2) demografska kretanja- trend smanjenja broja stanovnika, kao najstarija nacija u Evropi (negativan prirodni priraštaj i odliv preko 30.000 mladih godišnje u inostranstvo), tako da broj stanovnika u poslednjoj deceniji konstantno opada⁵⁴⁸, (3) neregulisanost odnosa svojine i problemi katastra nekretnina, a naročito realizacija hipoteke i iseljenja dužnika iz stana, što hipotekarno tržište čini neefektivnim, jer egzekucija hipoteke i transfer svojine nisu transparentni, već zavise od načina pribavljanja i plasiranja informacija, (4) masovna nelegalna ("divlja") gradnja, kao oblik sive ekonomije u izgradnji kuća i stanova, koja smanjuje tražnju na regularnom tržištu nekretnina i hipotekarnih kredita, (5) izbor modela hipotekarnog tržišta- komparativna analiza je pokazala da je u zemljama u kojima je manje mešanje države u ekonomski život (SAD i V. Britanija) razvijenije, ali i nestabilnije hipotekarno tržište, na osnovu hipotekarnih hartija od vrednosti i mehanizama sekjuritizacije. Obrnuto, veća centralizacija upravljanja resursima (budžet, subvencionisani krediti, državne banke i sl.)- reprezenti Nemačka i Francuska, označava oslonac na bankarski sistem, manju potrebu i značaj hartija od vrednosti, kao i manji obim, ali veću stabilnost hipotekarnog tržišta⁵⁴⁹.

Istorijska iskustva (domaća i strana) su pokazala kakav negativan uticaj na razvoj hipotekarnog tržišta imaju periodi izolacije i zatvorenosti zemlje (međunarodne sankcije), ratna razaranja, ekonomske i finansijske krize, kao i politička i društvena nestabilnost zemlje. Dakle, jedan od ključnih uslova perspektive uspeha hipotekarnog tržišta je tzv. nulti rizik zemlje, odnosno poverenje u finansijski sistem i privlačenje dugoročnih stranih investicija na hipotekarno tržište.

Pri izboru modela razvoja nacionalnog hipotekarnog tržišta treba imati u vidu da postoje ogromne razlike u pogledu uloge države u modelima finansijskih tržišta, koje se mogu objasniti tradicionalnim vrednostima, kulturom, religijskim uverenjima kao i istorijom socijalno – ekonomskog razvoja različitih zemalja⁵⁵⁰. Sagledavanjem namenske štednje i

⁵⁴⁸ Demografska migracija iz sela u grad, veličina porodica, kao i psihološke karakteristike, mentalitet, stil života i drugo određuju tendencije rasta ili pada tražnje za hipotekarnim kreditima.

⁵⁴⁹ Veća uloga države ili malog broja krupnih vlasnika u nacionalnom bogatstvu društva, umanjuje značaj tržišta akcija i privatne inicijative u preraspodeli materijalnih i novčanih resursa. To potvrđuje i stanje srpskog ("tajkunskog") finansijskog tržišta.

⁵⁵⁰ Tako se stanovništvo pravoslavne vere odlikuje manjom sklonošću ka štednji i prihvatanju rizika, uz veći oslonac na zaštitu od strane države, kompanije i slično. Slične karakteristike tradicionalnih vrednosti stanovništva Nemačke ima i Japan, iako se zasniva na drugoj religiji – budizam,

Anglosaksonska tradicija- protestantska religija orijentisana je na profit, srednju klasu, intenzivan rad, preferira ekonomski individualizam, sklonost ka promenama, rizicima, agresivnost i manju potčinjenost državi. Svakako bitan uticaj su imali doseljenici u SAD, koji su prihvatili najveće rizike za svoj život i biznis. Videti Veber, M. (2011) "Protestantska etika i duh kapitalizma". Mediterran. Beograd.

Pripadnike katoličke vere (germanska tradicija) karakterišu preferencije sigurnosti i poštovanja hijerarhije, veća socijalna zaštita, sporija i manja prihvatljivost promena i rizika, kao i veća sklonost štednji.

Posebno je interesantna izbalansirana islamska tradicija, po kojoj su investitorima zabranjeni uzimanje kamate i spekulativne aktivnosti, dok oni mogu investirati u konkretne projekte stambene izgradnje i učestvovati u podeli rizika i zajedničke dobiti. O tome opširnije u članku autora ovog istraživanja: "Karakteristike i potencijali bankarstva arapskih zemalja", Jugoslovensko bankarstvo, br. 9-10,2002.

prosečnih primanja stanovništva u zemljama, koje se nalaze na približnom nivou ekonomskog razvoja kao Srbija, pokazuje se da sklonost ka ugovornoj štednji za stan u svim zemljama regiona postoji osim u Srbiji.

Što se tiče pravaca budućeg razvoja hipotekarnog tržišta Srbije, pri valorizovanju i izboru stranih modela hipotekarnog tržišta, potrebna je multikulturalna analiza tradicionalnih vrednosti različitih naroda. Treba imati u vidu uticaj višedecenijskog tržišnog diskontinuiteta razvoja Srbije, sa prenaplašenom ulogom države. To zamagluje i sputava inicijativu građana i preuzimanje rizika, kroz kreditno zaduživanje za stan, kao i inovativnost i efektivnost upravljanja na ovom segmentu tržišta. Prirodno, to otežava definisanje modela nacionalnog hipotekarnog tržišta. Istovremeno, treba reći da nijedna od kontinentalnih zemalja Evrope (i pored snažnih interesnih grupa) nije preuzela anglosaksonski model, već je u osnovi prihvaćen germanski model hipotekarnog tržišta⁵⁵¹.

Pri tome, realistično je pretpostaviti da će hipotekarni stambeni krediti banaka zadržati svoju ulogu, uz smanjenje njihove apsolutne dominacije, u meri razvoja nebankarskih kreditnih institucija, kao i procesa sekjuritizacije i emisije hipotekarnih HoV.

U srednjoročnoj perspektivi (2- 5 godina) rast i stabilnost hipotekarnog tržišta zavisice, presudno, od snage nacionalne ekonomije i državne politike (stimulativni porezi i kamatne stope, subvencije, državne investicije u stanogradnju i druge mere), a sve u cilju širenja kruga potencijalnih kupaca stanova. U dugoročnijoj perspektivi, celovit kvalitativni razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta.

11. 2. Modeli dostupnosti hipotekarnih proizvoda

Dostupnost hipotekarnih bankarskih proizvoda u rešavanju stambenih problema zavisi, uopšteno govoreći, od "bogatstva naroda".

Bliže rečeno, sistem hipotekarnog stambenog kreditiranja zavisi od realnih makroekonomskih pokazatelja i povezanih tržišta (stanova, rada i kapitala). Ponavljamo, u Srbiji su povezani tržište stanova i štedno-kreditno tržište, ali ne i tržište HoV.

Napred smo prikazali tendencije razvoja hipotekarnog tržišta i uticaja fundamentalnih faktora. Jedan od najvažnijih kriterijuma za ocenu efektivnosti sistema hipotekarnog kreditiranja, stanja na tržištu stanova i uspeha državne politike u ovoj oblasti je dostupnost stanova za najširi segment stanovništva.

Dinamiku dostupnosti stanova određuje tempo rasta cene novih stanova (kao orijentir za ukupno stambeno tržište) i tempo rasta dohodaka i štednje stanovništva.

Za precizniju ocenu stanja tržišta stanova i hipotekarnog kreditiranja koristi se tzv. koeficijent dostupnosti stanova. Što je ovaj koeficijent manji, veća je dostupnost kupovine stana, i obrnuto.

⁵⁵¹ Neki od razloga protiv usvajanja anglosaksonskog modela su dati u radu Mihajlović, S. (2009) Krizni potencijal hipotekarnog tržišta: Istorija kao učitelj bez autoriteta. Ekonomske teme. Ekonomski fakultet Niš. br. 3. str. 73-98.

Dostupnost stanova i dostupnost hipotekarnih kredita imaju direktnu međuzavisnost, tako da se koeficijent dostupnosti stanova može koristiti kao indikator potencijala za hipotekarno kreditiranje. I obrnuto, hipotekarno kreditiranje širi granice dostupnosti stanova.

U osnovi analize dostupnosti hipotekarnih proizvoda nalazi se istraživanje relacije nivoa dohodaka stanovništva i cena stanova.

U domaćoj i stranoj praksi primenjuju se različiti modeli dostupnosti stanova i kredita. Zajednička slabost svih modela, po našem mišljenju, je u tome što ne uzimaju u račun izmenu cena stanova i dinamiku dohodaka stanovništva, već samo tekuće cene stanova i dohodaka, koje se bitno razlikuju u vremenima prosperiteta i depresije. Osim toga, u obračunu se koristi različit broj zaposlenih u prosečnom porodičnom domaćinstvu, ne umanjuje se mesečni dohodak za egzistencijalne troškove domaćinstva, a nema u vidu način i rok štednje.

Detaljnije razmatramo dva modela:

1. Model OUN-Habitat, opredeljuje koeficijent dostupnosti stanova kao broj godina koji je potreban prosečnoj porodici da obezbedi sredstva za kupovinu stana, uz uslov da ukupne dohotke domaćinstva usmeri u te namene.⁵⁵² U matematičkoj relaciji koeficijent izgleda, kako sledi:

$$KD = \frac{C}{D}$$

gde je:

KD= koeficijent dostupnosti stana,

C=prosečna cena stana (bez obzira na površinu),

D= prosečan godišnji dohodak domaćinstva, u kome radi samo jedan član.

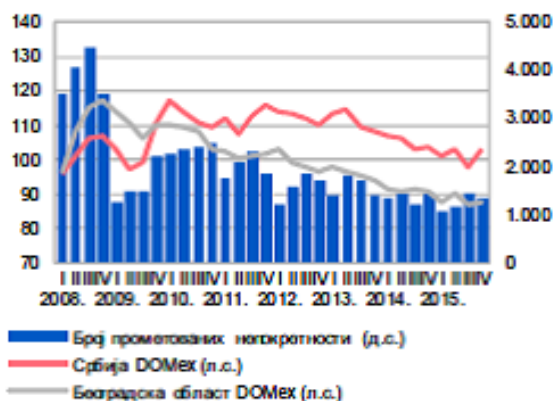
Ovaj koeficijent se relativno lako izračunava, koristeći statističke podatke o dohocima stanovništva i cenama stanova. Smatra se da tržište stanova i hipotekarno tržište mogu normalno da funkcionišu, ako koeficijent ne prelazi 4,5.

2. U Republici Srbiji NKOSK od 2012. objavljuje indeks cena nepokretnosti DOMex, koji je zasnovan na ostvarenim kupoprodajnim cenama nepokretnosti čija je kupovina finansirana kreditima osiguranim kod NKOSK. PrPri obračunu se ne uzimaju u obzir podaci o ostvarenim cenama nepokretnosti koje su finansirane gotovinom ili kreditima koji nisu osigurani kod NKOSK.

Indeks DOMex za određeni period se dobija kada se prosečna vrednost svih cena po kvadratnom metru ostvarena u tom periodu na navedenoj teritoriji uporedi sa prosečnom vrednošću svih cena po kvadratnom metru ostvarenih u baznom periodu na istoj teritoriji.

Trend prometovanih nepokretnosti, kao i kretanje indeksa DOMex-a po godinama, u Srbiji i Beogradu, prikazuje sledeća slika.

⁵⁵² Habitat UN, World Bank. The Housing Indicators Programme. Nairobi, UNCHS, 1993.



Slika 62: Indeks cena DOMex i broj prometovanih nepokretnosti u Srbiji

Izvor: NBS- Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema 2015.

3. Model Narodne banke Srbije definiše dostupnost stanova (Price-to-income) kao odnos cene stana prosečne stambene jedinice (68,9m²) i raspoloživih novčanih sredstava prosečnog domaćinstva u Srbiji (2,9 članova).

Ovaj koeficijent pokazuje koliko godina treba domaćinstvu da kupi stan, trošeći sve svoje raspoložive prihode za tu namenu. Vrednost koeficijenta je krajem 2015. godine iznosio 9,4 godina, što ukazuje da stanovi nisu dostupni stanovništvu sa prosečnim i nižim prihodima. Sledeća slika pokazuje dostupnost, kao i prosečnu cenu stanova.



Slika 63: Pokazatelj dostupnosti stanova prema modelu NBS

Izvor: Izveštaj NBS za 2015. godinu

Model NBS, polazeći od metodologije UN Habitat, kao uslov uzima da se ukupni mesečni dohoci koriste za kupovinu stana (da se ništa ne troši za druge potrebe, što svakako nije realno).

Navedene modele karakteriše jednostavnost, ali i statičnost i arbitrarnost, tako da se mogu upotrebljavati kao opšte tendencije.

4. Naš predlog modifikovanog modela, polazi od slabosti prethodna dva modela, koji ne uzimaju u obzir više realnih činjenica:

- 1) oficijeni podaci o zaradama smanjuju nivo dohodaka, zbog postojanja nedeklarisanih dohodaka ("siva" ekonomija se procenjuje na oko 40%), kao i državnih subvencija pojedinim porodicama,
- 2) štednja za stan u dužem periodu, kao višak sredstava iz dohodka, po podmirivanju egzistencijalnih potreba,
- 3) posedovanje (manjeg) stana ("dobijenog" iz privatizacije) koji potencijalni tražilac kredita može slobodno da proda, radi kupovine većeg stana ("soba više"),
- 4) divergentna kretanja cene i površine stanova u odnosu na zarade (visoka nezaposlenost-jedan zaposlen u porodici), kao i nedostatak ponude manjih-jednosobnih stanova i sl.,
- 5) različiti uslovi hipotekarnih proizvoda (visina učešća, kamatne stope, modeli otplate i dr.).

Po našem mišljenju, uključivanjem navedenih faktora dolazi se do objektivnije ocene dostupnosti stanova.

Matematički to možemo prikazati sledećom formulom:

$$S * P = W_{2015}/80\% * \sum_{t=1}^t [(1 + I(t))/(1 + R(t))]^{t-1} + \left[\sum_{t=1}^t C(t)/(1 + R(t)) \right]^{t-1} /80\%$$

gde je:

C-površina stana koji se kupuje,

P-cena jednog metra kvadratnog stana,

80%-suma hipotekarnog kredita,

\check{S}_d -iznos štednje iz dohotka za odnosnu godinu,

\check{S}_t -prirast tekuće štednje,

K_t -kamatna stopa za godinu t,

R_t -rok otplate kredita,

S_t -subvencije države za odnosnu godinu.

Iz navedene formule jasno proizilazi sledeće: (1) veća površina i cena stana zahtevaju veći iznos kredita, ličnih sredstava i subvencija države i (2) povoljniji uslovi kreditiranja (manje učešće, niža kamatna stopa, duži rok i povoljnija struktura otplate), kao i veća subvencija države, čine stanove i hipotekarne kredite dostupnijim građanima (posebno srednjoj klasi).

Na osnovu našeg višegodišnjeg praktičnog iskustva u rukovođenju bankarskim hipotekarnim kreditiranjem, neposrednih razgovora i razmatranja ogromnog broja

zahteva klijenata, možemo dati sledeće okvirne procene u vezi sa istraživanjem dostupnosti hipotekarnih kredita⁵⁵³:

- 1) od 100 klijenata koji uđu u banku da se informišu o uslovima dobijanja hipotekarnih stambenih kredita, približno svaki deseti klijent podnese zahtev i ostvari kredit,
- 2) oko 2/3 domaćinstava nema mogućnost poboljšanja stambenih uslova,
- 3) oko 1/5 domaćinstava može da poboljša stambene uslove bez bankarskog kredita, što kupovinom 100% ličnim sredstvima, što prodajom postojećeg stana i usmeravanjem tih sredstava u kupovinu drugog stana ("soba više"),
- 4) oko 1/10 domaćinstava može da računa na kupovinu stana, uz korišćenje hipotekarnog stambenog kredita, prema različitim programima i uslovima banaka i NKOSK (pri tri velika ograničenja- skupi stanovi, nedovoljna ušteđevina i niski mesečni dohoci),
- 5) subvencionisanje ličnog učešća za stan (u uslovima malog iznosa ušteđevine) je efektivnije od subvencionisanja kamatnih stopa po kreditu za stan.

Dostupnost stanova zavisi od konkretne ponude banaka, od dizajna modifikovanih hipotekarnih proizvoda, uključujući i različite modele amortizacije kredita (o kojima je detaljnije bilo diskusije u prvom delu našeg rada). Modeli daju mogućnost izbora različitih šema, odnosno kombinacija različitih elemenata: ličnog učešća, kamatnih stopa (fiksne, varijabilne), način indeksacije, rokova obračuna i plaćanja kamate i glavnice⁵⁵⁴.

Cilj je zadovoljavanje stambenih potreba različitih kategorija klijenata (mlađi, stariji, sa rastućim zaradama i dr.) u uslovima rastuće bankarske konkurencije, što se može posmatrati kao deo perspektivnog celovitog sistema srpskog hipotekarnog tržišta.

11.3. Preporuke za strategiju razvoja hipotekarnog tržišta

Na osnovu prethodnih rezultata istraživanja, nameće se objektivna potreba donošenja državne strategije i odgovarajućih akcionih planova u pravcu daljeg brzog razvoja hipotekarnog tržišta. Cilj je da se ostvare osnovne funkcije ovog segmenta finansijskog tržišta, kao mehanizma za obezbeđivanje novih resursa, institucionalna modernizacija i efektivna regulacija. Hipotekarni kredit i hartije od vrednosti, treba da zadovolje narasle

⁵⁵³ Konkretni standardizovani Zahtev za bankarski stambeni kredit predstavlja, u izvesnom smislu, sadržaj Anketnog lista zajmotražioca. Podnosilac zahteva za kredit daje lične podatke (datum rođenja, stručna sprema, bračno stanje, status stanovanja i dr.), podatke o svom zaposlenju (radni status, pozicija-od najnižeg do najvišeg nivoa), zatim lične podatke o nameni i iznosu traženog kredita, podatke o nekretnini nad kojom se konstituiše hipoteka, podatke o prihodima i rashodima zajmotražioca i članova domaćinstva, podatke o pokretnoj i nepokretnoj imovini, životnom osiguranju zajmotražioca i drugo. Interesantno je da banke sprovode dodatnu kreditnu analizu pojedinačnih zahteva za kredit, ali ne vrše zbirnu analizu strukture korisnika kredita po navedenim pokazateljima. Takve ankete i produbljene analize ne postoje ni u NBS, ni u UBS. U okviru daljih istraživačkih projekata, autor će inicirati produbljenije istraživanje ovih fenomena i predložiti obavezujuće mesečne izveštaje za banke po hipotekarnim kreditima, u svim fazama.

⁵⁵⁴ Naročito su nužne fleksibilnije šeme u prvih 5 godina otplate kredita, uz omogućavanje "kreditnog odmora"-mirovanje otplate, što smanjuje, kako tekuće, tako i buduće, kamatne rizike banaka (usled efekta dugoročnog rasta dohodaka dužnika).

socijalne potrebe u rešavanju stambenih problema i podstaknu razvoj realnog sektora ekonomije. Svakako stambeni problem je nerešiv, bez hipotekarnog kredita i državne podrške. Takođe, nivo kamatnih stopa direktno zavisi od državnih garancija i investicione klime. Zbog toga su građani Srbije bili prinuđeni da se zadužuju po višim kamatnim stopama, u odnosu na razvijene zemlje, pri tome, uz bitno niže zarade.

Naša istraživanja su pokazala da slabo srpsko tržište kapitala nije pokazalo sposobnost da ostvari svoje osnovne funkcije, kao i da bi bankarski sektor mogao obezbediti veći kvantum jeftinijih stambenih investicija, bez posebnih državnih podsticaja. Pri tome, imamo u vidu brojne funkcije i ovlašćenja u regulaciji hipotekarnog tržišta, koja su delegirana NBS, Komisiji za HoV, Ministarstvu finansija i drugim državnim institucijama (posebno NKOSK i dr.)⁵⁵⁵.

U nastavku, ističemo neke ideje i koncepcije koje bi državni organi trebali da razrade kao svoje mere i aktivnosti, zajedno sa profesionalnim udruženjima bankarskog sektora, tržišta hartija od vrednosti i tržišta nekretnina.

U uslovima globalne finansijske krize i velikog budžetskog deficita države, taj zadatak, svakako, nije lak. Ali, bez odgovarajuće politike države, koja stimuliše ekonomski rast, nije realno očekivati poželjnu dinamiku domaćeg hipotekarnog tržišta. Pri tome, imamo u vidu dve dimenzije državnog uticaja: programe antikriznog upravljanja i dugoročnog razvoja hipotekarnog tržišta, sa brojnim multiplikativnim efektima na ekonomsko-socijalni razvoj.

S tim u vezi, naglašavamo da je za našu praksu poželjna orijentisanost na modele, institucije i instrumente razvoja hipotekarnog tržišta zemalja Evropske unije, naročito u srednjoročnoj perspektivi.

Ključni ciljevi regulatora odnose se na zaštitu investitora i korisnika finansijskih usluga (zajmotražilaca), uz jačanje transparentnosti i efektivnosti hipotekarnog tržišta, kao i razvoja hipotekarne kulture društva. Naglašavamo da se zaštita ostvaruje čvrstim zakonskim normama i doslednom primenom od strane institucija, kroz obezbeđenje čestitosti hipotekarnog biznisa i borbu sa manipulativnom i špekulativnom praksom.

Hipotekarno tržište, kao što smo pokazali, može biti izvor velikih makroekonomskih rizika, finansijske nestabilnosti i globalne krize, sa specifičnim potresima.

Zbog faktičkog urušavanja domaćeg tržišta HoV, ali uz opstajanje hipotekarnog stambenog kreditiranja, postavlja se pitanje nove efektivnije i odgovornije strategije, uz novi aktivni državni monitoring i "intervencionizam", izražen kroz uvođenje novih hipotekarnih instrumenata, institucija, mehanizama i podsticaja hipotekarnog tržišta, na novoj etapi razvoja.

Nova državna strategija razvoja, po našem mišljenju, imala bi cilj da omogući dostupnost stanova za većinu građana, uz hipotekarni kredit, ali i garantovane socijalne zaštice dužnika, kao i da formira i razvije sekundarno hipotekarno tržište, mobilizujući resurse investitora (individualnih i institucionalnih), koristeći modele i mehanizme savremene svetske prakse, koji uspešno funkcionišu i u nestabilnim finansijskim uslovima.

⁵⁵⁵ Videti referat autora Antikrizna regulacija i vladavina prava na tržištu kapitala. Zbornik sa XIX Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2011. Beograd, Pravo i privreda, br.4-6, 2011.

Aktivna uloga države podrazumeva njeno vođstvo u pravno-ekonomskoj sferi, kroz razradu zakonskih akata, obezbeđivanje povoljne investicione klime za ulaganje u hipotekarni biznis, restrukturiranje infrastrukture u pravcu objedinjavanja privatnih i državnih resursa, donošenje konkretnih programa, jedinstvene informacione baze, konkretnih mehanizama i obezbeđivanja finansijske stabilnosti hipotekarnog tržišta.

Nova državna strategija treba da se koncentriše na dalji razvoj, podršku i regulaciju oba segmenta hipotekarnog tržišta (primarno i sekundarno), sa naglaskom na nove institucije, mehanizme, instrumente i resurse, kao i politike subvencionisanja, oporezivanja, osiguranja i garantovanja. To podrazumeva realizaciju celovitog sistema međusobno povezanih mera (zakonodavnih, institucionalnih i dr.) u više segmenata tržišta:

1. Primarno hipotekarno tržište

- stvaranje uslova za kreditore u pogledu privlačenja dugoročnih i jeftinih sredstava za hipotekarni biznis,
- uvođenje novih mehanizama rešavanja problematičnih hipotekarnih stambenih kredita u interesu dužnika, banaka i države, uz pozitivne efekte na kreditni i ekonomski rast,⁵⁵⁶
- kontrola i smanjivanje kamatnih stopa po hipotekarnim kreditima,
- uvođenje hipotekarnih stopa refinansiranja od NBS,
- obezbeđivanje kreditnih linija bankama i drugim organizacijama,
- razvoj i zakonska regulacija nebankarskih institucija iz sistema štedno-kreditnih i građevinskih društava, radi privlačenja namenske štednje stanovništva za stan,
- uspostavljanje jedinstvenog (državnog-pri NBS) bankarskog informacionog sistema hipotekarnog kreditiranja i obezbeđenja transparentnosti za investitore (obim i struktura kredita po kreditorima, uslovi i modeli amortizacije kredita, problematični krediti, realizovane hipoteke i dr.),
- razvoj fleksibilnih programa banaka i NKOSK, kao i državna standardizacija zahteva i procedura u svim fazama (anderajting, odobravanje i servisiranje hipotekarnih kredita), uz neposredno državno učešće i monitoring,
- uvođenje standarda privatnog osiguranja hipotekarnih kredita, hipoteka i života zajmotražilaca,
- razvoj i zakonska regulacija i kontrola specijalizovanih infrastrukturnih i pratećih struktura hipotekarnog tržišta,
- kreiranje efektivnih sistema licenciranja i registracije (hipotekarni brokери i dr.),
- formiranje profesionalnih udruženja učesnika hipotekarnog tržišta (posebni odbori pri UBS, PKS i sl.),

⁵⁵⁶ Videti kod: Krugman, P. (2012) End this Depression Now! Melrose Road Partners.

- međuresorsko tromesečno izveštavanje Vlade (odbor Skupštine) o hipotekarnim kreditima- NBS, NKOSK, Ministarstvo finansija, Komisija za hartije od vrednosti.

2. Sekundarno hipotekarno tržište

- uspostavljanje standardizovanog sistema finansiranja, putem prodaje hipotekarnih kredita banaka, operateru sekundarnog tržišta,
- razvoj i regulacija mehanizama sekjuritizacije i emisije hipotekarnih hartija od vrednosti⁵⁵⁷,
- emisija hipotekarnih HoV od strane kreditora i njihova realizacija na finansijskom tržištu (penzioni fondovi, osiguravajuća društva i drugi institucionalni investitori),
- izbor modela i zakonsko regulisanje mehanizama sekjuritizacije (bilansna, vanbilansna, sintetička), sa preferiranjem kontinentalnog modela,
- stimulisanje specijalizovanih hipotekarnih kreditnih institucija, koje su strogo regulisane posebnim zakonima (hipotekarne banke i dr.),
- povećanje stabilnosti i ekonomske efektivnosti poslovanja finansijskih posrednika,
- jačanje korporativnog upravljanja, poverenja građana i konkurencije na hipotekarnom tržištu⁵⁵⁸,
- objedinjavanje državne regulacije svih segmenata finansijskog tržišta (uključujući hipotekarno), kroz koncepciju megaregulatora, u skladu sa savremenim tendencijama svetske prakse.

3. Sistem subvencionisanja hipotekarnih stambenih kredita

- ciljna adresna podrška povećanju tražnje za stanom iz sredstava budžeta RS određenim kategorijama stanovništva,
- direktne subvencije zajmotražiocima ličnog učešća i dela kamatnih stopa po kreditima za stan, posebno za siromašnije slojeve stanovništva (uz uslov da se nakon toga živi u stanu 5 godina), s tim da kada kamatne stope padnu na prihvatljiv nivo ta mera države može biti ukinuta,
- smanjivanje direktnog državnog garantovanja (osiguranja) hipotekarnih stambenih kredita, preko NKOSK (sa sadašnjih 75% kredita na 40%), zbog finansijskog tereta budžeta,
- povećanje dostupnosti kredita za pojedine kategorije građana, uz fleksibilniju ocenu rizika i kreditne sposobnosti (mladi i perspektivni kadrovi i sl.),
- programi izgradnje i prodaje stanova od strane Građevinske direkcije Srbije ili lokalne samouprave po cenama ispod tržišnih (po ceni gradnje, bez troškova građevinskog

⁵⁵⁷ Mints, V. (2007) Securitization of mortgage loans as a housing finance system. To be or not to be. Housing finance international. str. 23.

⁵⁵⁸ Potrebno je poboljšati sistem licenciranja članova organa upravljanja emitentima hipotekarnih HoV, uz obavezno podnošenje godišnjeg izveštaja regulatoru o korporativnom upravljanju i upravljanju rizicima.

zemljišta i dr.), uz uslov da kupac, odnosno korisnik kredita u njemu živi i isti ne može otuđiti u određenom periodu (npr. 5 godina),

- programi davanja u dugoročni zakup određenog građevinskog zemljišta za izgradnju porodičnih kuća, uz povoljnije hipotekarne kredite za proces izgradnje i nabavku građevinskog materijala,
- obezbeđivanje premije iz budžeta RS za kamate po namenskoj štednji za stan zajmotražilaca hipotekarnih kredita,
- reforma sistema oporezivanja nekretnina, kroz dalje snižavanje poreskog tereta fizičkim licima u slučaju da ličnim sredstvima i dugoročnim hipotekarnim kreditom rešavaju svoje stambeno pitanje (prema odgovarajućem standardu površine). Istovremeno, progresivno oporezivanje stanova i kuća veće površine, kao i svake sledeće nekretnine. Ključno je da se sredstva od tih poreza ponovo, kroz subvencije i premije, vraćaju u novu stanogradnju. Time država obezbeđuje da sredstva od poreza na postojeće stanove (ne gubeći svoju namenu) stalno cirkulišu u sferi nove izgradnje, ostvarujući svoju socijalnu, ali i ekonomsku ulogu.

4. Povezana tržišta i institucije

Predložena strategija, svakako, obuhvata i uređivanje i razvoj civilizovanog tržišta nekretnina i legalnu novu stambenu izgradnju, "bez sive ekonomije" što je uslov efektivnog hipotekarnog kreditiranja.

Smanjivanje rizika hipotekarnog stambenog kredita podrazumeva i modernizaciju ponude usluga na tržištu osiguranja, od strane moćnih specijalizovanih privatnih komercijalnih osiguravajućih društava, što treba urediti posebnim zakonom.

Sistem podrazumeva i procenu realne tržišne vrednosti nekretnina, efikasnog rada Katastra nepokretnosti, sistema izdavanja dozvola, afirmaciju uloge investicionih savetnika, licenciranje hipotekarnih brokera, zakonsko regulisanje hipotekarnih banaka, efektivniji radrevizora i rejting agencija, kao i regulatora hipotekarnog kreditiranja i tržišta hartija od vrednosti.

Poželjno bi bilo formirati municipalne stambene fondove, koji bi pružali dužnicima alternativne stanove, nakon realizacije hipotekae od strane banke i iseljenja kreditiranog stana.

Kao što smo prikazali, većina tržišnih učesnika postoji i funkcioniše na hipotekarnom tržištu Srbije. Tempo i efektivnost hipotekarnog tržišta zavisiće od opšteg društveno-ekonomskog razvoja, kao i od normativno- pravne i institucionalne modernizacije tog tržišta. Izgradnja celovitog hipotekarnog sistema uključuje informacionu bazu, detaljne informacije o zajmotražiocu, kreditu, hipoteci, osiguranju, mesečnu statistiku kredita u svim fazama (prevremena otplata, kašnjenje otplate, refinansiranje, realizovane hipoteke i iseljenja iz stana i dr), državnu stambenu politiku, normativno- pravnu regulaciju (zakoni i sudsko- pravni sistem), zainteresovanost stranih investitora.

Da bi se pripremio detaljan program i odgovarajući plan mera hipotekarnog razvoja, neophodno je formirati međuresorski komitet eksperata, sastavljen o predstavnika državnih i privatnih struktura (hipotekarni kreditori, osiguravajuće kompanije,

institucionalni hipotekarni investitori i dr.) i regulatornih organa (NBS, Komisija za HoV, Ministarstvanfinansija, trgovine i stanogradnje, kao i NKOSK).

Svakako, budućnost srpskog hipotekarnog tržišta povezana je sa rastom dohodaka i štednje stanovništva, prema tempu rasta BDP i razvoja domaćeg tržišta kapitala, posebno sa mogućnostima investiranja reformisanog penzijskog fonda u hipotekarne hartije od vrednosti (sa smanjenim rizikom i pozitivnom dohodnošću). Tome treba da doprinesu integracioni procesi domaćeg hipotekarnog tržišta u evropsko i globalno tržište kapitala.

12. Izgradnja efektivnog sistema državne regulacije hipotekarnog tržišta

Savremeni izazovi hipotekarnog tržišta (nacionalnog i globalnog) uslovljavaju nužnost novog konceptualnog odgovora, sa usavršavanjem postojećeg i izgradnjom novog pravnog i institucionalnog okvira, harmonizacijom i jačanjem državne regulacije, unapređenjem korporativnog upravljanja i minimizacije rizika, kao i generisanjem ideje o kreiranju megaregulatora finansijskog tržišta.

12.1. Predlozi usavršavanja pravnog i institucionalnog okvira

Pred državom, kao kreatorom strateških pravaca razvoja, stoje brojni izazovi u smislu razradeefektivnog postkriznog modela hipotekarnog tržišta, kao celovitog i složenog multifunkcionalnog sistema. Cilj je, ne arbitriranje države, već uspostavljanje inoviranih "pravila igre" obezbeđenjem balansa prava i obaveza, kako postojećih, tako i novih učesnika hipotekarnog tržišta. Pri tome, od vitalne važnosti su mehanizmi obezbeđenja i zaštite kreditora i investitora u procesu realizacije hipoteka, uz istovremeno unapređenje mehanizama zaštite građana- hipotekarnih dužnika. Drugim rečima, potrebni su regulatorni mehanizmi i uslovi u kojima će kreditori efektivno poslovati, sa manjim hipotekarnim rizicima i većim profitom, a zajmotražiocima imati veću dostupnost kupovine stana i sigurnost u dugoročnoj otplati kredita (bolest, nezaposlenost i sl.). Takođe, u novoj razvojnoj fazi, neophodna je normativno-pravna regulacija i formiranje novih institucija i investicionih mehanizama mobilizacije jeftinijih dugoročnih izvora sredstava za hipotekarne plasmane, aktiviranjem sekundarnog tržišta hipoteke.

Ključnu ulogu u stabilizaciji i stvaranju uslova za dalji organizacioni i ekonomski razvoj domaćeg hipotekarnog tržišta ima država, ne samo kroz modernizaciju normativno-pravne osnove, već i stvaranje i povoljne investicione klime. Drugim rečima, zakoni su važni, ali sami zakoni ne rešavaju sve probleme hipotekarnog biznisa. Takođe, uloga države nije da pasivno prati sprovođenje pravila definisanih za učesnike hipotekarnog tržišta, već da aktivno sudeluje u prevazilaženju objektivno nastalih tržišnih problema,

razrađivanjem mera i aktivnosti koje mogu imati pozitivan uticaj na razvoj i stabilnost hipotekarnog, bankarskog i finansijskog sistema⁵⁵⁹.

Za stvaranje visokorazvijenog hipotekarnog tržišta Srbije, harmonizovanog sa propisima EU, neophodno je dalje usaglašavanje (fino doterivanje) postojećeg zakonodavstva, kao i donošenje novih zakona, potrebnih za funkcionisanje novih finansijskih institucija, novih mehanizama i novih finansijskih hipotekarnih instrumenata.

U nastavku, navodimo samo neke praktične probleme u primeni seta navedenih zakona, sa predlozima unapređenja, kako bi se omogućio efektivniji i stabilniji razvoj masovne hipoteke i masovnog investitora, sa naglaskom na finansijske aktive srednje klase, kao ključnog ekonomskog i socijalnog faktora stabilnog razvoja.

1. Zakon o hipoteci, nakon devetogodišnje primene, ispoljio je brojne slabosti i nejasnoće u tumačenju i primeni od strane različitih učesnika tržišta.

Posebno je sporna (i zahteva detaljniju razradu) odredba o vansudskom izvršenju prodajom založene imovine, po kojoj je pravo kupca te nekretnine limitirano hipotekama nižeg reda⁵⁶⁰.

Pri takvom stanju stvari, umesto da hipoteka postane nesporno sredstvo obezbeđenja i da se razvije institut vansudskog izvršenja, banke preferiraju klasično sudsko izvršenje. Ovaj zakon ima još jednu manu, koja usporava proces potencijalne sekjuritizacije. Radi se o odredbi (član 20) koja propisuje da ugovor o hipoteci bez ugovora o ustupanju hipotekarnog potraživanja ne proizvodi pravno dejstvo, odnosno da prenos hipoteke ne proizvodi pravno dejstvo prema trećim licima, bez uknjižbe sticaoca hipotekarnog potraživanja (društva za sekjuritizaciju) za svaki pojedinačni kredit.

2. Zakon o izvršenju i obezbeđenju doprineo je efikasnosti naplate uvođenjem privatnih izvršitelja.

3. Neophodno je, po našem mišljenju, Zakonom o stanovanju kreirati odgovarajuće mehanizme socijalne zaštite u slučaju iseljenja dužnika i članova njegove porodice iz stana pod hipotekom⁵⁶¹.

4. Zakon o katastru nepokretnosti treba izmeniti u smislu obezbeđivanja sigurnosti i jednoobrazne primene zakona u celoj zemlji, bez ostavljanja velike slobode tumačenja odredaba i protivrečnih instrukcija, kao i skratiti rokove upisa nepokretnosti, što je u direktnoj vezi sa hipotekarnim kreditiranjem.

5. Zakon o planiranju i izgradnji, svakako podrazumeva, kardinalnu promenu (čak poseban zakon) u cilju adekvatnog i konačnog rešavanja "sudbine masovne divlje gradnje". To se odnosi, takođe, na reformu prava građevinskog zemljišta, definisanjem svojinskih odnosa na objektima u izgradnji, kao izuzetno važnog segmenta tržišta.

⁵⁵⁹ Jasno je da država ne treba da arbitrira u ugovornim odnosima između hipotekarnog dužnika i kreditora, ali rizike treba da nose i kreditori, koji su sredstva štediša, na osnovu pogrešne procene rizika, plasirali kreditno- nesposobnim klijentima.

⁵⁶⁰ Tumačenja Katastra nekretnina RGZ.

⁵⁶¹ Pri lokalnim samoupravama moguće je formirati specijalne fondove stanova za privremeni smeštaj lica iseljenih iz hipotekovanih stanova, da ne idu na ulicu.

6. Zakon o Nacionalnoj korporaciji za osiguranje stambenih kredita (NKOSK) zahteva posebnu pažnju, odnosno izmene i dopune delatnosti ove Korporacije u pravcu garantovanja hipotekarnih obveznica banaka, na osnovu hipotekarne aktive ili emitovanja hipotekarnih založnica, na bazi kupovine portfelja hipotekarnih kredita.

S tim u vezi, uvažavajući složenost odnosa, treba obezbediti i odgovarajući monitoring NKOSK od strane NBS i Komisije za HoV (a ne samo Ministarstva finansija). Pri tome, od izuzetne važnosti je da ova Korporacija kreira obavezujuće najviše standarde kvaliteta, kako bi se obezbedila stabilnost nacionalnog finansijskog sistema.

7. Zakon o deviznom poslovanju ne daje mogućnost prenosa potraživanja sa rezidentnih na nerezidentna društva za sekjuritizaciju, što onemogućava inicijatore da sekjuritizuju svoja hipotekarna potraživanja na globalnom finansijskom tržištu. Za emisiju hipotekarnih obveznica u stranoj valuti, kao i za druge držaoce hartija od vrednosti, zahteva se prethodna saglasnost NBS.

8. Zakon o tržištu kapitala, u suštini, zahteva usklađivanje sa savremenim globalnim tendencijama u pogledu instrumenata na hipotekarnom tržištu i mehanizama sekjuritizacije hipotekarnih kredita. Bitno je definisati emisiju i promet hipotekarnih HoV, specifičnosti, status emitenta, kao i nadzor i kontrolu regulatora, uz poseban fokus na jačanje Fonda za zaštitu investitora⁵⁶².

9. Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga zaslužuje modernizaciju, posebno naglaskom na informisanje i zaštitu interesa i prava, kroz izgrađivanje ravnopravnijeg odnosa kreditora i korisnika, tokom ukupnog "životnog veka" dugoročnih stambenih hipotekarnih kredita (promene statusa zaposlenosti, zarada i zdravstvenog stanja dužnika, kao i inflacije, deviznog kursa, efektivne kamatne stope, prinudne prodaje hipoteke i iseljavanja iz stana i dr.).

10. Poreskim zakonima treba omogućiti olakšice na promet stanova, ukoliko se sredstva ulažu u kupovinu odgovarajućeg novog stana, osloboditi poreza na dohodak građana iznos sredstava usmeren za otplatu hipotekarnih stambenih kredita, tokom ukupnog perioda otplate. Takođe, bitno je sistemom progresivnog oporezivanja imovine, koja donosi prihod, obezbediti, kako proširivanje osnovice za premije stambene štednje i subvencionisanja kredita (vraćanje sredstava u novu stambenu izgradnju), tako i dati doprinos državnom budžetu za ostale namene. Država treba da omogući sniženje i ostalih troškova (naknade notarima, državna registracija ugovora o hipoteci i drugo).

Na osnovu naše komparativne analize savremenih iskustava pravnog i institucionalnog razvoja hipotekarnih tržišta razvijenih i zemalja u tranziciji, ovde bi posebno podvukao neophodnost razrade i donošenja novih zakonskih projekata, imajući u vidu potrebu razvoja sekundarnog hipotekarnog tržišta Srbije, odnosno masovnu mobilizaciju investicionih resursa za hipotekarno kreditiranje. Pored toga, ubrzano kretanje ka EU, zahtevaće viši stepen harmonizacije regulative, na osnovu dobro osmišljenog pristupa, posebno u sledećim oblastima:

1. Zakon o stambenim štedionicama, kao nebankarskim institucijama, specijalizovanim i usmerenim na razvoj ugovornog štedno- kreditnog mehanizma hipoteke, koja uspešno funkcioniše u kontinentalnoj Evropi (Nemačka, Francuska, Austrija, Poljska, Hrvatska).

⁵⁶² Detaljnije o Fondu za zaštitu investitora videti sajt Agencije za osiguranje depozita. www.aod.rs.

Po našem mišljenju, sada je povoljan trenutak za hipotekarno kreditiranje na bazi modela namenske štednje za stan, obzirom da su kamatne stope na nenamensku štednju na najnižem nivou. To bi hipotekarnim štedišama pružilo mogućnost dobijanja kredita po najpovoljnijim kamatnim stopama. Treba još jednom naglasiti bitnu činjenicu da se već u fazi namenske štednje za stan uspostavlja dugoročni odnos sa klijentom, tako da u fazi odobravanja kredita, stambena štedionica dobro poznaje klijenta i raspolaže informacijama o finansijskim potencijalima i disciplini štediše-zajmotražioca⁵⁶³.

Za uspeh ovog hipotekarnog mehanizma u Srbiji, od posebnog značaja biće stabilizacija ekonomske situacije, jačanje poverenja u finansijske institucije (štednja u bankama na kratak rok do 1 godine) i, posebno, aktivna državna podrška (premiranje i garantovanje namenske štednje)⁵⁶⁴.

2. Zakon o hipotekarnim bankama, kao potencijalno novim specijalizovanim finansijskim institucijama na domaćem hipotekarnom tržištu, treba da pojača konkurenciju u odobravanju hipotekarnih kredita, uz njihovo samostalno refinansiranje tih kredita emisijom hipotekarnih obveznica, sa fiksnom kamatnom stopom, što bi bila pogodnost za dužnike. Postoje brojna rešenja i modeli hipotekarnih banaka, ali je evropsko-nemački model najsuperiorniji, iako država ne subvencionise kamatne stope po hipotekarnim kreditima, niti daje poreske olakšice bankama.

Stvaranje ovih specijalizovanih kreditnih organizacija je, po našem mišljenju, neminovno, kako zbog dostignutog obima kredita od strane univerzalnih banaka, tako i zbog srpske tradicije. Srbija je, pre vek i po, imala uglednu Državnu hipotekarnu banku, sa izuzetno razvijenim mehanizmima finansiranja i refinansiranja u sličnim, teškim, uslovima toga doba. Specijalizacija, uz čvrst zakon i regulaciju, treba da dopinese jačanju profesionalizma, kvaliteta inovativnih hipotekarnih proizvoda i usluga, kao i većoj stabilnosti hipotekarnog stambenog tržišta, što ubedljivo potvrđuju i kontinentalna iskustva.

3. Zakon o fondovima nekretnina, kao nekreditnim organizacijama, treba da uredi oblast ulaganja u izgradnji i razvoj nekretnina, u cilju dopunske tražnje za stanovima. Ovi fondovi ulažu sredstva u izgradnju stanova, na osnovu svog kapitala i pozajmljenih sredstava. Kao nekreditne organizacije nisu pod licenciranjem i nadzorom centralne banke. Zbog toga emisija hipotekarnih HoV, na osnovu njihovih zajmova, mora biti pod jakim monitoringom Komisije, uz specijalne mehanizme zaštite građana, kao investitora. Pri tome, neophodna je aktivna uloga i podrška države, posebno u izbegavanju dvostrukog oporezivanja.

4. Zakon o stvaranju megaregulatora finansijskog tržišta (Agencija za nadzor finansijskih usluga), kao jedinstvenog regulatornog organa, koji objedinjuje više finansijskih sektora, što detaljnije obrazložimo u nastavku istraživanja.

5. Građanski zakonik, kao ključni bazični zakon (čije se donošenje, konačno, očekuje), treba da definiše principe i standarde svojinskih odnosa, obezbeđenja kredita zalogom

⁵⁶³ Na taj način stambena štedionica formira svoju informacionu bazu, nalik institucionalnom kreditnom birou.

⁵⁶⁴ U odsustvu regulatornog sistema stambene štednje za stan, graditelji stambenih objekata kod nas lansiraju varijante plaćanja stanova u izgradnji po tzv. tranšama, što često vodi nenamenskoj upotrebi sredstava, jer te organizacije nisu licencirane, niti kontrolisane.

nekretnina, kao i osnove za državnu regulaciju i realizaciju hipoteke, što se bliže reguliše specijalnim zakonima.

6. Zakon o sekjuritizaciji, posle decenijskog odlaganja, treba doneti, kao bitan nedostajući normativno-pravni okvir za sekjuritizaciju hipotekarnih potraživanja banaka i privlačenje dugoročnih resursa emisijom hipotekarnih HoV⁵⁶⁵. To bi doprinelo sniženju i disperziji rizika sa kreditora na druge učesnike, posebno investitore i stimulisalo banke da se uključe na sekundarno hipotekarno tržište⁵⁶⁶.

U nastavku, koncentrišemo se na mogućnosti i ograničenja primene pojedinih svetskih modela i mehanizama sekjuritizacije u Srbiji⁵⁶⁷.

Prema važećoj zakonskoj regulativi, u Srbiji nije bilo realizacije sekjuritizacije potraživanja, odnosno, emisije hipotekarnih obveznica od strane banaka, obezbeđenih zalogom hipotekarnih kredita. Više je razloga za takvo stanje, od povoljnih kreditnih linija matičnih banaka domaćim bankama- kćerima, do nedostajućeg adekvatnog pravnog okvira za hipotekarno refinansiranje.

Prema sadašnjem zakonodavstvu, sekjuritizacija je moguća na principima ugovornog prava, kao prodaja, odnosno prenos potraživanja. Međutim, pri tome se pojavljuju otvorena pravna pitanja, kao što su: (1) ne postoji precizna definicija emisije hipotekarne hartije od vrednosti sa svim njenim obaveznim svojstvima, (2) koje zahteve treba da ispunjava emitent, (3) specijalni zahtevi za obezbeđenjem (hipotekom) i postupak efikasnog prenosa obezbeđenja potraživanja, (4) mehanizam emisije, prenosa i registracije hipotekarnih hartija od vrednosti, (5) standardi kvaliteta i kvantiteta hipotekarne aktive pogodne za proces sekjuritizacije, (6) transparentnost informacija o emitentu, (7) postizanje sigurnosti i garantovanja ovih HoV, (8) zaštita hipotekarnog obezbeđenja od stečaja emitenta- isključivanje iz stečajne mase i slično⁵⁶⁸, (9) ko je regulator i sa kojim nadležnostima (NBS; Komijsja za HoV i dr.).

Sva navedena i druga praktična pitanja eventualnog sprovođenja sekjuritizacije nose brojne rizike za investitore i razvoj efektivnog i sigurnog sekundarnog hipotekarnog tržišta.

Nacrt Zakona o sekjuritizaciji potraživanja (član 4) predviđa dve vrste sekjuritizacije: sekjuritizacija sa prenosom potraživanja i sintetička sekjuritizacija. Pri tome, sekjuritizacija s prenosom potraživanja, u suštini, predstavlja vanbilansu sekjuritizaciju, pri kojoj inicijator prenosi svoja potraživanja društvu za upravljanje fondovima sekjuritizacije, na osnovu čega ono izdaje hartije od vrednosti obezbeđene imovinom, koje se prodaju investitorima. Ovde je potrebna preciznija definicija i razgraničenje funkcija hipotekarnog kreditora i emitenta hartija od vrednosti.

⁵⁶⁵ NBS je pripremila Nacrt zakona o sekjuritizaciji davne 2007. godine, koji nije išao u dalju proceduru. Videti sajt www.nbs.rs.

⁵⁶⁶ Međunarodna konferencija o sekjuritizaciji (2007) Udruženje banaka Srbije.

⁵⁶⁷ Ekonomska suština refinansiranja hipotekarnih kredita je ista u svim zemljama, razlike su u organizacionim formama. Postoje dva osnovna modela: anglosaksonski i evropsko-kontinentalni, koje smo već objasnili.

⁵⁶⁸ Zakon o stečaju ne sadrži odgovarajuću pravnu zaštitu investitora u hipotekarne HoV, jer u slučaju stečaja inicijatora već sekjuritizovano potraživanje može biti pravno pobijeno i uključeno u stečajnu masu.

Sintetička sekjuritizacija označava prenošenje kreditnog rizika, koji se odnosi na potraživanja inicijatora, na osnovu zaključenih poslova s finansijskim derivatima. Bitno je istaći da uslovi i postupak ove forme sekjuritizacije nisu predviđeni Nacrtom zakona, već je ostavljeno ovlašćenje Komisiji za HoV da to uredi svojim aktima. Treba primetiti da i drugi regulator (NBS) treba da svojim odlukama o rizicima i adekvatnosti kapitala tretira ovu vrstu sekjuritizacije i kreditnih derivata, posebno zbog toga što su kreditni derivati odgovorni za nastanak velike hipotekarne krize u SAD.

Takođe, bilansna sekjuritizacija nije uređena ovim Nacrtom, iako je definisana spominjanom Direktivom EU (UCITS), koja je propisala bazne obavezujuće kriterijume hipotekarne obveznice (puno pokriće hipotekovanim aktivom, pravna zaštita investitora) i čvrste principe supervizije regulatora⁵⁶⁹.

Što se tiče osnovnih igrača u postupku sekjuritizacije, Nacrt definiše (član 5) da inicijator "može biti banka, davalac finansijskog lizinga, društvo za osiguranje ili drugo lice u finansijskom sektoru, koje propisom kao inicijatora utvrđuje Narodna banka Srbije". Ovde primećujemo da su za inicijatore nominovani samo subjekti, čiji je sada regulator NBS, dok izostaju nebankarske finansijske institucije. S tim u vezi, definisana su i potraživanja koja mogu biti predmet sekjuritizacije, a to su potraživanja navedene strukture inicijatora.

Buduća potraživanja, koja se mogu sekjuritizovati moraju biti standardizovana i određiva, po vrstama, ukupnom iznosu, vremenu nastanka, kategorijama dužnika.

Prenos potraživanja banaka može se vršiti na osnovu ugovora o ustupanju (cesiji) ili ugovora o prodaji potraživanja, uz prethodnu saglasnost NBS. Sa prenosom potraživanja, istovremeno se prenose i sporedna prava i registrovana sredstva obezbeđenja (hipoteka, pravo na kamatu, prioritetnu naplatu, pravo po osiguranju i garancijama i dr.). Treba istaći da taj proces usporava i poskupljuje uknjižba društva za upravljanje fondom sekjuritizacije, kao novog hipotekarnog poverioca i to za svaki individualni hipotekarni kredit. Prenos potraživanja u postupku sekjuritizacije oslobođen je poreza na dodatnu vrednost, a inicijator ima obavezu da obavesti Komisiju za HoV o sprovedenom prenosu. Nacrt zakona, sasvim razumno, predviđa da za prenos potraživanja nije potrebna saglasnost hipotekarnih dužnika, ali uvodi obavezu svakog dužnika (što kod većine jurisdikcija nije slučaj)⁵⁷⁰. Potraživanja koja su predmet sekjuritizacije prenose se u Fond sekjuritizacije, kao njegova imovina, a sredstva toga Fonda koriste se za isplatu investitora u hartije od vrednosti obezbeđene imovinom, kao i plaćanje naknade za upravljanje i druge operativne troškove. Za svaki aranžman sekjuritizacije formira se poseban fond.

U Nacrtu zakona primenjen je kontinentalni evropski model po kome fondovima sekjuritizacije upravljaju društva za upravljanje, a ne društva sa posebnom namenom (SPV), što je obeležje anglosaksonskog modela regulative sekjuritizacije. Svakako, to je ispravan pristup, kako zbog orijentacije Srbije ka članstvu u EU i dominantnog prisustva banaka iz EU, tako i zbog veće pravne sigurnosti i stabilnosti funkcionisanja ovog modela. U pogledu pravne forme, društvo za upravljanje osniva se isključivo kao društvo sa ograničenom odgovornošću, od strane domaćih i inostranih pravnih i fizičkih lica, a

⁵⁶⁹ Bilansna sekjuritizacija nije definisana Bazelom II, već NBS u sklopu Odluke o adekvatnosti kapitala, utvrđuje kapitalni zahtev za pokriće kreditnog rizika u procesu sekjuritizacije potraživanja.

⁵⁷⁰ To doprinosi transparentnosti procesa, ali i košta.

može imati maksimum 10 članova. Delatnost društva vezana je samo za poslove sa sekjuritizacijom (sticanje potraživanja od inicijatora i obrazovanje fonda, izdavanje hipotekarnih HoV, prikupljanje sredstava fonda iz naplate od dužnika, privremeno investiranje tih sredstava u sigurne namene, isplata glavnice i kamate i obaveštavanje investitora, kao i obezbeđivanje osnivačima fonda stabilnog dohotka i dr.)⁵⁷¹.

Propisano je da društvo za upravljanje ima osnovni kapital najmanje 100.000 eur, da se ne može zaduživati radi blagovremene isplate investitorima. Takođe, društvo ne može biti povezano lice sa inicijatorom, a može upravljati sa više fondova sekjuritizacije. Dozvolu za rad društvu za upravljanje daje Komisija za HoV, u sklopu svoje regularne uloge, na osnovu ocene ispunjenosti minimalnih uslova kadrovske, organizacione i tehničke opremljenosti.

Pošto fond sekjuritizacije nema svojstvo pravnog lica, društvo za upravljanje izdaje hartije od vrednosti obezbeđene imovinom (emisija). Trgovina, kliring i saldiranje, kao i druga pitanja sa ovim hartijama ostvaruju se u skladu sa zakonima o tržištu kapitala i deviznom poslovanju. Ostaje, međutim, otvoreno pitanje definisanja i regulacije vrsta i specifičnosti hipotekarnih HoV, njihovog garantovanja i slično, što se u nekim zemljama reguliše posebnim zakonima.

Nacrt predviđa da društvo za upravljanje, na osnovu ugovora sa Nacionalnom korporacijom za osiguranje stambenih kredita (NKOSK), može od iste pribaviti garancije i osiguranje hipotekarnih hartija od vrednosti.

Sledeći učesnik procesa sekjuritizacije je serviser, koji je najčešće banka- inicijator.

Konačno, zaštita prava investitora, kao ključnih igrača u procesu sekjuritizacije, ostvaruje se zakonskim pravom zaloge na imovini fonda sekjuritizacije, a društvo za upravljanje ima obavezu da obezbedi identičan tretman svih investitora, koji imaju ista prava iz predmetnih HoV. Drugim rečima, imovina fonda sekjuritizacije ne može biti uključena u stečajnu ili likvidacionu masu društva za upravljanje, inicijatora ili servisera, niti može biti predmet prinudne naplate u cilju namirivanja potraživanja prema tim učesnicima sekjuritizacije.

Obzirom da hipotekarno tržište predstavlja simbiozu tržišta hipotekarnih kredita i tržišta hipotekarnih hartija od vrednosti, regulacija procesa sekjuritizacije mora imati dualni karakter (NBS i Komisija za HoV), uz jasna razgraničenja nadležnosti.

Iz analize odredbi Nacrta Zakona o sekjuritizaciji, kao i komparativne analize međunarodnih iskustava, dolazimo do stava da su potrebne popravke predloženih rešenja, koja smo napred opisali. Najpre, potrebno je zakonski regulisati sve potencijalne modele i mehanizme sekjuritizacije (bilansni, vanbilansni i sintetički). Pored toga, praktično sprovođenje mehanizma sekjuritizacije ima svoju kratkoročnu i srednjoročnu dimenziju.

1. U sadašnjoj razvojnoj fazi domaćeg hipotekarnog tržišta bio bi aktuelan bilansni mehanizam sekjuritizacije, odnosno refinansiranje, kroz bankarske dugoročne hipotekarne obveznice. Vodeće banke, sa najvećim portfolijom hipotekarnih stambenih

⁵⁷¹ Zbog zaštite upotrebe poslovnog imena Nacrt zabranjuje upotrebu reči "društvo za upravljanje fondovima sekjuritizacije".

kredita osiguranih kod NKOSK, mogle bi emitovati hipotekarne obveznice, dok bi investitori– kupci obveznica bili domaći i strani institucionalni investitori. Pri tome, računa se na iznadprosečnu kapitalizovanost i višegodišnje iskustvo domaćih banaka sa stranim kapitalom, obzirom da njihove matice efikasno sprovede bilansnu sekjuritizaciju u okviru jedinstvenog tržišta EU.

Vrlina bilansnog mehanizma sekjuritizacije je u jednostavnosti emitovanja hipotekarnih obveznica, jer hipotekarna aktiva ostaje u bilansu banke, ne prodaje se, ne prenosi i ne uknjižava na novog poverioca-društvo za upravljanje fondom sekjuritizacije. Sve tri funkcije: inicijator, serviser, emitent realizuju se u okviru same banke. To, istovremeno, smanjuje rizike investitora i omogućuje povoljnije resurse bankama za novo hipotekarno kreditiranje. Sigurnosti investitora doprinosi čvrst nadzor NBS, kao i stalno "čišćenje aktive", jer se problematični krediti zamenjuju novim kvalitetnim kreditima u portfoliju, tako da bi obaveze prema investitorima bile pokriveno.

Problem primene ovog oblika sekjuritizacije bio bi u slučaju stečaja ili likvidacije banke, kada bi bili ugroženi interesi deponenata, osim depozita građana, preduzetnika, mikro, malih i srednjih preduzeća, do iznosa od 50.000 eur⁵⁷².

2. Primena mehanizma vanbilansne sekjuritizacije bila bi moguća formiranjem fonda sekjuritizacije, koji bi od banaka kupovao standardizovane hipotekarne stambene kredite, osigurane od NKOSK, koja bi garantovala hipotekarne založnice, koje emituje društvo za upravljanje fondom sekjuritizacije. Na taj način, banke bi prodajom dela kreditnog portfolija, transferisale kreditni rizik, optimizujući odnos rizične aktive i kapitala.

Problemi bi mogli nastati ako bi došlo do porasta problematičnih stambenih kredita i nemogućnosti hipotekarnih dužnika da ih servisiraju. U tom slučaju bi NKOSK, kao garant emisije, morala isplatiti obaveze prema investitorima. Zbog ogromnog javnog duga (76% BDP na kraju 2015. godine) ostaje sporno angažovanje države u ovom smislu, mada je za početak pokretanja vanbilansne sekjuritizacije, ključni uslov bilo obezbeđenje jeftinih izvora sredstava sa tržišta kapitala za povoljnije hipotekarno stambeno kreditiranje.

Izuzetno je važno da NKOSK i NBS propišu čvrste standarde kreditne sposobnosti zajmotražilaca, ne ostavljajući bankama prostor za kreiranje i dalji transfer ukupne vidljive i anonimne rizične hipotekarne aktive, već zadržavanja dela rizika na svojim bilansima (o čemu su sveže lekcije moralnog hazarda u hipotekarnoj krizi SAD, kao i aktuelni problemi sa NLP u Srbiji).

3. Mehanizam sintetičke sekjuritizacije, iako izuzetno složen, omogućio bi bankama da deo kreditnog rizika po hipotekarnim kreditima osiguranim od NKOSK, putem ugovora o kreditnom riziku (CDS) prenesu na fond sekjuritizacije, koji one formiraju, na osnovu čega društvo za upravljanje fondom sekjuritizacije može emitovati kreditne note (CLN) za investitore.

⁵⁷² www.aod.rs

12.2. Predlog harmonizacije regulacije hipotekarnog tržišta

Za formulisanje koncepcije državne regulacije nacionalnog hipotekarnog tržišta, poseban značaj ima međunarodni aspekt: tendencija globalizacije tržišta i poteba njegove globalne regulacije.

Period tržišnog romantizma i burnog razvoja, a potom velike krize hipotekarnog tržišta u SAD, doveo je do otrežnjenja i preispitivanja sistema regulacije, u smislu aktivnog antikriznog arsenala mera državnog uticaja na tržište.

1. Iskustvo stranih zemalja pokazuje tendenciju jačanja razvoja univerzalizacije tržišta finansijskih usluga, koja implicira tendenciju zakonodavne univerzalne regulacije toga tržišta⁵⁷³. U tom smislu, za srpsko hipotekarno tržište čini se celishodnim izrada jedinstvenog Zakona o regulaciji tržišta finansijskih usluga, koji bi inkorporirao odgovarajuće korekcije u postojećoj segmentiranoj regulativi, kako smo naveli u prethodnom poglavlju.

2. Svakako, pokazalo se da sam kvantitet zakona ne obezbeđuje bolju strukturu institucija, instrumenata i mehanizama na hipotekarnom tržištu, niti garantuje veću efektivnost toga tržišta. Potrebno je obezbediti što šire učešće samoregulatornih organizacija u procesu pripreme zakona, ostaviti rok za početak primene i, posebno, obezbediti punu odgovornost učesnika za sprovođenje zakona.

3. Pri tome, smatramo neprihvatljivim povratak neograničenoj liberalizaciji, deregulaciji i anarhiji tržišta, potiskivanjem državne regulacije i nadzora, jer se hipotekarni rizici odnose na više tržišta i globalni svet.

4. Reforma hipotekarne regulacije je izuzetno složen proces, koji treba da bude usmeren na ostvarivanje primarnih ciljeva- veće efektivnosti i stabilnosti tržišta, kao i zaštite investitora, uvažavanjem morala i čestitosti u poslovanju. To podrazumeva poštovanje i razradu međunarodno definisanih principa i standarda regulacije, koji se odnose na sve sektore učesnika hipotekarnog tržišta.

5. Strategijski interesi države moraju biti usmereni na dinamičan ekonomsko- socijalni razvoj, kroz podršku razvijanju namenske štednje i nacionalnog hipotekarnog tržišta, snažnim multiplikativnim efektima na rast i razvoj svih sektora ekonomije, zaposlenosti i dohodaka građana.

6. Državna regulacija ima zadatak da zaštiti zakonska prava i interese svih učesnika hipotekarnog tržišta, kroz licenciranje profesionalaca, predupređivanje konflikta interesa, manipulacija, nečasne prakse u prodaji klijentima hipotekarnih proizvoda i usluga, a time obezbeđivanje poverenje investitora, uključujući i rast interesa građana za hipotekarnim aktivama.

7. U navedenom smislu, od suštinske i prioritete važnosti je veća sinhronizovanost i efektivno delovanje državnog finansijskog regulatora, organa unutrašnjih poslova i poreskih organa, kao i sudske vlasti, kako bi se uspostavio celovit sistem profesionalne

⁵⁷³ Dok u Srbiji postoji više specijalnih zakona (o bankama, investicionim fondovima, osiguranju i tržištu HoV), u SAD i V.Britaniji doneti su zakoni koji regulišu širok spektar- sve vrste usluga na finansijskom tržištu. To ne znači da treba da budemo dobar učenik na finansijskom tržištu, koji će samo prevoditi i kopirati najbolju praksu i tuđa rešenja, već treba uključivati svoje specifičnosti i ideje.

ocene pričinjene štete i obezbedili relevantni dokazi kršenja prava svakog učesnika na sve složenijem hipotekarnom tržištu⁵⁷⁴.

8. Postojeća praksa razvoja i državne regulacije domaćeg tržišta HoV i hipotekarnog tržišta svedoči o nedovoljnoj investicionoj usmerenosti i sistematičnosti regulacije, što umanjuje efektivnost hipotekarnog tržišta i zahteva promenu te politike.

9. Država treba da stvori povoljnije pravne institucionalne i druge uslove za razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta, radi mobilizacije novih dugoročnih resursa domaćih i stranih investitora za prihvatljivije hipotekarno kreditiranje.

10. Poseban značaj imaju državne stimulacije razvoja i regulacije sistema ugovorne štednje za stan, kao ekonomski efektivnog, stabilnog i socijalno poželjnog modela kreditiranja i rešavanja stambenih pitanja stanovništva.

11. Zadatak države je dalji razvoj i pravna regulacija nedostajuće složene institucionalne strukture hipotekarnog tržišta (hipotekarne banke, štedno-kreditna društva, hipotekarni brokeri, privatno osiguranje hipotekarnih kredita, celoviti informacioni sistemi regulatora i dr.), kao i povećanje transparentnosti i nadzora nad hipotekarnim tržištem.

12. Nužno je usavršavanje sistema i metoda regulisanja naplate dospelih potraživanja i egzekucije hipoteka, uključujući i zakonsko regulisanje ličnog bankrota dužnika, a sve u cilju efektivnosti hipotekarnog tržišta, jačanja socijalne uloge države, slobode ugovora i zaštite interesa hipotekarnih kreditora i dužnika.

13. Uvođenje i čvrsto regulisanje mehanizma sekjuritizacije hipotekarnih potraživanja, kojom se obezbeđuje disperzija rizika, uz zadržavanje rizičnijeg dela u bilansu kreditora, čime se obezbeđuje veća sigurnost investitora i jeftinije i masovnije novo kreditiranje.

14. Posebna regulatorna uloga države sastoji se u kreiranju nove poreske politike (Ministarstvo finansija), koja treba da obezbedi progresivnije oporezivanje dela stambenog fonda (drugi stan, površina veća od utvrđenog standarda, osnov sticanja-otkup društvenih stanova i sl.), kako bi se stvorili namenski izvori za subvencionisanje hipotekarnih stambenih kredita za mlade braćne parove, koji kupuju stan za lično korišćenje⁵⁷⁵.

15. Mere monetarno-kreditne politike NBS treba da stimulišu razvoj sistema namenske štednje za stan, čime se podstiče ukupna investiciona aktivnost, uz antiinflacione efekte. Takođe, u skladu sa zakonskom obavezom stabilnosti cena, Centralna banka treba da kreira detaljne mesečne izveštaje banaka o svim aspektima promena u sektoru hipotekarnih kredita, da aktivno prati rizike i kontroliše finansijski leveridž, kao i da, posebno, analizira kretanja na tržištu nekretnina.

16. Regulatori moraju postati agresivniji i odgovorniji u postupku prudencijalne kontrole i nadzora nad upravljanjem rizicima i kapitalom, uz posebnu pažnju na blagovremeno sankcionisanje lošeg korporativnog upravljanja i obezbeđivanje zaštite korisnika

⁵⁷⁴ Izgradnja efektivnog sistema borbe protiv insajdera i manipulanata na finansijskom tržištu zahteva donošenje specijalnog zakona protiv zloupotreba i naknade štete.

⁵⁷⁵ Dakle, povećavanje poreza na imovinu bogatijih domaćinstava usmeravalo bi se, kao subvencija, domaćinstvima koja rešavaju stambeni problem, bez opterećivanja državnog budžeta, koji je pod teretom fiskalnog deficita.

finansijskih usluga i investitora. Pri tome, mora se voditi računa o troškovima i rezultatima regulatornih organa, kao i o jačanju Fonda za zaštitu investitora.

17. U cilju jačanja poverenja u hipotekarno tržište i obezbeđenja finansijske stabilnosti, regulatorni organi treba da podižu nivo profesionalnih znanja i kulture tržišnih učesnika, uključujući i finansijsku edukaciju i pismenost stanovništva.

18. Konačno, problemi hipotekarnog tržišta i krize su identifikovani, treba ih rešavati u novim uslovima, razmišljajući na nov, kreativan način.

12.3. Razvoj korporativnog upravljanja i upravljanja rizicima

Perspektive rasta i efektivnog razvoja hipotekarnog tržišta u celom svetu, pa i u Srbiji, nakon globalne finansijske krize, tesno su povezane sa savremenom koncepcijom i standardima korporativnog upravljanja. Poboljšanje kvaliteta korporativnog upravljanja je najvažniji strateški pravac podizanja efektivnosti poslovanja učesnika na srpskom hipotekarnom tržištu.

Aktuelni problemi, koji koče kvalitativni razvoj domaćeg hipotekarnog tržišta, tiču se potrebe jačanja korporativne kulture i standarda kvaliteta upravljanja, transparentnosti i zaštite investitora, uz veću dostupnost i snižavanje cena finansijskih usluga, što treba da doprinese inovativnom razvoju složenijih mehanizma sekundarnog hipotekarnog tržišta⁵⁷⁶.

Razvoj normativno-pravnog okvira korporativnog upravljanja u Srbiji započeo je, sa početkom tranzicije, donošenjem novih zakona i njihovim izmenama (Zakon o privrednim društvima- 2004. godine, Zakon o tržištu HoV i drugih finansijskih instrumenata- 2002. i 2006. godine, Zakon o bankama- 2005. i 2015. godine), kao i odgovarajućih kodeksa (Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije⁵⁷⁷- 2005. godine i Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze⁵⁷⁸- 2008. godine). Dalji koraci u modernizaciji sistema korporativnog upravljanja učinjeni su 2010. godine i 2011. godine u procesu harmonizacije regulative privrednih društava, banaka i tržišta kapitala sa EU. Karakteristično je da Udruženje banaka Srbije nema usvojen kodeks korporativnog upravljanja.

Posebno ističemo da se bazični teorijski principi korporativnog upravljanja zasnivaju na opštoj teoriji upravljanja⁵⁷⁹. Na osnovu teorije i iskustava najbolje prakse, međunarodne organizacije su razradile svoje specifične ciljeve i principe korporativnog upravljanja. Tako je OECD usvojio "Principe korporativnog upravljanja" 1999. godine, koji predstavljaju orijentire za kreatore odgovarajuće politike, učesnike finansijskog tržišta i investitore. Navedenim principima obezbeđene su referentne smernice za zakonske i

⁵⁷⁶ Više u radu autora "Korporativno upravljanje i tržište kapitala". Zbornik sa XVII Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2008. Beograd, Pravo i privreda, br.5-8, 2008.

⁵⁷⁷ Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije, Službeni glasnik RS, br. 1/2006 i br. 99/2012.

⁵⁷⁸ Beogradska berza i IFC (2011) Korporativno upravljanje, priručnik. Beograd.

⁵⁷⁹ Caprio G., Levine, R. (2002) Corporate Governance in Finance: Concepts and International Observations. u: R.Litan, M. Pomerelano, V. Sundararajan: Financial Sector Governance: the Role of the Public and Private Sectors, Washington.

regulatorne inicijative, ne samo u zemljama OECD, već su to postali globalni standardi⁵⁸⁰.

Ovde ističemo da Principi OECD definišu korporativno upravljanje kao "skup odnosa između menadžmenta i upravnog odbora, akcionara i drugih zainteresovanih strana, što čini strukturu kroz koju se postavljaju ciljevi kompanije, određuju sredstva za njihovao postizanje i sprovodi praćenje rezultata kompanije"⁵⁸¹.

Prema našem shvatanju, korporativno upravljanje predstavlja celovit sistem, koji uključuje zakone i poslovnu praksu, na osnovu čega se regulišu interni odnosi vlasnika, organa upravljanja i viših menadžera (u smislu uticaja i odgovornosti, izveštavanja i kontrole), kao i eksterni odnosi sa klijentima, deponentima, investitorima i državom, odnosno regulatornim organima.

Svakako, radi se o celovitom skupu normativno-pravnih akata (zakoni i podzakonske procedure), standarda samoregulatornih organizacija i sopstvenih etičkih kodeksa ponašanja učesnika finansijskog, odnosno hipotekarnog tržišta.

Generalni okvir korporativnog upravljanja OECD naglašava četiri ključna principa:

- Nepristrasnost - ravnopravan tretman klijenata,
- Obaveznost - zaštita prava zainteresovanih strana,
- Transparentnost - pravovremeno i tačno informisanje,
- Odgovornost - strateško usmeravanje, aktivno vođenje i efikasan nadzor menadžmenta od strane uprave.

Na bazi navedenih opštih principa, OECD je nakon globalne finansijske krize doneo 2010. godine i "Preporuke za unapređenje prakse korporativnog upravljanja u prioritetnim oblastima", a 2011. godine Evropska komisija je objavila tzv. Zelenu knjigu o okviru korporativnog upravljanja⁵⁸². Bazelski komitet za superviziju banaka je 1999. godine usvojio dokument pod nazivom "Uspostavljanje korporativnog upravljanja u kreditnim organizacijama", a nakon hipotekarne i globalne finansijske krize, u julu 2015. godine, izdao je razrađen akt "Smernice principa korporativnog upravljanja za banke". Ove smernice sadrže 13 principa, čija adekvatna primena treba da obezbedi razvoj efektivnijeg sistema korporativnog upravljanja⁵⁸³.

Posebno ističemo savremenu tendenciju kreranja zakona, uz jačanje značaja autonomne regulative i odgovornosti učesnika finansijskog i hipotekarnog tržišta (običaji, poslovni moral, opšti uslovi poslovanja i drugo)⁵⁸⁴. Dakle, trend razvoja moderne regulative, pa i regulative korporativnog upravljanja, je definisanje okvira, a ne imperativnog zakonskog uniformisanja poslovanja. Učesnicima finansijskog tržišta daje se sloboda

⁵⁸⁰ OECD Principles of Corporate Governance- 2004., Introduction

⁵⁸¹ OECD, Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables, 2003.

⁵⁸² EU GREEN paper. The EU corporate governance framework, COM, 2011.

⁵⁸³ Corporate governance principles for banks. BIS. (2015)

⁵⁸⁴ Po zakonu o bankama u Srbiji, svaka banka donosi i objavljuje svoje Opšte uslove poslovanja i obavezna je da ih učini dostupnim klijentima pre stupanja u obligaciono-pravne odnose, što je jedna od formi zaštite korisnika finansijskih usluga.

samoregulacije u datim okvirima. U tu svrhu služe kodeksi, instrukcije ili vodiči, koji daju preporuke da se nešto primeni ili ako se ne primeni-objasne razlozi odstupanja, koji se smatraju poželjnom praksom korporativnog upravljanja⁵⁸⁵.

U tom pogledu, Visoka grupa eksperata za reformu kompanijskog prava EU je zaključila da je potrebno zameniti dosadašnji način donošenja zakona korišćenjem direktiva EU, kao primarne regulative, modelom regulacije u kome će direktive definisati opšte principe i pravila, dok će sekundarna regulativa precizirati mehanizme postavljenih standarda i njihove koordinacije. Cilj je da se podstakne i ohrabri razvoj najbolje korporativne prakse, uvažavajući značaj regulacije (državne), samoregulacije (tržišnih učesnika) i kontraktualizacije (slobode ugovora subjekata). Pri tome se naglašava da ovaj pristup nikako ne znači deregulaciju u agresivnom smislu, tj. odsustvo ili smanjenje svih nivoa regulacije⁵⁸⁶.

Može se dati nedvosmislena ocena da je domaća regulativa korporativnog upravljanja (iako nesavršena), svakako, neuporedivo bolja od njene primene. Nepoštovanje i nesprovođenje zakona u život postalo je odomaćeno pravilo ponašanja, koje zahteva rigorozniji nadzor i odgovarajuće sankcije.

Najbolji primer i ubedljivi dokaz neadekvatne normativno-pravne regulacije sistema korporativnog upravljanja na hipotekarnom tržištu su veliki finansijski skandali i hipotekarna kriza u SAD, koja je povukla globalnu finansijsku krizu, sa brojnim konfliktima interesa na svim frontovima toga tržišta. Velike finansijske zloupotrebe menadžera, manipulativno i nečasno poslovanje doveli su do ogromnih gubitaka i konkretnih šteta za deponente, investitore, poverioce i državu. Razmere i vidovi štete su mnogobrojni i različiti, od imovinsko-finansijske do moralne štete i gubitka poslovne reputacije, uključujući i ugrožavanje života, zdravlja i ličnog dostojanstva građana. Navedeni problemi imaju masovan i gotovo sistemski karakter, što zahteva reformisanje ukupne regulative, tako da se obezbedi: (1) preventivno delovanje regulatora i samoregulatora u identifikovanju, presecanju i minimiziranju negativnih posledica kršenja prava, (2) efektivan sistem i složene mehanizme pravne i ekonomske ocene pričinjene štete učesnicima hipotekarnog tržišta⁵⁸⁷, (3) definisanje ovlašćenja regulatora i razvijanje kontinuelne operativne saradnje sa sudovima, pri razmatranju sporova vezanih za odgovornost organa upravljanja i rukovođenja učesnika finansijskog tržišta, (4) unapređivanje sudske prakse u smislu utvrđivanja odgovornosti za neizvršavanje obaveza članova organa upravljanja (krivična dela, privredni prestupi i dr.), uz jačanje zakonskih sankcija i naknada štete.

Analizirajući Zakon o bankama Srbije, sa izmenama i dopunama iz 2015. godine možemo dati ocenu da je domaći zakonodavni okvir harmonizovan sa direktivama EU i standardima Bazelskog komiteta za bankarsku superviziju, kao i da je taj zakon usklađen

⁵⁸⁵ Princip "primeni ili objasni" uveden je Direktivom EU 2006/46/EC.

⁵⁸⁶ To je primena tzv. mekog prava (soft law) fleksibilne prakse regulacije tržišta HoV. Treba reći da harmonizacija regulative sa EU, ne znači unifikaciju, već izbor opcija koje odgovaraju potrebama, mogućnostima i tradiciji svake zemlje. Opširnije kod: Vasiljević, M. (2016) Pravo i privredno poslovanje. Pravo i privreda, Beograd, br. 4-6. str. 19.

⁵⁸⁷ Složenost postupaka analize i ocene nanete štete usled protivpravnog poslovanja učesnika, kao i obezbeđivanje adekvatnih dokaza, umanjuju rezultate i efektivnost sudova. Ilustrativan primer je akcija vezana za istraživanje kršenja zakona u postupku "24 velike privatizacije u Srbiji".

sa zakonima koji regulišu osiguranje depozita i tržište kapitala i setom drugih zakonskih propisa u Srbiji. To se posebno (glava 4 Zakona) tiče načina upravljanja bankom, gde upravni odbor nosi globalnu odgovornost za celu banku, uključujući utvrđivanje i nadzor implementacije strateških ciljeva banke od strane menadžmenta, okvira korporativnog upravljanja i korporativne kulture. Upravni odbor treba da aktivno učestvuje u poslovanju banke, štiti njene dugoročne interese i ostvaruje ključnu ulogu u strategiji upravljanja rizicima i jačanju transparentnosti poslovanja. Zakonom se detaljno definiše struktura i naglašava ključna uloga nezavisnih članova upravnog odbora, potencirajući odgovarajuću poslovnu reputaciju i kvalifikacije tih članova, kao i sprečavanje konflikta interesa.

Posebno je regulisano funkcionisanje višeg menadžmenta, odnosno izvršnog odbora banke (član 75.), kome se poverava organizovanje poslovanja banke i svakodnevni nadzor nad aktivnostima zaposlenih. Obaveza izvršnog odbora je da predlaže upravnom odboru strategije i politike poslovanja i upravljanja rizicima (koje upravni odbor utvrđuje, a izvršni odbor je obavezan da ih sprovodi). Konačno, upravni odbor ostvaruje nadzor i kontrolu nad sprovođenjem utvrđenih strategija i politika. Kao izvestan nedostatak zakona navodimo da je potrebno definisati obavezu jasnog razdvajanja pozicija i raspodele autoriteta i dužnosti u okviru izvršnog odbora.

Za korporativno upravljanje i upravljanje rizicima od izuzetne važnosti je obaveza formiranja odbora za praćenje poslovanja banke (odbor za reviziju), što je regulisano članom 80. Zakona. Treba jače naglasiti nezavisnost ovog odbora u odnosu na izvršni odbor, jer mu je glavna uloga da pomaže upravnom odboru u ostvarivanju nadzora nad radom izvršnog odbora i zaposlenih u banci.

Takođe, Zakon (odeljak II) definiše sistem internih kontrola (član 82.) pri čemu treba naglasiti značaj kontinuiranih kontrola u funkciji procene postojećih i potencijalnih rizika. Funkcija komplajnsa (član 83.) odgovorna je za rizike usklađenosti poslovanja banke sa zakonskim propisima i minimiziranje rizika od sankcija regulatornog tela, finansijskih gubitaka i reputacionog rizika. Prema navedenim Smernicama BIS, ovaj sektor treba da ima zakonsku nezavisnost i direktan pristup upravnom odboru, kao ključna komponenta "druge linije odbrane" banke.

Funkcija unutrašnje revizije, kao jedan od najvažnijih elemenata kvalitetnog korporativnog upravljanja, je dobro postavljena u zakonu u smislu nezavisnosti i davanja objektivnih mišljenja i ocena upravnom odboru o adekvatnosti i pouzdanosti sistema unutrašnjih kontrola i funkcije usklađenosti poslovanja banke, kao i o kontroli rizika poslovanja (što je "treća linija odbrane" u sistemu interne kontrole).

Upravljanje rizicima, kao najvažniji faktor uspešnog i stabilnog poslovanja (glava III, odeljak 2 zakona) naglašava odgovornost same banke da identifikuje, meri i procenjuje rizike kojima je izložena u svom poslovanju i da upravlja tim rizicima (član 28). Sami rizici upravljanja tiču se sledećih kategorija: rizici neefektivnog rukovodstva, kadrovski rizici, rizici zloupotreba i drugo. Dobro zakonsko rešenje je da su banke dužne da obrazuju posebnu organizacionu jedinicu za upravljanje rizicima, ali je po našem mišljenju, neophodno u zakonu predvideti poseban organ-risk komitet ili odbor za integrativno sistemsko upravljanje rizicima, koji treba da bude odvojen od odbora za reviziju, ali uz stalni nadzor unutrašnje revizije. Takođe, izveštavanje o rizicima treba da bude prezentovano na razumljiv i sažet način, kako bi nosioci korporativnog upravljanja i

regulatorni organi mogli da identifikuju ključne probleme (kroz risk- orijentisani pristup) i preduzmu blagovremene i adekvatne mere, u cilju zaštite investitora.

Kontrolna funkcija NBS (glava V Zakona) sadrži više aspekata regulacije, metoda i mera u postupku kontrole, uključujući i detaljno propisivanje novog mehanizma restrukturiranja banaka. Po našem mišljenju, nije dovoljno naglašena uloga supervizora u nadzoru funkcionisanja sistema korporativnog upravljanja u bankama, kako bi on bio robusniji i efektivniji. To podrazumeva zahtev za detaljnim i transparentnim izveštavanjem regulatora o funkcionisanju sistema korporativnog upravljanja bankom i veću transparentnost od interesa za akcionare, deponente, investitore i druge savesne tržišne učesnike. Zakonom nije definisano pitanje kompenzacija, odnosno naknada, koje bi trebale da stimulišu najbolju praksu korporativnog upravljanja i upravljanja rizicima, na osnovu zdrave kulture rizika i interesa banke, a ne ličnih ili grupnih interesa.

Kao ocenu efektivnosti korporativnog upravljanja u bankarskom sektoru Srbije ističemo činjenicu da su, u periodu nešto dužem od jedne decenije, u stečaj ili likvidaciju otišle 22 domaće banke⁵⁸⁸. Domaće banke sa stranim kapitalom u Srbiji primenjuju standarde korporativnog upravljanja svojih centrala čime postižu viši stepen efektivnosti i stabilnosti.

Po našem mišljenju, hipotekarno tržište Srbije traži efektivan centar upravljanja svim rizicima, uključujući i zadatak regulatora da monitoriše i smanjuje sistemski rizik, predupređujući neku novu finansijsku krizu. Pri tome je najmoćnije oružje javno obelodanjivanje manipulacija i insajderskog ponašanja, kako bi se prešlo na novu aktivnu investicionu i razvojnu strategiju.

12.4. Stvaranje megaregulatora finansijskog tržišta

Globalizacija finansijskih tržišta dovela je do tendencije univerzalizacije finansijskog i hipotekarnog biznisa, što je podstaklo zakonodavce u SAD i EU, da preispitaju tradicionalne modele regulacije odvojenih sektora, odnosno segmenata tržišta finansijskih usluga (bankarski, osiguravajući, investicioni). Sve snažnije se manifestuje tendencija koncentracije i centralizacije nadzornih funkcija na finansijskom tržištu u jednom megaregulatornom organu.

Razvoj multifunkcionalnih tzv. megabanaka, sa mrežom kompanija- "kćeri" za pružanje celog kompleksa finansijskih usluga ("univerzalne robne kuće"), prirodno je zahtevao i razvoj sistema megaregulacije⁵⁸⁹.

U Srbiji su razvoj i regulacija finansijskog tržišta istorijski građeni, poput drugih zemalja, kao odvojene celine sa vodećim regulatorom za konkretnu oblast. Savremeno poslovanje banaka reguliše NBS, Komisija za hartije od vrednosti i Agencija za osiguranje depozita (AOD), što regulativi daje trojni karakter. Pri tome, ključno pitanje

⁵⁸⁸ Podaci Agencije za osiguranje depozita www.aod.rs.

⁵⁸⁹ Pojava megabanaka ima negativne posledice po male domaće banke i štedionice (koje bez državne podrške ne mogu da opstanu), dok samouverene velike banke ulaze u operacije sa povećanim rizicima (derivati i sl.), a pošto objedinjuju sve vrste finansijskih usluga otvara se i problem čuvanja tajnosti podataka o klijentima (imovina, zarade, zdravstveno stanje, navike i dr.).

regulacije je kontrola rizika. NBS reguliše tržišta novca, kredita i deviza, a u njenom sastavu je i Uprava za nadzor banaka⁵⁹⁰.

Uporedna analiza savremenih sistema regulacije finansijskog tržišta je pokazala da struktura regulatornih organa zavisi od modela tržišta, stepena centralizacije upravljanja, odnosno pristupa regulacije (funkcionalni, institucionalni, mešoviti). U Srbiji su reformatori primenili mešoviti model, koji bi perspektivno mogao da preraste u megaregulatora, što je opšti pravac harmonizacije regulative i regulatornih organa⁵⁹¹.

Ovde naglašavamo da u svetu ne postoji idealni model regulacije finansijskog tržišta, već se radi o različitim odnosima tzv. čvrste i meke regulacije, odnosno državne regulacije i samoregulacije profesionalnih tržišnih učesnika⁵⁹². U tom smislu, po našem mišljenju, najbolje rešenje bila bi "zlatna sredina" između dva "isključiva" modela⁵⁹³.

Najnovije tendencije, nakon hipotekarne krize u SAD 2007. godine, označavaju jačanje direktnog regulisanja tržišta. Već od 2000. godine, Zakonom o tržištu finansijskih usluga u Velikoj Britaniji, bilo je zabranjeno osnivanje novih samoregulatornih organizacija, a njihove ranije funkcije su prenete organu državne regulacije-megaregulatoru.

Posebno naglašavamo da su u razvijenim zemljama tržišta finansijskih usluga formirana postepenim usavršavanjem zakonodavstva, tokom vekova, dok je Srbija bila prinuđena da sprovede tranziciju na tržišnu ekonomiju, u izuzetno kratkom vremenskom periodu.

U pogledu ocene perspektiva modela megaregulatora u Srbiji, ističemo da je neophodna dublja analiza i oprezan pristup, polazeći od realnih uslova i potencijalnih problema. Savremena regulacija po modelu megaregulatora uslovljena je tendencijama razvoja tržišnih institucija- finansijskih grupa i konglomerata, kao i razvojem mehanizama sekjuritizacije i složenih inovativnih instrumenata, posebno derivata.⁵⁹⁴ Tradicionalni sektorski modeli regulacije nisu u stanju da odgovore na izazove unakrsne prodaje i uvećanih hipotekarnih rizika u odnosu na sopstveni kapital, jer se rizici prenose na klijente i globalno tržište.

U tom smislu, globalna finansijska kriza je demonstrirala ne samo nužnost, već i veću efektivnost modela sa multifunkcionalnom i multiinstitucionalnom koncentracijom regulacije. Taj model obezbeđuje veću stabilnost pojedinih segmenata i tržišta u celini, veću transparentnost i prihvatljiviji nivo rizika za investitore. Složeni instrumentarij

⁵⁹⁰ U Nemačkoj postoji posebna Federalna služba bankarskog nadzora (BaFin), dok Bundesbanka ima značajnu ulogu u pogledu izvora informacija za nadzor. Sličnu nadzornu ulogu u Francuskoj ima Bankarska komisija. U SAD, bankarski nadzor ostvaruje FED, a FDIC osiguranje depozita.

⁵⁹¹ Na organizaciju srpskog tržišta finansijskih usluga veliki uticaj imao je evropski model, zasnovan na Investment Services Directive iz 1993. godine, koja je, zakonima o tržištu HoV, objedinila suštinski različite pravne tradicije i nivo razvoja (zemlje Sredozemnog i Severnog mora) u jedinstveni sistem regulacije. To, svakako, nije prošlo bez uticaja američkih iskustava zakonodavne regulacije. Poznata je deviza američkog SEC: "WE are investor's advocate" – "Mi smo zaštitnici investitora".

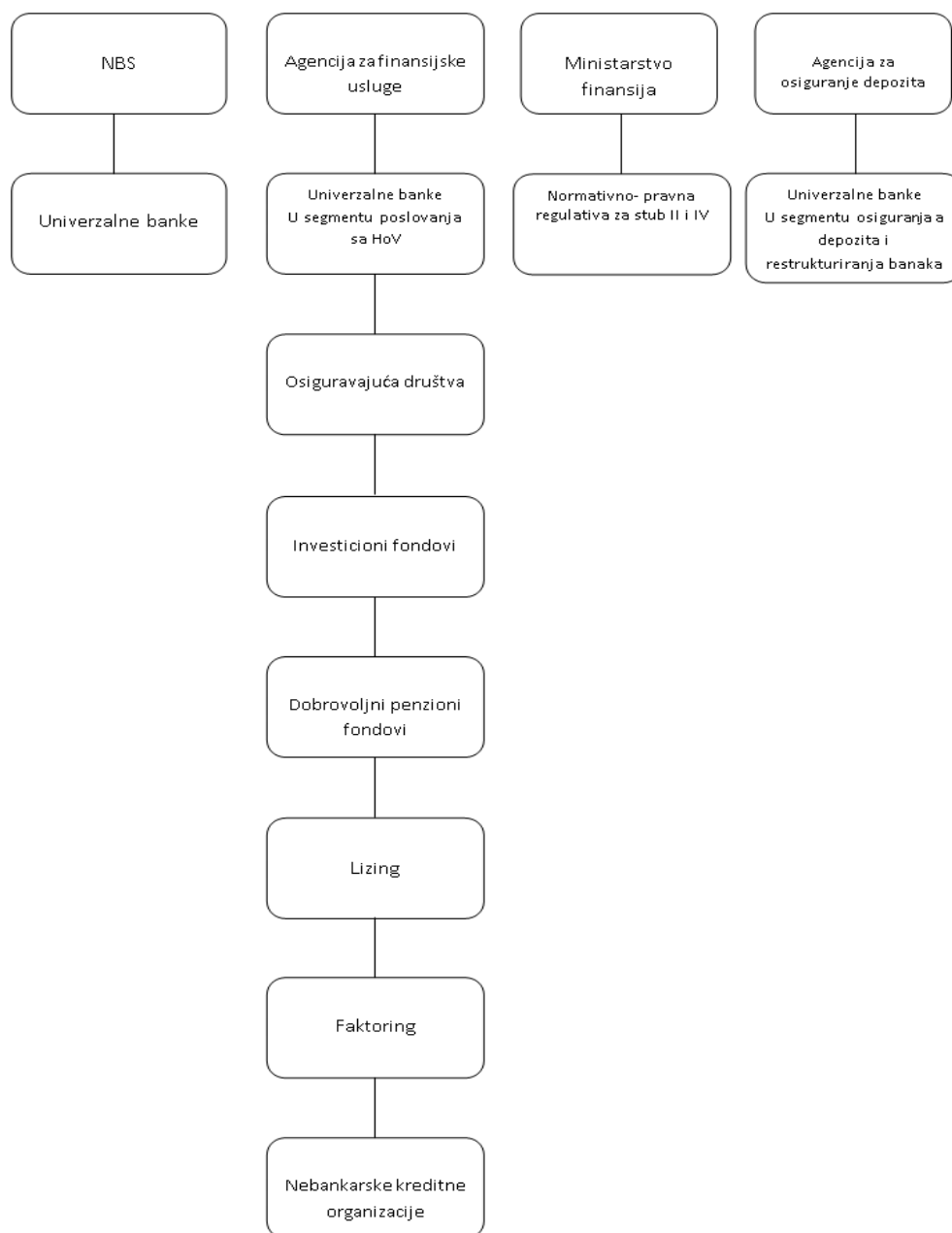
⁵⁹² Detaljnije kod: Seligman, J., Loss, L. (2011) *Fundamentals of Securities Regulation* 6thed. Aspen Publishers.

⁵⁹³ Rad autora *Državna regulacija i tržište kapitala*. Zbornik sa XXII Kongresa pravnika u privredi, Vrnjačka banja, maj 2013. Beograd: Pravo i privreda, br. 4-6, 2013.

⁵⁹⁴ Dok finansijske grupe imaju jednu prioritetnu delatnost (npr. bankarstvo), uz paralelno egzistiranje i kontrolu svojih investicionih fondova i brokersko-dilerskih društava, dotle finansijski konglomerati imaju uravnoteženu diversifikaciju delatnosti na svim segmentima finansijskog tržišta, veću ulogu finansijskih grupa i konglomerata, složeniju strukturu hipotekarnih proizvoda.

regulacije (adekvatnost kapitala, rezervacije, računovodstveni standardi, kontrola inovativnih proizvoda i drugo) daje pozitivne efekte makroregulatora, zahvaljujući ostvarivanju nadzora na konsolidovanoj osnovi. Razume se, proces reformi i tranzicije na kvalitativno novi državni organ regulacije u Srbiji zahteva bi vreme od nekoliko godina. To podrazumeva veću zakonsku nezavisnost megaregulatora, značajniji obim i zrelost tržišta kapitala, veću ulogu finansijskih grupa i konglomerata, složeniju strukturu hipotekarnih proizvoda, objedinjavanje normativno-pravne osnove i podzakonskih akata, kvalifikovane specijaliste, smanjenje birokratskih barijera, troškova i slično.

Kao regulator svih segmenata finansijskog tržišta Srbije, Megaregulator bi egzistirao paralelno sa Narodnom bankom Srbije, kao jedan od 4 stuba regulacije, uz Ministarstvo finansija i Agenciju za osiguranje depozita.



Slika 64: Šematski prikaz moguće regulacije učesnika finansijskog (i hipotekarnog) tržišta Srbije

Izvor: Autorska šematizacija

Potencijalnu perspektivnu regulaciju finansijskog tržišta prikazuje slika 64.

Kao što se iz prikaza predloženog modela srpskog megaregulatora vidi, u odnosu na postojeća zakonska rešenja, najveća promena je u "izmeštanju" iz NBS regulacije poslovanja drugih učesnika finansijskog tržišta (osiguranja, dobrovoljnih penzijskih fondova, lizinga i faktoringa), kao i "utapanje" Komisije za HoV u poseban sektor tržišta kapitala u okviru megaregulatora⁵⁹⁵. Ideja da NBS reguliše samo bankarski sektor, koji je dominantan u finansijskom sistemu, izuzetno kompleksan i raznovrstan, polazi od osnovnog cilja da se, kroz bankarski nadzor, obezbedi stabilnost bankarskog sistema i zaštita korisnika bankarskih usluga. S druge strane, megaregulator bio bi odgovoran za razvoj svih segmenata finansijskog tržišta, modernizaciju normativno- pravne regulative, standardizaciju zahteva za emisiju hartija od vrednosti i efektivan nadzor učesnika nebankarskog sektora finansijskog tržišta.

Savremena međunarodna praksa pokazuje dva submodela funkcionisanja megaregulatora: (1) sa regulatornom (uspostavljanje pravila) i nadzornom ulogom (V. Britanija) (2) sa dominantno nadzornom ulogom (Mađarska)⁵⁹⁶. U zemljama EU postoje različiti modeli megaregulatora, koje treba harmonizovati, što nije ni brz, ni lak zadatak. Napominjemo da u Ruskoj Federaciji, na primer, Centralna banka ima funkciju megaregulatora.

Za efektivnost regulatora (NBS) i budućeg megaregulatora na finansijskom (i hipotekarnom) tržištu (Agencija za finansijske usluge) od ne manje važnosti je njihova međusobna saradnja, koja se može ostvarivati na različite načine. U aktuelnoj domaćoj regulatornoj praksi posebno se ističe zaključivanje Memoranduma o razumevanju i saradnji između četiri regulatora (NBS, Komisije HoV, AOD, Ministarstvo finansija), koji čine zajedničko koordinaciono telo- Komitet za finansijsku stabilnost zemlje (koji periodično zaseda). Saradnja regulatora podrazumeva razmatranje zajedničkih pitanja (politika, pravila, nadzora, sankcija za kršenje propisa i sl.), metodologija razmene informacija i dostupa bazama podataka, radi identifikacije i unakrsne kontrole rizika, kako ne bi bila ugrožena finansijska stabilnost. Mehanizmi zajedničkog rada i koordinacije ostvaruju se preko radnih grupa i međusobnih konsultacija oko planiranih aktivnosti, čime se ubrzava rad, smanjuju troškovi i deli odgovornost za ukupnu regulaciju.

Konačno, kreiranje megaregulatornog organa na finansijskom tržištu Srbije, podrazumeva dublju analizu teorijskih pogleda, najboljih iskustava međunarodne prakse, specifičnosti domaćeg finansijskog tržišta i postojeće regulacije, šire konsultacije i koordinaciju različitih državnih organa, kao i učešće tržišnih subjekata.

⁵⁹⁵ Linije razgraničenja između finansijskih regulatora u Srbiji su često nelogične (nalik granicama između zemalja). Tako je Fond za zaštitu investitora u HoV, čiji su članovi brokersko-dilerska društva, berza i druge institucije tržišta hartija od vrednosti, zakonski "smešten" u Agenciju za osiguranje depozita.

⁵⁹⁶ Videti FSA Handbook, kojim su bliže definisana pravila megaregulatora V. Britanije, po svim sektorima regulacije.

ZAKLJUČAK

Analiza razvoja i regulacije hipotekarnih tržišta, sprovedena u našem istraživanju, omogućava formulisanje sledećih zaključaka i preporuka.

1. Savremena hipoteka ima viševjekovnu istoriju i zakonomeran razvoj. To je najstariji oblik kredita, obezbeđen realnom imovinom. Suština hipoteke je da za neispunjavanje obaveza dužnika po kreditu, "odgovornost" preuzima njegova stvar- založena nekretnina. Pri tome, obezbeđenje hipotekarnih kredita daje mogućnost vlasniku imovine (nekretnine) da postane vlasnik kapitala. Ovaj hipotekarni mehanizam pretvaranja imovine u kapital omogućava aktiviranje ogromnog skrivenog bogatstva u nekretninama ("mrtvog kapitala"), svojevrsno generisanje novog kapitala i privlačenja investicija ("da nekretnina radi za vlasnika"). Do sada nekorišćeni hipotekarni potencijal (nakon masovne privatizacije stambenog fonda, kao i ozakonjenje do sada nelegalno izgrađenih objekata) predstavlja ogromnu osnovu za intenzivan razvoj hipotekarnog tržišta u Srbiji.

Najveći značaj hipoteka ima u najrazvijenijoj zemlji sveta - SAD, koje predstavljaju zemlju sa najvećom ukupnom vrednošću nekretnina i sa najrazvijenijim hipotekarnim tržištem (pod hipoteku založeno više od 2/3 ukupne vrednosti nekretnina). Pored razvojnog, međutim, hipoteka istovremeno u sebi sadrži i krizni potencijal, koji pokazuje razorno dejstvo, o čemu svedoči nedavna kriza.

2. Hipotekarno tržište se zasniva na simbiozi tržišta kreditnih i finansijskih instrumenata, kako na primarnom (hipotekarni kredit i primarne hipotekarne obveznice), tako i na sekundarnom tržištu (promet primarnih hipotekarnih instrumenata i emisija finansijskih instrumenata - derivata kreditnih instrumenata ili njihovih derivata).

Hipotekarno tržište omogućava dostupnost većem broju domaćinstava dugoročnom hipotekarnom kreditu, čime bolje usklađuju troškove finansiranja, sa tokom usluga koje dobijaju. Hipotekarni krediti domaćinstava omogućavaju rešavanje problema nepodudarnosti tokova prihoda i rashoda za kupovinu stana. Ovaj kredit omogućuje uvećanje stambene potrošnje u sadašnjosti, na račun smanjenja buduće potrošnje, zbog otplate stambenih kredita. Mlade porodice, sa relativno malim zaradama, mogu da uzmu hipotekarni kredit na dugi rok, na osnovu projekcije uvećanja svojih budućih zarada. Razume se, ne mogu sve porodice istovremeno biti korisnici hipotekarnih kredita, već je neophodno da neke druge porodice štede, čime obezbeđuju resurse za hipotekarno kreditiranje (pomoćna hipoteza-1A). Nekretnine su dugoročna, trajna dobra koja, po pravilu, "nadžive" vlasnike i mogu se naslediti ili prodati posle konačne otplate, po ceni koja na dugi rok raste. Otplate hipotekarnog kredita predstavljaju neku vrstu prinudne štednje (oslobođene poreza), a plaćanje zakupnine stana predstavlja izdatak za potrošnju. Domaćinstvo može kupiti više nekretnina u ranijoj fazi životnog ciklusa, koristeći kredit, umesto da kasnije jednokratno plati iz akumulirane štednje (naša analiza je pružila dokaze za prvi deo osnovne hipoteze- H1). Uz to svi kupci nekretnina-zajmotražiocima koriste finansijski leveridž, kako bi uvećali prinos od investicija, što doprinosi ekonomskom rastu.

3. Hipotekarno tržište, kao simbioza kreditnih i finansijskih instrumenata, na osnovama specifičnih zakona ponude i tražnje, ne može funkcionisati kao spontan mehanizam. Za njegov efektivan i stabilan rast i razvoj neophodna je aktivna državna intervencija

(regulatorna, kontrolna, distributivna, podsticajna, socijalna i dr.). Država svojim politikama, ali i kroz različite institucije, instrumente i mehanizme hipoteke, treba da obezbedi stvaranje i funkcionisanje primarnog i sekundarnog hipotekarnog tržišta. Pri tome, postoji velika povezanost tržišta nekretnina, tržišta kapitala i hipotekarnog tržišta. Evolucija hipotekarnog sistema dovela je do složene dvostepene strukture- primarnog i sekundarnog hipotekarnog tržišta. Mnogo vekova hipotekarno tržište se razvijalo dominantno kao primarno (kreditno) tržište, dok se sekundarno hipotekarno tržište razvilo znatno kasnije (u SAD, tek 1968. godine), a u mnogim zemljama, uključujući i Srbiju, još uvek nije formirano.

4. Savremeni svet finansijskih i hipotekarnih tržišta doživeo je dramatične promene u poslednjih nekoliko decenija. Radikalno je promenjen karakter finansijskih tržišta u pravcu izmene odnosa tržišnih sila i moći državne regulacije. To je rezultiralo, s jedne strane, trendom globalizacije i ubranog rasta, a s druge strane, krizom hipotekarnog tržišta, koja je dovela do globalne finansijske krize. U toku su velike debate na globalnom nivou o uspesima i neuspesima ekonomske globalizacije. Globalizacija se odnosi, pre svega, na investiciono, odnosno univerzalno bankarstvo. Sama po sebi globalizacija nije ni dobra ni loša, sve zavisi od njene primene i konačnih efekata.

Savremene tendencije liberalizacije i deregulacije finansijskog sektora, odnosno ukidanja regulatornih i administrativnih barijera, predstavljaju glavnu pokretačku snagu globalizacije, ali i krize finansijskih i hipotekarnih tržišta, što su mnoge očigledne činjenice nedavno potvrdile. Liberalizacija je euforično označila ukidanje brojnih ograničenja razvoja tržišta (ulazak na tržište, uvođenje novih kompleksnih finansijskih instrumenata, smanjenje nadzora i poreskih tereta na finansijske transakcije itd.), ali nije označila kraj potrebe za regulacijom. Naprotiv, regulacija finansijskih tržišta je, danas, još neophodnija, jer novo globalno tržište zahteva novu globalnu regulaciju. Institucionalizacija učesnika globalizovanog hipotekarnog tržišta dovela je do smanjenja uloge individualnih investitora - fizičkih lica, kroz porast uloge finansijskih institucija, posebno institucionalnih investitora. Sekjuritizacija, kao ključna finansijska inovacija, bila je lozinka savremenih finansijskih i hipotekarnih tržišta poslednjih decenija. Ovaj proces označava transformaciju nelikvidnih, "zaleđenih" bankarskih kredita u razne vrste hipotekarnih hartija od vrednosti, koje se emituju na njihovoj osnovi i koje sadrže skrivene rizike.

Savremena hipotekarna kriza u SAD je pokazala da postizanje visokog rasta po cenu nestabilnosti nije više jedini cilj makroekonomske politike, pošto su troškovi makroekonomske nestabilnosti daleko veći, nego što se mislilo. Efekti, koje hipotekarno finansiranje može imati na povećanje nestabilnosti na makro nivou, su važna dimenzija šireg uticaja hipotekarnog tržišta na ekonomiju, izraženu kroz stopu ekonomskog rasta, kapitalizaciju tržišta hartija od vrednosti i efektivnost regulacije finansijskih tržišta (pomoćna hipoteza 3C).

Analiza istorijskog razvoja hipotekarnih tržišta pokazuje da to tržište (i tržišna ekonomija) ne postoje bez finansijskih potresa. Može se reći da je to cena koju društvo plaća za progres ekonomije i civilizacije. Istovremeno, ne postoje stalne, već ciklične krize. Takođe, uvek postoje i izlazi iz kriza, koji dovode do promene hipotekarnog sistema, obnavljanjem njegovih razvojnih potencijala i efekata na višem nivou. U tom pogledu, istorija nam pruža lekciju optimizma.

Iskustvo hipotekarnih i kriza tržišta nekretnina u različitim delovima sveta svedoči da kriza dolazi kao posledica dugoročnog razvojnog buma, nagomilanih rizika i izostajanja zaštite investitora, koji su "proroci krize". Savremene tendencije razvoja globalnog hipotekarnog tržišta imperativno zahtevaju i globalnu regulaciju (pomoćna hipoteza 3A).

5. Hipotekarni kreditni odnos se zasniva na dve ključne reči: poverenje i obezbeđenje. Pri tome su važni čestitost (dali zajmotražilac hoće) i ekonomska mogućnost (dali može) da izmiruje kreditne obaveze. Poseban značaj ima ocena kreditne sposobnosti koja obuhvata kompleks aktivnosti vezanih za ocenu rizika urednog vraćanja kredita. Ocena izvora prihoda klijenta (zarada, dopunski rad, bonusi, dividende, kamate, zakupnine i dr.) i rashoda (stalni mesečni porodični rashodi i rashodi vezani za otplatu kredita, poreza, osiguranja i dr.). Ključno za ocenu sposobnosti klijenta da vrati kredit je stabilnost u pogledu zaposlenosti, procena budućeg rasta dohodaka, grana privrede u kojoj je podnosilac zahteva zaposlen, profesionalno obrazovanje (npr. mladi lekari, informatičari i sl.), radno iskustvo, uzrast i slično). Pored više drugih aspekata hipotekarne analize, najčešće se koriste sledeća četiri – koja su oblikovana u vidu tradicionalnog pravila "4C": (1) karakter zajmotražioca - character, (2) kapacitet zaduženja - capacity to borrow, (3) kapital- capital i (4) kolateral - collateral. Na osnovu našeg ličnog iskustva i sprovedenog istraživanja, utvrdili smo da je pored ovih kriterijuma (FICO skor), neophodno uvesti još dva kriterijuma, odnosno još 2C: (a) uslovi- conditions i (b) kompenzatorni faktori- compensation (ukoliko je npr. lošiji kapacitet zaduženja, a bolje obezbeđenje i sl.) Sve to utiče na povećanje dostupnosti stanova i širenje hipotekarnog tržišta (deo pomoćne hipoteze 3B).

Alternativni - modifikovani hipotekarni krediti, koji se razlikuju po uslovima kredita i metodama gašenja zaduženosti, dobili su na značaju u teoriji i praksi, sa porastom globalizacije, konkurencije i inflacije, očekivanih zarada i rastom vrednosti stanova. Svakako, nema jednog idealnog instrumenta koji će zadovoljiti interese svih zajmotražilaca i kreditora. Pri tome, treba imati u vidu da razvijena hipotekarna tržišta imaju veći izbor kreativnih hipotekarnih proizvoda, koji treba da smanje rizike kreditora u dugom životnom ciklusu kredita i da omoguće veću dostupnost stanova, uz manje kreditne šokove u životnom veku dužnika. Svaki od ovih instrumenata zadovoljava preferencije pojedinih ciljnih grupa korisnika i, naravno, ima svoje prednosti i nedostatke (pomoćna hipoteza 2C). Pri tome, treba praviti razliku između kredita sa alternativnim modelima otplate od substandardnih kredita, koji ne ispunjavaju opšte uslove kreditne sposobnosti za odobravanje kredita (*subprime, Alt A* i dr.).

6. Savremene tendencije razvoja globalnog hipotekarnog tržišta demonstrirale su snagu promena, čiji su osnovni atribut rizici. Ubrzanje promena na hipotekarnom tržištu označilo je još brži rast povezanih rizika. Prirodno, bez rizika, ne bi bilo ni samog tržišta. Može se reći da su rizici savremenog hipotekarnog tržišta postali, ustvari, novi resursi toga tržišta, koji imaju svoju prirodu, ulogu i mehanizme efektivnog ispoljavanja, kao i zakonomernosti upravljanja. Upravljanje rizicima na hipotekarnom tržištu podrazumeva integrativan pristup, koji podržava adekvatan odnos rizik- profit. Sam režim sistemskog upravljanja rizicima mora biti usmeren na odvratanje, minimizaciju, lokalizaciju i likvidaciju ili transformaciju rizika u nove mogućnosti i šanse učesnika hipotekarnog tržišta, korišćenjem više metoda, mehanizama i instrumenata regulacije, korporativnog upravljanja i risk- menadžmenta. Razvoj brojnih specifičnih rizika na hipotekarnom tržištu zahtevao je i razvoj odgovarajućeg sistema osiguranja i garantovanja, kao uslov sine qua

non funkcionisanja hipotekarnog tržišta. U tom smislu, beleži se tendencija brzog razvoja, kako državnog, tako i privatnog osiguranja.

Razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta u savremenom globalnom svetu postaje burniji, a procesi kreditne analize kompleksniji i zahtevniji zbog posledica, kako za kreditore, tako i za korisnike kredita i investitore u pravnom, finansijskom i tehnološkom smislu. Regulatorni okvir hipotekarnog kreditnog procesa čine aktuelna korporativno-pravna regulativa, mere državne politike, sistem korporativnog upravljanja, opšti uslovi poslovanja i upravljanje hipotekarnim rizicima (pomoćna hipoteza 1B).

7. Minimiziranje sistemskog rizika i efekta zaraze finansijskih kriza je izuzetno složen zadatak regulacije. Postoji paradoks da država reguliše hipotekarno tržište, ali time istovremeno štiti integritet tržišta, pružajući podršku i zaštitu od investicionih gubitaka. Radi se, dakle, o tesnoj uzajamnoj povezanosti države i hipotekarnog tržišta i činjenici da do sada nije pronađena alternativa državnoj regulaciji i superviziji. Istorija razvijenih zemalja beleži sledeću zakonomernost: u početnim fazama nastanka i razvoja hipotekarnog tržišta država pokreće, usmerava, stimuliše i daje punu slobodu za rast, u protivnom tržište se, prosto, neće razviti. Kasnije, kada tržište uzme maha, neophodno je pojačavanje državne regulacije, preko posebnih regulatornih organa. Bez adekvatne regulacije nema ni samog hipotekarnog tržišta, odnosno regulacija je u najboljem interesu hipotekarnog tržišta. To je, uostalom, kroz očigledan realni test, potvrdila aktuelna globalna kriza. Naravno, država ne može zameniti tržište kapitala, ali može i mora doprineti aktivnoj, stimulatívnoj i efektivnijoj regulaciji, kao i suzbijanju tržišne stihije i malverzacija. Zbog toga, u postkriznoj regulaciji na globalnom planu, "nevidljiva ruka tržišta" imperativno zahteva "vidljivu ruku države".

U savremenoj ekonomskoj literaturi ne postoji celovit teorijski pogled na regulaciju globalnog finansijskog tržišta, već više različitih ciljeva i analiza regulacije nacionalnih i regionalnih pravnih i finansijskih sistema. Postavlja se pitanje: kako se meri konačan rezultat rada regulatora na hipotekarnom tržištu? Svakako, stvaranjem zakonodavne i institucionalne infrastrukture, nadzorom i sankcijama za poštovanje zakonitosti, dostupnošću informacija, zaštitom prava kreditora i investitora, obimom hipotekarnih kredita, kvantumom investicija i hartija od vrednosti na hipotekarnom tržištu, obimom i likvidnošću tržišta, obimom aktiva u hipotekarnim kreditima i hipotekarnim hartijama od vrednosti, sniženjem volatilnosti, lobiranjem za ovo tržište pri donošenju stimulatívniha mera monetarno-kreditne i poreske politike i drugo. Kraći odgovor mogao bi se formulisati na sledeći način: konačan rezultat rada regulatora hipotekarnog tržišta meri se privlačenjem kapitala, doprinosom rastu i stabilnosti finansijskog i realnog sektora ekonomije i zadovoljavanjem stambenih potreba stanovništva. Pri tome, na osnovu relevantne literature i vlastitog profesionalnog iskustva, posebno naglašavamo da je konačan uspeh regulatora rezultat neprestane borbe između regulatora (politike) i tržišta (hipotekarnog biznisa).

8. Postoje različiti stavovi o tržištu i njegovoj ulozi u ekonomskom životu. Ono se najčešće opisuje kao neka idealna - poželjna forma, koju karakteriše puna konkurencija, visoka likvidnost, pošteno utvrđivanje cena, sloboda izbora informacija i rizika brojnih finansijskih instrumenata od strane investitora. U stvari, to je idealno teorijski konstruisano tržište prema kome se treba kretati (odgovarajućim putem), na osnovu racionalnih očekivanja, koja su u skladu sa optimalnim prognozama pri korišćenju svih

raspoloživih informacija. Po našem mišljenju, najbolju valorizaciju, odnosno test nepotpunosti (ili netačnosti) teorijskih koncepata o racionalnosti očekivanja i efektivnosti finansijskog i hipotekarnog tržišta, kao i egzaktne dokaze za nužnost reformisanja regulacije dala je, upravo, globalna finansijska kriza. Prosto rečeno, ako se hipotekarno tržište pokazalo kao nesavršeno, onda je nužna njegova re-regulacija, a ne deregulacija. Ističemo pouke istorije: aktuelna kriza nastala je gotovo isto, kao što su spekulativne aktivnosti slabo regulisanih banaka, svojevremeno dovele do Velike depresije. Finansijsko tržište ne može biti regulator, ukoliko ono samo nije regulisano.

9. U ekonomskoj literaturi i savremenoj praksi poznati su brojni multiplikativni efekti hipotekarnog kreditiranja stanogradnje, kao akceleratori rasta svih privrednih grana i sektora. Međusektorske povratne sprege rasprostiru se po čitavoj ekonomiji, gotovo do beskonačnosti, sa pozitivnim efektima na rast zaposlenosti, zarada, BDP, platnog bilansa i državnog budžeta (prezentovani podaci u našoj analizi potvrđuju pomoćnu hipotezu- H3). Veliki značaj imaju tri multiplikativna efekta hipotekarnog tržišta za rast BDP, i to: (1) novčani (monetarni) multiplikator - preko cirkulacije i uvećanja sredstava banaka, (2) dohodni multiplikator - kod svih učesnika investicionog procesa, (3) fiskalni multiplikator- kod svih učesnika, posebno države i lokalne samouprave. Pozitivni makroekonomski efekti hipotekarnog tržišta ogledaju se i u snažnijoj promeni motivacije aktivnog dela stanovništva (porodice mladih i srednjih godina) u pravcu intenzivnijeg i efektivnijeg preduzetničkog duha i profesionalnog angažmana, radi kupovine stana na kredit, uz svest da isti može izgubiti u slučaju nemogućnosti otplate istog. Naglašavamo da impuls postaje snažan faktor ekonomskog razvoja. Postoje ogromne razlike učešća hipotekarnih tržišta u BDP između razvijenih zemalja (racio 50%- 100%) i zemljama u razvoju (do 15%), dok u Srbiji to učešće, prema najnovijim podacima, iznosi svega 8,72%. To potvrđuje da veći, dublji i institucionalno razvijeniji hipotekarni sistem ima veći uticaj na ekonomski rast i razvoj konkretne zemlje. Imovina koja se hipotekarno finansira čini najveći deo bogatstva i ukupnog fiksnog kapitala, odnosno predstavlja 50% nacionalnog bogatstva, veći deo fiksnog kapitala i više od 80% bogatstva većine domaćinstava (pomoćna hipoteza - 1C).

10. Savremeno globalno hipotekarno tržište karakterišu dva osnovna (i mnogo više specifičnih) modela, koji su određeni prirodom finansijskog sistema svake zemlje (dominacija banaka ili finansijskog tržišta).

Prvi, američki model - sa dominantnim učešćem paradržavnih agencija, mehanizmima (vanbilansna i sintetička) sekjuritizacije hipotekarnih kredita, preko razvoja sekundarnog hipotekarnog tržišta i preko 50 vrsta hipotekarnih hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata. Hipotekarno tržište SAD meri se milionima subjekata, ogromnim prometom u trilionima dolara, zalogom više od dve trećine vrednosti postojećih nekretnina, kao i visokim učešćem u BDP sa preko 50%. S druge strane hipotekarna kriza u SAD dovela je do globalne finansijske krize, koja se izučava i biće dugo izučavana, u cilju opsežnog reformisanja regulative na globalnom nivou.

Drugi, evropski model, sa dominacijom bankarskog kreditiranja, na bazi ugovorne namenske štednje (po principu tzv. kase uzajamne pomoći), bilansnom sekjuritizacijom, hipotekarnim obveznicama i čvrstom državnim regulacijom (nijedna hipotekarna banka u Nemačkoj nije bankrotirala već dva veka), što je potvrda pomoćne hipoteze 2B.

Globalno hipotekarno tržište ide u pravcu konvergencije različitih hipotekarnih sistema i modela. Razume se, ne postoje unificirana gotova rešenja. Svaka zemlja, uključujući i zemlje u tranziciji, na osnovu globalnih trendova i nacionalnih specifičnosti, kreira odgovarajuće svoje modele hipotekarnog tržišta. Pri tome treba izbegavati puko kopiranje stranog hipotekarnog zakonodavstva, već voditi računa o interesima svoga tržišta i ekonomskom razvoju države.

11. Nastanak i evolucija hipotekarnog sistema Srbije započela se pre više od jednog i po veka, sa pojavom privatne svojine na zemlji i počecima razvoja kapitalističkih odnosa. Prvi kredit u Srbiji bio je hipotekarni kredit. Najreprezentativnija specijalizovana hipotekarna institucija Srbije polovinom XIX veka bila je Državna hipotekarna banka, koja je po svojoj ekonomskoj i socijalnoj ulozi svrstavana u red najuspešnijih i najvećih evropskih hipotekarnih institucija svoga doba. Odobravalala je hipotekarne kredite i emitovala hipotekarne založnice koje je prodavala investitorima na razvijenim tržištima Evrope i SAD. Bogata tradicija treba da bude snažna inspiracija za razvoj modernog sekundarnog hipotekarnog tržišta savremene Srbije. Postoji paradoks da je Srbija u XIX veku imala znatno napredniju hipoteku u odnosu na druge zemlje, sa emisijom hipotekarnih hartija od vrednosti i boljom zaštitom hipotekarnih dužnika (Ukazom kneza Miloša zabranjeno da okućnica i osnovna sredstva za život i rad "idu na doboš") - pomoćna hipoteza 2A.

12. U našoj zemlji je pre nešto više od jedne decenije postavljen pravni okvir i infrastruktura za funkcionisanje savremenog primarnog, ali ne i sekundarnog hipotekarnog tržišta.

I pored brzog rasta hipotekarnih kredita, zahvaljujući ulozi stranih banaka, nedovoljna efektivnost našeg savremenog hipotekarnog tržišta uzrokovana je i strategijom kopiranja modela, bez adekvatnog uvažavanja specifičnosti i neophodne adaptibilnosti tranzicionim ekonomsko-socijalnim i političkim uslovima, kao i tradicionalnim vrednostima i "kreditnom mentalitetu" stanovništva Srbije. Za brz razvoj hipotekarnog stambenog kreditiranja presudna je bila aktivna uloga države u donošenju zakona, izgradnji tržišne infrastrukture, državnog osiguranja i subvencija, kao i ulazak grupa stranih banaka koje su obezbedile visoka kapitalna ulaganja.

Od četiri poznata hipotekarna mehanizma u svetu (bankarsko depozitni, ugovorni štedno - kreditni, refinansiranje na sekundarnom tržištu i državno finansiranje) Srbija je, kroz dosadašnje reforme, pravno i ekonomski omogućila i u praksi podsticala funkcionisanje samo tradicionalnog depozitno-bankarskog mehanizma od strane univerzalnih komercijalnih banaka. Pri tome, nisu iskorišćene sve mogućnosti u pogledu razvoja novih hipotekarnih proizvoda i modifikovanih modela otplate kredita, kako u pogledu njihovog asortimana, tako i smanjenja troškova kreditiranja (kamatne stope, naknada i sl.), koji treba da budu usklađeni sa zaradama korisnika hipotekarnih stambenih kredita u Srbiji, kako se ne bi stvarao veliki i složen problem problematičnih kredita, posebno u CHF.

13. Empirijska analiza je pokazala da hipotekarni krediti neuporedivo brže rastu od bruto domaćeg proizvoda. Na osnovu vremenske serije o kretanju hipotekarnih kredita u Srbiji u dvanaestogodišnjem periodu od 2004. do 2015. godine, pokazano je da na njihovu visinu signifikantno utiču nivo bruto domaćeg proizvoda, kamatna stopa i visina zarada. Prema našoj hipotezi, bruto domaći proizvod predstavlja osnovnu determinantu, koja opredeljuje kretanje hipotekarnih kredita, prikazani su bazni i lančani indeksi ove dve

varijable. Na osnovu podataka proizlazi da je u analiziranom periodu bruto domaći proizvod uvećan za 2,7 puta, dok se godišnji iznos hipotekarnih kredita (posmatran u dinarima) povećao 35,6 puta.

Lančani indeksi bruto domaćeg proizvoda i hipotekarnih kredita otkrivaju neujednačenu godišnju dinamiku kretanja ove dve posmatrane varijable. Prosečne godišnje stope rasta bruto domaćeg proizvoda i hipotekarnih kredita u čitavom dvanaestogodišnjem periodu respektivno iznose 9,59% i 38,41%, što pokazuje da je rast hipotekarnih kredita u proseku gotovo četiri puta bio dinamičniji od rasta bruto domaćeg proizvoda. Takvo kretanje vrednosti ovih varijabli dovelo je do toga da je udeo hipotekarnih kredita u bruto domaćem proizvodu Srbije povećan sa simboličkih 0,67% u 2004. godini na 8,72% u 2015. godini.

U cilju podizanja efektivnosti hipotekarnog tržišta Srbije u radu su predloženi elementi strategije daljeg razvoja hipotekarnih tržišta, sa više povezanih mera na primarnom i sekundarnom tržištu, koje treba da omoguće dostupnost stanova na kredit za većinu građana i formiranje sekundarnog hipotekarnog tržišta (hipoteza- 3B).

14. Upporedna analiza stranih iskustava nedvosmisleno ukazuje da je, na osnovu dostignutog stepena razvoja domaćeg primarnog hipotekarnog tržišta, neophodna državna podrška razvoju i sekundarnog tržišta, na osnovu različitih formi i modela organizacije. Razume se, onih mehanizama koji su izdržali test aktuelne globalne hipotekarne krize. U prethodnoj deceniji, Narodna banka Srbije je pokrenula, pa obustavila, aktivnosti na izradi Nacrta zakona o sekjuritizaciji, bez koga nema dostupa tržištu, diferencijacije izvora finansiranja, odgovarajuće regulacije i uloge nadzornih organa.

Neophodno je širenje znanja i popularizacije ovih novih mehanizama refinansiranja među investitorima i smanjenje pritiska na kapital banaka, koje će biti prinuđene da formulišu odgovarajuće strategije sekjuritizacije svojih hipotekarnih aktiva. Jasno je da se sekjuritizacija ne može pojaviti sama od sebe, bez zakonodavne uloge države.

15. Dalji razvoj modernog, celovitog i efektivnog hipotekarnog tržišta u Srbiji nema alternativu. Cilj je mobilizacija resursa iz sva četiri sektora ekonomije (stanovništvo, privreda, država i inostranstvo), uz razvoj adekvatne strukture hipotekarnih institucija, mehanizama i instrumenata, kao i razvoj adekvatne regulacije. U tom smislu, u radu su predloženi elementi koncepcije daljeg razvoja i regulacije nacionalnog hipotekarnog tržišta

LITERATURA

1. Aalbers, M. B. (2012) *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*. Wiley-Blackwell
2. Akerlof, G., Shiller, R. (2009) *Animal spirits*. Princeton University Press
3. Akerlof, G. (1970) The market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*
4. Andenas M., Avgerinos, Y. (2003) *Financial Markets in Europe: Towards a Single Regulator?*, Kluwer
5. Arndt, F.J. (1999) The German Pfandbrief and Its Issuers. *Housing Finance International*. No 3
6. Association of German Mortgage Banks. (2000.- 2014) Annual reports. Bonn.
7. Babić, B., Đorđe, Đ., Ristić, Ž. (1995) *Zaštita depozita– Usporedna analiza odabranih sistema*. Beograd. Udruženje banaka Jugoslavije
8. Balchin, P. (1995) *Housing Policy: An introduction*. London. Routledge
9. Balchin, P. (1996) *Housing Policy in Europe*. London. Routledge
10. Balleisen, E, Moss, M. (2009) *Government and markets: Toward a New Theory of Regulation*. Cambridge University Press
11. Bardhan, A., Edelstein, R., Kroll, C. (2012) *Global Housing Markets- Crisis, Politics and Institutions*. John Wiley & Sons
12. Barth, J., Lu, T., Lu, W., Phumiwasana, T., Yago, G. (2009) *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets*. New Jersey. Wiley & Sons
13. Basel Committee on Banking Supervision. (1988) *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*
14. Basel Committee on Banking Supervision. (2004) *International Convergence on Capital Measurement and Capital Standards- A Revised Framework*
15. Basel Committee. *Principles for the management and supervision of interest rate risk - final document*. Publications No. 108. (2004)
16. Begović, B. / Bukvić, R./Živković, B./Hiber, D. (2003) *Unapređenje korporativnog upravljanja*. Beograd. Centar za liberalno-demokratske studije
17. Berger, A.N., Molino, F., Wilson J. (2010) *The Oxford Handbook of Banking*. Oxford University Press
18. BERKSHIRE HATHAWAY INC. (2003) Annual report. Warren Buffett- Annual letter to the investors
19. Bessis, J. (1998) *Risk Management in Banking*. Chichester. John Willey
20. Black J. (2003) *Rules and Regulators*, Oxford
21. Blood, R. (2001) *Mortgage Default Insurance. Credit Enhancements for Homeownership*. *Housing Finance International*. No1
22. Boleat, M. (1989) *Housing in Britain*. London. The Building Societies Association
23. Boleat, M. (2003) "Regulation of Mortgage Lending Institutions". *Housing Finance international*, No 9

24. Boleat, M./ Coles, A. (1987) *The mortgage Market*. London: The Building Societies Association
25. Bošković, T., Cerruti, C., Noel, M. (2009) *Comparing European and US Securities Regulations*. World Bank Working Paper No 184. The World Bank
26. Brueggman W., Jeffrey F. (2002) *Real Estate Finance and Investments*. McGraw Hill/Irwin
27. Buckley, R. (2003) "Comparing Mortgage Credit Risk Policies: An Options Based Approach". The World Bank
28. Caprio G., Levine, R. (2002) *Corporate Governance in Finance: Concepts and International Observations*. u: R.Litan, M. Pomerelano, V. Sundararajan: *Financial Sector Governance: the Role of the Public and Private Sectors*, Washington
29. Carlson, E.J. (2011) *Mortgage Markets and the Role of Nonprime Loans*. Nova Science Publishers. New York
30. Chiquier, L., Lee, M. (2009) *Housing Finance Policy in Emerging Markets*. The World Bank
31. Chomsisengphet, S./ Elul, R. (2006) "Bankruptcy exemptions, credit history, and the mortgage market". *Jurnal of Urban Economies*, No 59
32. Claessens, S., Kose, M. A., Laeven, L., Valencia, F. (2014) "Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses". International Monetary Fund
33. Coles, A, Hardt J. (2000) "Mortgage markets: Why US and EU markets are so different, European credit institutions and investment firms". European Mortgage Research
34. Coles, A. (2000) *Mortgage markets: Why US and EU markets are so different, European credit institutions and investment firms*. European Mortgage Research
35. Cordell, L., Huang, Y., Williams, M. (2012) *Collateral Damage: Sizing and Assessing the Subprime CDO Crisis*. Philadelphia. Federal Reserve Bank of Philadelphia
36. Ćirović, M. (1976) *Mionetarno kreditni sistem*. Beograd. Ekonomski fakultet
37. Ćirović, M. (1990) *Hipotekarni, lombardni i založni krediti- osvrt na američka iskustva. Naučno savetovanje: Hipotekarni, lombardni i založni krediti u novim uslovima privređivanja*, Beograd. JIK Banka DD
38. Ćirović, M. (2001) *Bankarstvo*. Beograd, Bridge Company
39. Ćirović, M. (2006) *Devizni kursevi*. Beograd. Bridge Company
40. Ćirović, M. (2007) *Finansijska tržišta*. Beograd. Naučno društvo Srbije
41. Ćirović, M. (2008) *Finansijski menadžment*, Naučno društvo Srbije, Beograd
42. Dale, R. (1998) *Risk and Regulation in Global Securities Markets*, John Wiley and Sons Ltd
43. Daras, T., Tyrowicz, J. (2011) *Breeding one's own sub-prime crisis: The labour market effects on financial system stability*. *Economic Systems*, No 35
44. Davidson, A., Ching, A., Sanders, A., Wolff, L. (2002) *Securitization: Structuring and Investment Analysis for Mortgage, Commercial Mortgage and Asset Backed Securities*. John Wiley & Sons Canada
45. Deacon, J. (2000) *Securitisaton: Principles, Markets and Terms*. New Jersey. Euromaney

46. DeRitis, C., Chionglong, K. Yongping, L. (2010) Payment shock and mortgage performance. *Journal of Housing Economics* 19
47. Dragutinović, D., Živković, B. (2014) Uzroci i posledice problematičnih kredita: Može li se učiniti više od učinjenog?. *Ekonomska politika Srbije u 2014.* Beograd. NDEC
48. Državna hipotekarna banka (pređe Uprava fondova) od 1918. do 1938. godine. Arhiv SCG, fond br. 125. Fascikla br. 1, jedinica opisa 1
49. Dugalić, V. (2000) Harmonizacija propisa na tržištu hartija od vrednosti u Evropskoj uniji. *Finansije*, br.5-6
50. Đukić, Đ. (2011) Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama. CID EF. Beograd
51. Đurić, D. (1999) Sekjuritizacija-pojava, geografska disperziranost i perspektive. *Svet finansija*, Novi Sad, br.177
52. Egert, B., Mihaljek, D. (2007) Determinants of house prices in central and eastern Europe, Bank for International Settlements. BIS Working Paper, No 236
53. Ekonomski rečnik. (2006) Beograd. Ekonomski fakultet. CID
54. Erić, D. (2003) Finansijska tržišta i instrumenti. Beograd. Čigoja štampa
55. Erić, D., Đukić, M. (2012) Finansijska tržišta u uslovima krize. Beograd. Beogradska bankarska akademija
56. EU GREEN paper (2011) The EU corporate governance framework, COM
57. European Mortgage Federation. (2003) Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe
58. European Mortgage Federation. (2015) Hypostat 2000-2015. Brussels
59. Fabozzi, F. (1995) Mortgage-Backed Securities. Chichago. Probus Publishing Company
60. Fabozzi, F. (2004) Bond Markets, Analysis and Strategies. New Jersey. Prentice Hall
61. Fabozzi, F. (Editor) (2001) The Handbook of Mortgage – Backed Securities. New York. Mc Graw –Hill
62. Fabozzi, F. /Modigliani, F. / Ferri, M. (2002) Foundations of Financial Markets and Institutions. Englewood Cliffs, New Jersey. Prentice-Hall
63. Fabozzi, F.,/ Modigliani F. / Ferri F.M. (1994) Foundations of Financial Markets and Institutions, Englewood Cliffs
64. Fabozzi, F./ Dunlevy, J. (2001) Real Estate- Backed Securities. New York. John Wiley and Sons
65. Fabozzi, F./ Modigliani, F. (1992) Capital Markets-Institutions and Instruments. Englewood Cliffs, New Jersey. Prentice Hall
66. Fabozzi, F./ Ramsey, C. (1999) Collateralized Mortgage Obligations:Struktures and Analisis. New Hope. Franc J. Fabozzi Associates
67. Fannie Mae, (2015), National Housing Survey
68. Farlow, A. (2013) Crash and Beyond: Causes and Consequences of the Global Financial Crisis. Oxford University Press
69. Financial Services Authority (2003) The FSA: Risk and regulation, London

70. Franc, F./ Moorad, C. (eds). (2003) *The Handbook of European Fixed Income Securities*. New York. John Wiley and Sons
71. Friedman, J., Ordway, N. (1989) *Income Property Appraisal and Analysis*. New Jersey. Prentice Hall
72. FSA: A New Regulator for the New Millennium. FSA Policy Report. 2000
73. Galbrajt, J.K. (1979) *Ekonomika i društveni ciljevi*. Rijeka: Otokar Keršovani
74. Gitman, L., Joehnk, M. (1990) *Fundamentals of Investing*. Harper Collins College Publishers
75. Glomazić, M. (1933) *Istorija Državne hipotekarne banke 1862-1932*. Beograd. *Narodna misao*
76. Gnjatović, D. (1991) *Stari državni dugovi – Prilog ekonomsko i političkoj istoriji Srbije i Jugoslavije 1862 -1941*. Beograd, Ekonomski institut i Jugoslovenski pregled.
77. Gordecke, W., Volkner, K., Scholt, H. (1998) *German Mortgage Banks*. Frankfurt am Main
78. Habitat UN, World Bank. *The Housing Indicators Programme*. Nairobi. UNCHS. 1993
79. Hadjimatheoy, G. (1996) *Housing and Mortgage markets*. London. Saxon House.
80. Hanić, H. (2006) *Istraživanje tržišta i marketing informacioni sistem*. Beograd. Ekonomski fakultet
81. Hanić, H. (2014) *Global financial crisis: cause, consequences and the impact on Serbian economy*. U: *Contemporary trends and prospects of economic recovery*. Nice: CEMAFI International Association, str. 337-351
82. Hanić, H. at al (2015) *Mortgage Securities as Funding Course for Mortgage Loans in the European Union*. *Economic Analysis*, vol 48. No 1-2. str. 69- 85
83. Hanić, H. at al. (2015) *Macroeconomic implications of the global financial crisis on Serbian economy*. Richet, X., Hanić, H., Grubišić, Z. (ed) *New Economic Policy Reforms*. Beograd. Beogradska Bankarska Akademija
84. Hanić, H., Hanić, A. *Risk Management in Islamic Banking in: Kočović, J. at al. Editors (2016) Risk Management in the Financial Services Sector*. Beograd. Ekonomski fakultet
85. Hardt, J. (2000) *Housing finance in transition economies*. OECD Workshop
86. Hardt, J. (2002) *European mortgage lending in transition*, European Mortgage Federation. Bruxelles
87. Hardt, J., Manning, D. (2000) *European mortgage markets: structure, funding and future development*. European Mortgage federation. Brussels
88. Hassler, O., Walley, S. (2007) *Mortgage Liquidity facilities*. *Housing Finance International*, No 12
89. Haughwout, A., Peach, R., Tracy, J. (2008) *Juvenile delinquent mortgages: Bad credit or bad economy?.* *Journal of Urban Economics*. No 64
90. Herring R., Litan R. (1995) *Financial Regulation in the Global Economy*, Brookings Institute. Washington
91. Hock Smit, M. C. (2004) *Subsidizing Housing Finance, materijali s predavanja*. The Wharton School, University of Pennsylvania. Philadelphia

92. Hypostat 2014. A review of Europe's Mortgage and Housing Markets. European Mortgage Federation
93. IADI. Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems. 2014. i 2015.
94. IMF. Global Financial Stability Report (2008)
95. IMF: Financial Crisis: Characteristics and indicators of vulnerability, World Economic Outlook. (1998)
96. Immergluck, D. (2011) Foreclosed: High-Risk Lending, Deregulation, and the Undermining of America's Mortgage Market. Cornell University Press
97. Immergluck, D. (2015) Preventing the Next Mortgage Crisis: The Meltdown, the Federal Response, and the Future of Housing in America. Rowman & Littlefield Publishers
98. International Organization of Securities Commissions. (1998) Objectives and Principles of Securities Regulation. Nairobi
99. Ivanović, P. (2009) Upravljanje rizicima u bankama. Beograd
100. Izveštaji o poslovanju DHB od 1922-1940. Arhiv SCG. Fond br. 125, fascikla br. 1
101. Jacobzone, S., Choi, C., Miguet, C. (2007) Indicators of Regulatory Management Systems. OECD Working Papers on Public Governance, 2007/4. OECD Publishing
102. Jaffee, D. M. i Renaud, B (1996) Strategies to Develop Mortgage Markets to Transition Economies. Financial Sector Development. The World Bank
103. Janković, M (1999) Hipotekarno tržište: Razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje. Beograd. Udruženje banaka i Čigoja štampa
104. Janković, M (2003) Stvaranje hipotekarnog tržišta u Srbiji. Učešće na prvom okruglom stolu u organizaciji Narodne banke Srbije i Saveta za ekonomsku saradnju Nemačke GIZ. Beograd, 4 - 5. decembar
105. Janković, M (2005) Novi zakoni-nova industrija hartija od vrednosti. Zbornik sa XIV Kongresa pravnika u privredi: Novi zakoni-nova privreda: Vrnjačka banja, maj 2005. Beograd: *Pravo i privreda*, br. 5 - 8
106. Janković, M (2006) Tržište hartija od vrednosti i pravna sigurnost. Zbornik sa XV Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2006. Beograd, *Pravo i privreda*, br.5-8
107. Janković, M (2007) Pravna regulacija tržišta hartija od vrednosti i zaštita investitora. Zbornik sa XVI Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2007. Beograd, *Pravo i privreda*, br.5-8
108. Janković, M (2008) Korporativno upravljanje i tržište kapitala. Zbornik sa XVII Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2008. Beograd, *Pravo i privreda*, br.5-8
109. Janković, M (2009) Hipotekarno tržište i evropske integracije. Zbornik sa XVIII Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2009. Beograd, *Pravo i privreda*, br.5-8
110. Janković, M (2010) Finansijska tržišta i pravna odgovornost. Zbornik sa XIX Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2010. Beograd, *Pravo i privreda*, br.4-6
111. Janković, M (2011) Antikrizna regulacija i vladavina prava na tržištu kapitala. Zbornik sa XIX Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2011. Beograd, *Pravo i privreda*, br.4-6

112. Janković, M (2002) Hipotekarno tržište i zaštita investitora. Zbornik sa XI Kongresa pravnika u privredi: Novi propisi i zaštita investitora. Vrnjačka banja, maj, 2002. Beograd: *Pravo i privreda*, br.5-8
113. Janković, M (2003) Sloboda volje i regulacija tržišta hartija od vrednosti. Zbornik sa XII kongresa pravnika u privredi: Sloboda volje i privredna društva, Beograd, *Pravo i privreda*, br. 5-8, 2003. Vrnjačka banja
114. Janković, M (2004) Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta. Zbornik sa XIII Kongresa pravnika u privredi: Privreda i privatizacija, Vrnjačka banja, maj 2004. Beograd: *Pravo i privreda*, br. 5-8
115. Janković, M. (2000) Reforma tržišta hartija od vrednosti – ciljevi i principi regulacije. Zbornik sa IX Kongresa pravnika u privredi SRJ: Preduzeća i hartije od vrednosti. Vrnjačka banja, 24-26. Beograd: *Pravo i privreda*, br.5-8
116. Janković, M. (2001) Globalno tržište hartija od vrednosti– nužnost globalne regulacije. *Računovodstvo*, br.3
117. Janković, M. (2002) Karakteristike i potencijali bankarstva arapskih zemalja. *Jugoslovensko bankarstvo*, br. 9-10
118. Janković, M. (2002) Perspektive hipotekarnog tržišta. Zbornik sa savetovanja Naučnog društva ekonomista: Finansijska tržišta, finansijske institucije i tranzicija. Beograd: *Ekonomski anali*
119. Janković, M. (2013) Državna regulacija i tržište kapitala. Zbornik sa XXII Kongresa pravnika u privredi, Vrnjačka banja, maj 2013. Beograd: *Pravo i privreda*, br. 4-6
120. Kejn, E. (2015) Regulativa i supervizija- etička perspektiva. Oksfordski priručnik o bankarstvu (prevod). Beograd. Udruženje banaka Srbije
121. Kemira, A. (1937) Uvođenje etažne svojine kod nas. *Ekonomsko- finansijski život*. Beograd. br. 76-77
122. Keynes, J.M. (2011) *The General Theory Of Employment, Interest And Money*. CreateSpace Independent Publishing Platform
123. Kidwell, D., Petersen, R., Blackwell, D. (2000) *Financial Institutions, markets and Money*. Harcourt
124. Kindleberger, Ch., Aliber, R. (2005) *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York. Palgrave
125. Kočović, J. (2002) *Finansijska i aktuarska matematika*. Beograd. Ekonomski fakultet
126. Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije, Službeni glasnik RS, br. 1/2006 i br. 99/2012
127. Kofner, S. (2007) Hedging mortgage default risk with mortgage guaranty insurance: A model for Europe?. *Housing Finance International*, No 6
128. Komazec, S. (2007) Monetarna i fiskalna politika i ekonomski rast: razvojni podsticaji i stimulansi. Beograd. Čigoja štampa
129. Kothari, V. (2003) *Securitisation: The Financial Instrument of the New Millenium*, Second edition
130. Kovač, O. (1995) "Finansiranje izgradnje i prometa stanova emitovanjem hartija od vrednosti". *Berza*, br.3
131. Kovačević, M. (1970) *Mogućnosti i efekti stambene izgradnje*. Beograd, Institut ekonomskih nauka, 1970

132. Kovačević, R. (2003) Ocena rizika izbijanja bankarskih kriza. *Bankarstvo* br. 7-8
133. Krugman, P. (2009) *The Return of Depression Economies*. New York. Norton & Company
134. Krugman, P. (2012) *End this Depression Now!* Melrose Road Partners
135. Kukla, S. (1924) *Razvitak kreditne organizacije u Srbiji (do Svetskog rata)-ekonomsko istorijska studija*. Hrvatski štamparski zavod dd. Zagreb
136. Lawrence, P., Silber, W., Udell, G (2004) *Principles of Money, Banking and Financial Markets*. Boston. Persons
137. Lea, M. (ed) (1998) *Secondary Mortgage Markets: International Perspectives*, Chicago. The International Union for Housing Finance Institutions
138. Lea, M., Bernstein, S. (2004) *International Housing Finance Source-book*. Chicago. The International Union for Housing Finance Institutions
139. Lea, M., Renaud, B. (1995) *Contractual savings for housing: How suitable are they for Transitional Economies?*. World Bank
140. *Longman Dictionary of Contemporary English*. Pearson Longman. 6th Revised edition (2014)
141. Love, C., Hassler, O., Lee, M. (2004) *Mortgage Securities in Emerging Markets*. The World Bank
142. Ljumović, I., Marinković, S. (2014) *Ekonomija tržišta stambenih kredita u Srbiji*. Niš. *Ekonomске teme*. Ekonomski fakultet Niš
143. Mankju, G. (2006) *Principi ekonomije*, Beograd, Ekonomski fakultet. CID.
144. Marinković, S. (2008) *Finansijsko tržište i finansijske institucije u Republici Srbiji*, Niš
145. Marinković, S. (2009) *Krizni potencijal hipotekarnog tržišta: Istorija kao učitelj bez autoriteta*. *Ekonomске teme*. Ekonomski fakultet Niš
146. Marković, L. (1911) *Hipotekarno pravo*. Beograd. Geca Kon
147. Martins, N. / Villanueva, E. (2006) *The impact of mortgage interest-rate subsidies on household borrowing*. *Journal of Public Economics* 90
148. Matić V. (2008) *Operativni rizici*. Beograd. Institut za poslovna istraživanja MBA.
149. *Međunarodna konferencija Beogradske berze*. (2005) *Očuvanje integriteta i efikasnosti tržišta kapitala*. Beograd, 2-4
150. *Međunarodna konferencija o sekjuritizaciji* (2007) *Udruženje banaka Srbije*
151. Merrill Lynch. (2003) *Guide to International Mortgage Markets and Mortgage-Backed Securites*
152. Merrill, S. (2001) *Inovations in Microfinance for Housing in the United States and Emerging Markets: Can We Transfer Methodologies?* *Housing Finance International*
153. Michelangeli, V. (2012). *Should you pay off your mortgage or invest?* *Economics Letters*, No 115
154. Mikadashi, Z. (2003) *Regulating the Financial Sector in the Era of Globalization: Perspectives from Political Economy and Management*, Palgrave
155. Miles, D., Pillonca, V. (2007) *Financial Innovation and European Housing and Mortgage Market*. Morgan Stanley Research Europe, No 18

156. Mints, V. (2007) Securitization of mortgage loans as a housing finance system. To be or not to be. *Housing finance international*, No 2
157. Mishkin, F. (2012) The Economics of Money. Banking and Financial Markets. 10th ed
158. Moloney, N. (2002) EC Securities Regulation, Oxford
159. Mrvić, T. (2014) Kreditne rejting agencije na finansijskom tržištu. Svet knjige. Beograd
160. Musabegović, I. (2007) Transnacionalne korporacije i globalni finansijski tokovi. Beogradska bankarska akademija. Beograd
161. Musabegović, I. (2008) Tržište bankarskih proizvoda i usluga u Srbiji i zemljama u okruženju - "Priliv stranog kapitala u banke I kreiranje novih proizvoda". Beograd. Beogradska bankarska akademija
162. Nacionalna korporacija za osiguranje stambenih kredita. (2003.- 2015) Beograd. Izveštaji
163. Narain, A. / Ötker, I. / Pazarbasioglu, C. (2012) "Building a More Resilient Financial Sector: Reforms in the Wake of the Global Crisis". International Monetary Fund.
164. Narodna banka Srbije. (2002.- 2015) Beograd. Izveštaji
165. National bank of Serbia, in cooperation with Canada mortgage and housing Corporation. (2003) National mortgage insurance Corporation of Serbia, Business-plan recommendations
166. Nejadmalayeri, A. (2011) Wages, inflation, and mortgage design. *Journal of Economics and Business*. No 63
167. Nwogogu, M. (2012) "Risk in the Global Real Estate Market: International Risk Regulation, Mechanism Design, Foreclosures, Title Systems, and REITs". Wiley
168. OECD (2003) Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables.
169. OECD (2004) Principles of Corporate Governance. Introduction
170. OECD (2005) Housing Finance Markets in Transition Economies – Trends and Challenges. Pariz. Francuska
171. OECD (2009) Corporate Governance and Financial Crisis- Key Findings and Main Messages
172. Oesterrische Nationalbank. (2004) Best Practices in Risk Management for Securitized Products. Vienna
173. Organizacija Uprave fondova od 1862. do 1898. Arhiv SCG, fond br. 125, fas. br. 1, jed. opisa 1
174. Pallock, A. J. (1999) A New Housing Finance Option in the USA: MFP vs MBS. *Housing Finance International*, No 3
175. Pelević, B. (redaktor) (2004) Ekonomisti nobelovci. Beograd, Ekonomski fakultet. CID
176. Peters, R., Hudgins, S. (2005). *Bank Management & Financial Services*, McGraw Hill. Bankarski menadžment i finansijske usluge, Beograd: (prevod) Data Status
177. Pitić, G./ Petković, G./ Erić, D./ Šoškić, D./ Štimac, M. (1996) Berzanski pojmovnik. Beograd. Beogradska berza
178. Radulović, A. (2005) Komparativna analiza tržišnih modela finansiranja stanogradnje. Udruženje banaka Srbije. *Bankarstvo*, br 7-8

179. Reinert, S. (2006) Globalna ekonomija. Beograd. Čigoja štampa
180. Renaud, B. (2001) Housing and Financial Institutions in Developing Countries. Washington. The World Bank
181. Ritis, C., Kio, C., Liang, Y. (2010) Payment shock and mortgage performance. *Journal of Housing Economics*. No 19
182. Robbe, J., Ali, P. (2005) Securitisation of Derivatives and Alternative Asset Classes. Kluwer Law International
183. Rose, P. (2000) Commercial Bank Management, Boston
184. Rose, P., Hudgins, S. (2004) Bankarski menadžment i finansijske usluge(prevod),. Data Status
185. Rose, P., Marquis, M. (2012) Finansijske institucije i tržišta (prevod). Udruženje banaka Srbije. Poglavlja 14-16
186. Rose, P., Milton, M. (2011) Financial Institutions and Markets. New York. The McGraw- Hill Companies
187. Samter, P. (2007) UK Housing and the Economy. *Housing Finance International*. No 3
188. Santi, A. (1989) Mortgage lending. Chicago. Probus
189. Schwarcz, S. (1994) The Alchemy of Asset Securitization. Stanford *Journal of Law, Business & Finance*. No 133
190. Seligman, J., Loss, L. (2011) Fundamentals of Securities Regulation, 6th edition. Aspen Publishers
191. Sharpe, W., Gordon, A., Bayiley, J. (1995) Investments. New Jersey. Prentice Hall International
192. Singer, J. W. (2015) No Freedom without Regulation: The Hidden Lesson of the Subprime Crisis. Yale University Press
193. Sinkey, J. (2002) Commercial bank Financial management. New Jersey. Prentice Hall
194. Smit, A. (1952) Bogatstvo naroda. Zagreb
195. Spain, R, Gregory A. (2004) Minimum Standards and Best Practices for Mortgage Loans. EBRD
196. Stanković, O., Orlić, M. (1982) Stvarno pravo. Beograd: Pravni fakultet
197. Stefanović, S., Knežević, D. (2008) Sekundarna hipotekarna tržišta i instrumenti - osvrt na iskustva zemalja Evropske Unije. Beogradska bankarska akademija. Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije. Beograd
198. Stiglic, Dž. (2010) "Iz krize možda tek 2013." *Ekonomist magazin*. Br. 504, 14-20
199. Stiglitz, J. (2002) Protivrečnosti globalizacije. SBM-x. Beograd
200. Stiglitz, J. (2010) Freefall. America, Free Markets and the Sinking of the World Economy. New York. Norton & Company
201. Stojanović, I., Jakšić, M. (1994) Ekonomska i poslovna enciklopedija. Beograd. Savremena administracija
202. Sto dvadeset pet godina Invest banke (1987), Beograd, Investbanka d.d.
203. Šoškić, D, Urošević, B. (2001) "Sekundarna hipotekarna tržišta". *Ekonomski anali*, br.151/2. Beograd. Ekonomski fakultet

204. Šoškić, D. (2003) "Sekjuritizacija: mogućnosti, potreba, nužnost". Posebno izdanje Biltena Beogradse berze
205. Šoškić, D., Urošević, B., Živković, B., Božović, M. (2012) The Housing Market in Serbia in the Past Decade. Bardhan, A., Edelstein, R., Kroll, C. (ed) Global Housing Markets- Crisis, Policies and Institutions
206. Taff, L. (2003) Investing in Mortgage Securities. American Management Association. New York
207. Tepuš, M.M. (2006) Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj. Zagreb. Hrvatska narodna banka
208. The German Pfandbrief. VDH, Bonn, 1997
209. Tomašević, J. (1938) Novac i kredit. Zagreb
210. Udruženje banaka Srbije (2007) Komplajans- Korporativno upravljanje. Jugoslovenski pregled. Prevod dokumenta Basel Committee on Banking Supervision (2005) Compliance and Compliance Function in Banks
211. United Nations (2005). Housing Finance Systems for Countries in Transition – Principles and Examples, New York and Geneva
212. Vasiljević, B. (1990) Rizici u bankarskom poslovanju. Beograd. Fokus
213. Vasiljević, B. (2002) Osnovi finansijskog tržišta. Beograd. IP Zavet
214. Vasiljević, B., Delić, M. (2010) "Finansijska kriza i regulacija". Zbornik sa XIX Kongresa pravnika u privredi: Vrnjačka banja, maj 2010. Beograd, *Pravo i privreda*, br.4-6, 2010
215. Vasiljević, M. (2003) Korporativno upravljanje – pravni aspekti, Beograd, Pravni Fakultet
216. Vasiljević, M. (2016) Pravo i privredno poslovanje. *Pravo i privreda*, Beograd, br. 4-6
217. Veber, M. (2011) Protestantska etika i duh kapitalizma. Mediterran. Beograd.
218. Videti Hanić, H., Vuković, V. (redaktori) (2008) Tržište bankarskih proizvoda i usluga u Srbiji i zemljama u okruženju. Beograd. Beogradska Bankarska Akademija
219. Vučković, M. (1960) Bankarstvo– organizacija i poslovanje banaka, Beograd, Ekonomski fakultet. CID
220. Wachter, S.M., Smith, M.M. (2011) The American Mortgage System: Crisis and Reform. University of Pennsylvania Press
221. Whiteheld, C., Skanlon, C.K. (2012) The UK and Europe's Selective Housing Bubble in: Bardhan, A., Edelstein, R., Kroll, C., (editors) Global Housing Markets- Crisis, Policies and Institutions. John Wiley & Sons
222. Xiaowei, L. (2001) Mortgage Market Development, Savings and Growth. IMF.
223. Zvi, B., Merton, R. (2000) *Finance*. New Jersey, Prentice Hall
224. Zvi, B./ Kane, A./Markus, A. (2001) Essentials of Investments. New York. Mc Graw-Hill
225. Živković, A. (1990) Hipotekarni, lombardni i založni krediti- klasičan oblik plasmana banaka. Naučno savetovanje Beograd. JIK banka DD
226. Živković, A., Stankić, R., Krstić, B. (2004). Bankarsko poslovanje i platni promet. Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu
227. Živković, A., Kožetinac, G. (2012) Monetarna ekonomija, Beograd

Zakonski i drugi propisi

1. Zakon o Agenciji za osiguranje depozita ("Sl. glasnik RS", br. 14/2015)
2. Zakon o bankama ("Sl. glasnik RS", br. 107/2005, 91/2010 i 14/2015)
3. Zakon o deviznom poslovanju ("Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 31/2011, 119/2012 i 139/2014)
4. Zakon o državnom premeru i katastru ("Sl. glasnik RS", br. 72/2009, 18/2010, 65/2013, 15/2015 - odluka US i 96/2015)
5. Zakon odobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima ("Sl. glasnik RS", br. 85/2005 i 31/2011)
6. Zakon o investicionim fondovima ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011)
7. Zakon o hipoteci ("Sl. glasnik RS", br. 115/2005, 60/2015, 63/2015 - odluka US i 83/2015)
8. Zakon o izvršenju i obezbeđenju ("Sl. glasnik RS", br. 106/2015)
9. Zakon o Nacionalnoj korporaciji za osiguranje stambenih kredita ("Sl.glasnik RS", br. 55/2004)
10. Zakon o Narodnoj banci Srbije ("Sl.glasnik RS", br. 72/2003, 55/2004, i 85/2005-dr.zakon, 44/2010, 76/2012, 106/2012 i 14/2015)
11. Zakon o obligacionim odnosima ("Sl.list SFRJ", br. 29/78, 39/85, 45/89-odluka USJ i 57/89 i "Sl.list SRJ", br. 31/93)
12. Zakon o osiguranju ("Sl.glasnik RS", br. 55/2004, 70/2004-ispr. 61/2005, 85/2005-dr.zakon,101/2007, 63/2009, 107/2009, 99/2011,119/2012 i 116/2013)
13. Zakon o osiguranju depozita ("Sl. glasnik RS", br. 14/2015)
14. Zakon o planiranju i izgradnji ("Sl. glasnik RS", br. 72/2009, 81/2009 - ispr., 64/2010 - odluka US, 24/2011, 121/2012, 42/2013 - odluka US, 50/2013 - odluka US, 54/2013- rešenje US, 98/2013 - odluka US, 132/2014 i 145/2014)
15. Zakon o porezima na imovinu ("Sl.glasnik RS", br. 26/2001, "Sl. list SRJ", br. 42/2002-odluka US i "Sl.glasnik RS"br 80/2002 , 80/2002-drugi zakon, 135/2004, 61/2007, 5/2009, 101/2010, 24/2011, 78/2011, 57/2012-odluka US, 47/2013 i 68/2014-dr. zakon)
16. Zakon o porezu na dodatu vrednost ("Sl.glasnik RS", br. 84/2004, 86/2004-ispr. 61/2005, 61/2007 i 93/2012)
17. Zakon o privrednim društvima ("Sl.glasnik RS", br. 125/2004)
18. Zakon o prometu nepokretnosti ("Sl. glasnik RS", br. 93/2014, 12/2014 i 6/2015)
19. Zakon o reviziji ("Sl. glasnik RS", br. 62/2013)
20. Zakon o računovodstvu ("Sl. glasnik RS", br. 62/2013)
21. Zakon o računovodstvu i reviziji ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 111/2009 i 99/2011)
22. Zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranju terorizma ("Sl.glasnik RS", br. 20/2009, 72/2009, 91/2010 i 139/2014)
23. Zakon o stanovanju ("Sl. glasnik RS", br. 50/92, 76/92,84/92-ispr., 33/93,53/93, 67/93,46/94,47/94-ispr. , 48/94, 44/95-dr.zakon, 49/97, 46/98, 26/2001, 101/2005 - dr. zakon i 99/2011)
24. Zakon o stečaju i likvidaciji banaka i društava za osiguranje ("Sl. glasnik RS", br. 14/2015)
25. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 112/2015)
26. Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga ("Sl. glasnik RS", br. 36/2011 i 139/2014)
27. Nacrt Građanskog zakonika- Ministarstvo pravde, 2013.
28. Nacrt Zakona o sekjuritizaciji- NBS, 2008.
30. Podzakonska akta navedenih zakona

Internet sajтови

1. www.aod.gov
2. www.belex.rs
3. www.bis.org
4. www.bog.frb.fed.us
5. www.bondmarkets.com
6. www.ceemortgagefinance.org
7. www.ecb.europa.eu
8. www.europeansecuritization.com
9. www.fanniemae.com
10. www.federalreserve.gov
11. www.hanfa.hr
12. www.fdic.gov
13. www.fha.gov
14. www.fhfb.com
15. www.freddiemac.com
16. www.hud.gov
17. www.hypo.org
18. www.imf.org
19. www.iosco.org
20. www.isda.org
21. www.kreditnibiro.com
22. www.mbaa.org
23. www.mfin.gov.rs
24. www.mortgagebankers.org
25. www.msci.com
26. www.nbs.rs
27. www.nkosk.gov
28. www.oecd.org
29. www.pfandbrief.org
30. www.rzs.gov
31. www.sec.gov.rs
32. www.sifma.org
33. www.spglobal.com
34. www.va.gov
35. www.vinodkothari.com
36. www.worldbank.org