

**NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU BEOGRADSKE BANKARSKE AKADEMIJE - FAKULTETA ZA
 BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE**

I

SENATU UNIVERZITETA UNION U BEOGRADU

U skladu sa članom 37. Statuta Univerziteta Union, odlukom Nastavno-naučnog veća Beogradske bankarske akademije - Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije br. 298 od 7.6.2016. godine i odlukom Senata Univerziteta Union A 210-02/16 od 16.6.2016. godine imenovani smo za članove Komisije za ocenu doktorske disertacije kandidata **Milene Božović**, magistra nauka bankarskog i finansijskog menadžmenta, pod naslovom „**Hipotekarna pokrivena obveznica – Investiranje i vrednovanje**”. S tim u vezi podnosimo sledeći

IZVEŠTAJ

1. Osnovni podaci o kandidatu

Milena Božović rođena je 1978. godine u Beogradu, gde je završila osnovnu školu i srednju ekonomsku školu, i Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu 2005. godine i time stekla zvanje diplomiranog ekonomiste. Poslediplomske magistarske studije, smer, upisala je školske. godine na Fakultetu za trgovinu i bankarstvo (tada: Fakultet za menadžment) na Alfa univerzitetu u Beogradu. Magistarsku tezu pod naslovom „Hipotekarno tržište SAD – hartije od vrednosti i evaluacija“, odbranila je 2010. godine. Govori engleski jezik.

Nakon letnje prakse u brokerskoj kući Hipobroker, radnu karijeru započela je u građevinskoj kompaniji EG Energetika, 2005. godine, i u kasnijem periodu obavljala funkciju najpre finansijskog, a zatim i izvršnog menadžera, upravljajući projektima izgradnje nekoliko stambenih objekata u Beogradu. Od 2012. godine kao nezavisni konsultant angažuje se na različitim investicionim projektima, kao i na poslovima finansijske analize, istraživanja i strateškog planiranja za potrebe start-up kompanija. Dobitnik SIGMA Agile postdoktorske stipendije, čijom realizacijom će zaokružiti rad na nekoliko tekućih istraživanja u oblasti finansijskog menadžmenta i upravljanja rizicima. Završila je kurseve za Portfolio menadžere i brokere.

2. Osnovni podaci o doktorskoj disertaciji

Predmet istraživanja ove doktorske disertacije predstavlja analiza uticaja strukture finansiranja banaka (predstavljene pasivom u bilansu banke) na finansijsku stabilnost, uz specifičan osvrt na finansiranje plasiranih hipotekarnih kredita na sekundarnom hipotekarnom tržištu. Rad istražuje, u postojećoj literaturi nagoveštenu, pretpostavku da je finansiranje banaka putem emisije hartija obezbeđenih hipotekarnim kreditima negativno uticalo na

finansijsku stabilnost pojedinih tržišta, za potrebe ovog rada merenu stopama loših kredita. Pod hartijama obezbeđenim hipotekarnim kreditima (*mortgage-backed securities*) podrazumeva se vrsta hartije od vrednosti koja predstavlja proizvod tzv. vanbilansne sekjuritizacije, i relativno nov proizvod na tržištu Evrope. Sa druge strane, hipotekarne obveznice (*covered bonds*) predstavljaju proizvod tzv. bilansne sekjuritizacije, i nešto "tradicionalniji" instrument. Najznačajniju razliku između ova dva instrumenta sa stanovišta emitenta, odnosno banke, predstavlja mogućnost prosleđivanja, odnosno transfera rizika hipotekarnih kredita na bazi kojih se ovakve hartije emituju. Naime, emisijom hipotekarnih obveznica svi potencijalni rizici vezani za hipotekarne kredite ostaju u bilansu banke, dok u slučaju emisije MBS važi suprotno, odnosno, rizici bivaju izmešteni iz bančinog bilansa i prosleđeni investitoru.

Kako su pokrivene obveznice tradicionalan dužnički instrument, prisutan na tržištu Evrope u manjoj ili većoj meri već više od dvesta godina, a MBS proizvod novijeg datuma, predmet istraživanja disertacije u širem smislu predstavlja uticaj finansijskih inovacija i sekjuritizacije kao najznačajnije inovacije u svetu finansija u dvadesetom veku i rastuće mogućnosti finansiranja banaka na kvalitet upravljanja bankarskim rizicima, i, posledično, na stabilnost finansijskog sistema u celini. Postojeća literatura u znatnoj meri zastupa stav da banke usled dostupnosti različitih inovativnih finansijskih instrumenata i povećane dostupnosti izvora finansiranja neoprezno vrše plasman loših kredita koji predstavljaju meru finansijske stabilnosti, ali i direktno utiču na nju.

Cilj disertacije je bio da dokaže hipotezu da finansiranje banaka putem hartija obezbeđenih hipotekarnim kreditima nije izazvalo finansijsku nestabilnost merenu stopama loših kredita na pojedinačnom tržištu, i da razloge rasta obima loših kredita treba potražiti u makroekonomskim prilikama koje su prethodile krizi, i, potencijalno, merama donetim u postkriznom periodu od strane nacionalnih organa, Evropske unije i Evropske centralne banke.

U zemljama Evropske unije banke finansiraju hipotekarne kredite iz tri najznačajnija izvora: depozita, i emitovanjem hartija od vrednosti - hipotekarnih pokrivenih obveznica i hipotekarnih založnica, odnosno hartija obezbeđenih hipotekarnim kreditima (*mortgage-backed securities*, MBS), pri čemu tradicionalno dominantnu ulogu u finansiranju banaka predstavljaju depoziti. Međutim, u godinama koje su neposredno prethodile krizi, rastući obim plasiranih hipotekarnih kredita u zemljama Evropske unije bio je praćen i značajnim emisijama hipotekarnih hartija od vrednosti. Aktuelna kriza je već 2008. i 2009. rezultirala značajnim rastom obima loših kredita, definisanih kao nemogućnost bankarskih dužnika da izvršavaju obaveze po hipotekarnim (najčešće stambenim) kreditima u određenom roku, najčešće 90 dana od roka dospeća.

Kriza je, proširivši se iz SAD-a na Evropu, uzdrmala evropskog finansijskog sistema u temelju. Nastavši najpre kao bankarska kriza, praćena snažna podrška spašavanju bankarskog sektora, kriza je ubrzo prerasla u krizu suverenog duga pojedinih zemalja članica, a Unija se suočila sa do tada nezamislivom krizom poverenja i naraslim sumnjama u opstanak evra i monetarne unije. Naknadna istraživanja uzroka krize pokazala su, pre svega, da, iako međusobno povezane, krize u SAD i Evropskoj uniji imaju različite uzroke. Kako se kriza u SAD pojavila na hipotekarnom tržištu u SAD, ono je postalo predmet mnogih analiza i istraživanja, i gotovo jednoglasno je proglašeno direktnim "krivcem" za krizu koja je u toj zemlji trajala, prema zvaničnim podacima, 19 meseci. Podstaknut takvim stavom, rad je za zadatak postavio istraživanje položaja hipotekarnog tržišta u nastajanju krize u Evropskoj

uniji.

Na osnovu prethodno navedenih karakteristika posmatranih instrumenata i pregleda literature, generalno očekivanje bilo je zasnovano na pretpostavci da banke koje se finansiraju uz pomoć sekjuritizacije zbog izolovanja rizika iz svojih bilansa odobravaju rizičnije hipotekarne kredite koji rezultiraju visokim stopama difolta i mogu narušiti stabilnost finansijskog sistema. Ovu pretpostavku prati očekivanje da banke koje se finansiraju putem pokrivenih obveznica, zbog toga što kreditni rizik zadržavaju u svojim bilansima, odgovornije procenjuju rizik budućih dužnika i na taj način pozitivno utiču na stabilnost finansijskog sistema. Ipak, preliminarna istraživanja empirijskih podataka uputila su na razmišljanje u suprotnom pravcu, pa je u fokus istraživanja stavljena hipoteza prvog reda koja pretpostavlja da dominantno učešće hartija sa obezbeđenjem u hipotekarnim kreditima (MBS) u finansiranju banaka određene zemlje ne narušava finansijsku stabilnost merenu stopom neperformansnih kredita u periodu krize.

Polazeći od predmeta i cilja istraživanja u ovom radu je testirano nekoliko hipoteza.

H1. Grupa zemalja (tržišta) u kojima su pokrivena hipotekarne obveznice preovlađujući instrument finansiranja hipotekarnih kredita iskazuju nižu prosečnu stopu loših zajmova u odnosu na grupu zemalja u kojima preovladava RMBS kao instrument finansiranja.

H2. Rastući udeo RMBS u ukupnom hipotekarnom kreditiranju u pojedinačnim zemljama nije nedvosmisleno praćen rastom stopa loših zajmova u posmatranom periodu

H3. Grupa zemalja u kojima je MBS preovlađujući instrument finansiranja hipotekarnih kredita na agregatnom nivou beleže stope loših kredita ispod evropskog proseka u posmatranom periodu

H4. Regresiona analiza pokazuje jaku linearnu vezu između rasta udela putem finansiranja hipotekarnih obveznica i stope loših zajmova u posmatranom periodu

U literaturi su naglašeni dvostruki stavovi prema sekjuritizaciji u pogledu uticaja na finansijsku stabilnost. U periodu pre krize 2007/8 preovladavao je stav da sekjuritizacija unapređuje finansijsku stabilnost putem disperzije rizika. Posle krize, sekjuritizacija je "okrivljena" jer dopušta da rizik "vrućeg krompira" loših kredita da bude prosleđen (neinformisanim) investitorima.

Prema određenim mišljenjima, u korenu finansijske krize nalazi se potcenjivanje rizika, odnosno, trasiranje prekomernog rizika banaka na prekomerno zaduživanje i poslovanje sa previše rizičnim instrumentima za dati nivo zaduženosti (*leverage*). Imajući ovo u vidu, a s obzirom na prethodno predstavljene karakteristike hipotekarnih instrumenata finansiranja, odnosno, najvažnije – zadržavanje, odnosno prosleđivanje kreditnog rizika, moglo bi se pretpostaviti da će dominantno finansiranje banaka putem MBS na datom tržištu uticati na rast stope loših kredita, odnosno, da su banke koje se finansiraju putem MBS "neodgovorno" odobravale hipotekarne kredite i time ugrozile stabilnost finansijskog sistema.

Međutim, na osnovu analiziranih podataka i rezultata analize prikazanih u radu, ne može se tvrditi da su u datom periodu u Evropskoj uniji MBS bili rizičniji instrument u odnosu na hipotekarne pokrivena obveznica, odnosno, da finansiranje banaka putem MBS doprinosi plasmanu "loših" kredita, a finansiranje hipotekarnim pokrivenim obveznicama plasmanu

kvalitetnih kredita. Za dalje istraživanje bilo bi potrebno imati podatke banaka o pojedinačnim plasiranim hipotekarnim kreditima i njihovim performansama, kao i detaljnije i preciznije podatke o stopama loših hipotekarnih kredita koji bi bili uporedivi između banaka i između zemalja, odnosno jedinstvenu metodologiju obračuna.

Ključan doprinos rada je predstavlja doprinos odgovoru na krupno pitanje koje je nametnula tekuća kriza: da li finansijske inovacije na hipotekarnom tržištu i rastući značaj sekjuritizacije utiču nepovoljno na stabilnost celokupnog finansijskog sistema. Ovaj rad na bazi analiziranih podataka nije mogao da potvrdi da su analizirani hipotekarni proizvodi sekjuritizacije jednoznačno uticali na plasman loših zajmova, te da se uzroci krize moraju posmatrati kao ukupnost faktora na svakom pojedinačnom tržištu. Izolovano posmatrano, ne može se tvrditi da je u Evropi sekjuritizacija *per se* uzrokovala krizu.

Konačno, naučno-istraživački doprinos ovog rada trebalo bi da koristi zakonodavcu i nadležnim institucijama naše zemlje prilikom donošenja nekih budućih zakonskih i institucionalnih rešenja koja će tretirati sekundarno hipotekarno tržište Srbije. Naime, u našoj zemlji sekundarno hipotekarno tržište još uvek nije formirano. Banke ne emituju nijednu vrstu hipotekarnih hartija od vrednosti, za razliku od većine zemalja Evropske unije, i realno je očekivati da se, u skladu sa kretanjima na svestkim tržištima i evropskim integracijama, i u Srbiji otvori prostor za nastanak i razvoj sekundarnog hipotekarnog tržišta. Za to je najpre potrebno stvoriti dobre insititucionalne uslove kakvi postoje u zemljama Evropske unije i ovaj rad bi trebalo da skrene pažnju u tom smeru.

3. Prikaz i ocena sadržaja doktorske disertacije

Predmet istraživanja opredelio je strukturisanje rada u 4 dela, od kojih svaki analizira hipotekarno tržište sa različitih aspekata i u kontekstu finansijske krize, odnosno finansijske nestabilnosti. Spisak korišćene literature sadrži preko 150 izvora domaćih i pretežno stranih autora, kao i regulatorni okvir Evropske unije i Srbije. Spisak obuhvata stručne radove objavljene u domaćim i međunarodnim časopisima i zbornicima, knjige iz oblasti konkretne problematike finansijske stabilnosti, monetarno-kreditne politike, relevantne studije i web sajtove. Korišćena literatura je pretežno publikovana u periodu od nastanka finansijske krize, odnosno, od 2007-2015. godine.

Razmatranje uticaja strukture finansiranja banaka na finansijsku stabilnost zahtevalo je analizu više pitanja, a time i strukturiranje rada u više delova i pojedinih tačaka u kojima se problematika finansiranja na hipotekarnom tržištu banaka smešta u širi kontekst tekuće finansijske krize u Evropskoj uniji, ali i posmatra sa stanovišta upravljanja rizicima u bankarskom poslovanju.

Prvi deo rada, pod nazivom „Finansijska kriza u Evropskoj uniji“, predstavlja osnovne teorijske pretpostavke o razvoju finansijskih kriza, odnosno faktora i uslova u kojima nastaju, analizira postojeću literaturu koja istražuje uzroke krize na tržištu SAD i ulogu hipotekarnog tržišta. Dalje, pruža deskripciju mehanizma preliivanja krize sa tržišta SAD na Evropsku uniju, hronologiju razvoja krize u Evropi, analizu uzroka i prikaz odgovora Evropske unije i Evropske centralne banke na novonastalu situaciju. .

Drugi deo rada, pod nazivom „Primarno hipotekarno tržište”, najpre analizira tržište nekretnina, kao važnog elementa hipotekarnog tržišta i pruža teorijski okvir mehanizma funkcionisanja ovog tržišta, odnosno prikaz stock/flow modela tržišnog prilagodavanja. . Zatim se analizira hipotekarno tržište kao element kreditnog tržišta, odnosno proces originacije hipotekarnih kredita, uslove na hipotekarnom tržištu koji su prethodili razvoju krize, zaduženost stanovništva u posmatranom periodu, faktore rasta obima hipotekarnog kreditiranja i posledice krize na ovaj segment kreditnog tržišta Evropske unije. Analiziraju se međusobne sprege hipotekarnog tržišta i tržišta nekretnina, međusobne uzročno-posledične veze između „balona“ na ovim tržištima, i daje se prikaz različitih scenarija buma i sloma tržišta nekretnina u zemljama Unije. Predstavljeni su najvažniji elementi institucionalnog okvira primarnog hipotekarnog tržišta evropskih zemalja, kao i direktive Evropske unije od direktnog značaja za razvoj pojedinačnih hipotekarnog tržišta i njihovu integraciju.

Uvodi se teorijski okvir upravljanja rizicima u bankarskom poslovanju, u koji se smešta upravljanje hipotekarnim kreditima, odnosno prikazana su tri stuba upravljanja rizikom hipotekarnog kreditiranja i faktori kreditnog rizika. Prikazano je primarno hipotekarno tržište u kontekstu evropskih integracija i monetarne politike, posebno politike Evropske centralne banke.

Treći deo rada, pod nazivom „Sekundarno hipotekarno tržište” daje prikaz sekjuritizacije, koja predstavlja krupnu i značajnu finansijsku inovaciju koja je obeležila dvadeseti vek. Daje se detaljan prikaz i komparativni pregled ključnih finansijskih instrumenata na sekundarnom hipotekarnom tržištu Evropske unije: pokrivene obveznice (*covered bonds*) i hipotekarne založnice (*mortgage-backed securities*). Ovaj deo rada naglašava najznačajniju razliku između ova dva instrumenta – transfer rizika, koja je ključna za analizu ovog rada i smešta problem u širi kontekst upravljanja rizicima u bankarskom poslovanju, koncept koji u datim, kriznim okolnostima i u vremenu rastućeg značaja finansijskih inovacija na finansijskim tržištima svakoga dana dobija na značaju. Na osnovu analize literature i svojstava posmatranih instrumenata, na prvi pogled nameće se zaključak da relativno veće finansiranje banaka putem hipotekarnih pokrivenih obveznica doprinosi stabilnosti finansijskog sistema, i da, obrnuto, relativno veće finansiranje banaka putem MBS doprinosi opštoj nestabilnosti sistema. Sledeći deo rada proverava ovakav stav.

Četvrti deo rada, pod nazivom “Finansijska stabilnost i struktura bankarskog finansiranja”, predstavlja ključni istraživački deo ovog rada. On najpre analizira faktore koji utiču na odabir načina finansiranja pojedinačnih banaka u zavisnosti od njihovih specifičnih karakteristika, a zatim i faktore koji utiču na odabira banke između hipotekarnih instrumenata kao načina finansiranja hipotekarnih kredita. Prethodna istraživanja sugerišu da se banke okreću finansiranju hipotekarnim obveznicama u slučajevima kada im je potrebna likvidnost, a finansiranju putem MBS Prikazana je međusobna sprega finansiranja banaka i finansijskih kriza, odnosno različita teorijska stanovišta i empirijski nalazi koji nagoveštavaju uticaj sekundarnog hipotekarnog tržišta i rastućeg značaja sekjuritizacije na krizu u SAD.

Takođe, navodi se stanovište da pokrivene obveznice predstavljaju instrument finansiranja banaka koji doprinosi finansijskoj stabilnosti, koje naglašava veću rizičnost finansiranja banaka putem emisije MBS u odnosu na MBS

Empirijska provera izložena u ovom delu rada upućuje na zaključke suprotne gornjem. Ovaj deo analizira i upoređuje dostupne podatke o stopama loših zajmova na tržištima Evropske unije u kojima se banke finansiraju putem oba navedena instrumenta. Kao meru finansijske stabilnosti sistema, ovaj rad je uzeo jedan od finansijskih indikatora koji se preporučuje u literaturi, odnosno stopu loših (*nonperformansnih*) kredita. Takođe, rad se koristi

konstruisanim racio brojem koji predstavlja meru relativnog učešća pojedinih hartija u ukupnoj emisiji, koristeći se podacima Evropske hipotekarne federacije o ukupnim emisijama svake hartije ponaosob. Tokom perioda krize stopa loših kredita beležila je značajan porast u gotovo svim zemljama Evropske unije, sugerišući da su banke u periodu kreditnog buma, odnosno pre krize, pozajmljivale manje kvalitetnim dužnicima. Slično se moglo zaključiti i po značajnom rastu obima hartija od vrednosti koji je prethodio krizi i kojima su banke prikupljale likvidnost i vršile transfer rizika. Ipak, na bazi rezultata analize, rad pruža stav da na tržištima na kojima banke dominantno koriste hartije obezbeđene hipotekarnim kreditima (MBS) nije neminovno došlo do većih stopa loših kredita u odnosu na tržišta na kojima se banke dominantno refinansiraju pokrivenim obveznicama. Takođe, u periodu koji je pratio krizu, banke su gotovo u potpunosti napustile refinansiranje putem hartija obezbeđenih hipotekarnim kreditima, pa ipak do stabilizacije stopa loših kredita nije došlo. Ovo obavezuje na stav kojim se isključuje mogućnost da bilo koji od oblika refinansiranja banaka u slučaju zemalja Evropske unije u kojima su oba instrumenta korišćena predstavlja samostalan faktor koji je ugrožava procene rizika kreditiranja (uglavnom) stanovništva i da propusti u proceni leže u drugim faktorima.

Poslednji deo sumira rezultate analiza iz prethodnih delova.

Predmet doktorske disertacije predstavlja analiza efekata strukture refinansiranja banaka u zemljama Evropske unije u periodu pre i tokom krize Evrozona na finansijsku stabilnost. Osnovna hipoteza izvedena je iz teorijske analize kreditnih tržišta i tržišta kapitala u kontekstu finansijskih kriza, uporedne analize tržišta SAD i EU i karakteristika u pogledu bankarskog finansiranja hipotekarnih kredita, uzroka koji su vodili u krizu i mera koje su sprovele EU i ECB

Disertacija je imala za cilj da dokaže pretpostavku da banke nisu, finansirajući hipotekarne kredite putem hartija obezbeđenih hipotekarnim kreditima, odnosno, MBS, i prenošenjem rizika iz svojih bilansa na treća lica, ugrozile finansijsku stabilnost neopreznim kreditiranjem stanovništva, preuzimanjem velikih rizika i njihove loše procene.

Osnovna metoda koja je primenjena u istraživanju je opšti naučni metod, koji podrazumeva metodu hipoteze i analitičko-sintetički metod. U istraživačkom delu rada, koji se odnosi na analizu relativne strukture finansiranja banaka i stope loših kredita korišćeni su kvalitativno - deskriptivni metod, komparativni metod, kvantitavni metod zasnovan na statističkim i finansijskim podacima i tabelarni prikazi za prezentovanje rezultata makroekonomskog modela za stresno testiranje

U prvoj fazi istraživanja izvršeno je sveobuhvatno desk-istraživanje teorijsko-metodoloških aspekata determinanti nastajanja finansijskih kriza, zasnovano na relevantnoj literaturi i izveštajima međunarodnih i nacionalnih finansijskih institucija. Metodama deskriptivne i komparativne analize prikazano je stanje na hipotekarnom tržištu Evropske unije, i ukazano na najznačajnije karakteristike instrumenata refinansiranja čiji će uticaj na finansijsku stabilnost biti posmatran. U drugom delu istraživanja, koji se odnosi na empirijsko testiranje formulisanih hipoteza, dominantno su korišćeni podaci Svetske banke i Evropske hipotekarne federacije, zvanične organizacije učesnika na hipotekarnim tržištima.

Dobijeni rezultati istraživanja bi trebalo da posluže kao smernica nadležnim organima i institucijama da, prilikom sistemskog planiranja razvoja sekundarnog hipotekarnog tržišta Srbije, uspostavljanju tržišta pokrivenih obveznica i hartija obezbeđenih hipotekarnim

kreditima bude posvećena jednaka pažnja, umesto, kao što rad pokazuje, čestoj praksi favorizacije hipotekarnih obveznica u zemljama Centralno-Istočne Evrope.

4. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

Naučni značaj istraživanja ogleda se u analitičkom i sistematičnom pristupu problematici razumevanja uticaja strukture bankarskog finansiranja plasiranih hipotekarnih kredita na finansijsku stabilnost, odnosno empirijskoj proveru postavljene hipoteze koja pretpostavlja da dominantno učešće hartija sa obezbeđenjem u hipotekarnim kreditima (MBS) u finansiranju banaka određene zemlje ne narušava finansijsku stabilnost merenu stopom loših kredita u periodu krize.

Dostignuto stanje finansijske stabilnosti na nivou zemlje, kao što je aktuelna kriza pokazala, je podložno promenama usled prisutne volatilnosti na finansijskim tržištima i neprekidne izloženosti finansijskih sistema kako rizicima koje sam produkuje, tako i onima iz okruženja. U uslovima globalizacije ovo stanje je još više relativizovano s obzirom da su nacionalni finansijski sistemi integrisani kompleksnim finansijskim mrežama i tokovima kapitala, a endogeni i egzogeni šokovi se prenose transmisionim kanalima doprinoseći povećanju ranjivosti realne ekonomije i finansijskog sistema.

Istraživački rad bi trebalo da doprinese boljem razumevanju pozicije hipotekarnog tržišta u celokupnom finansijskom sistemu, i, posebno, razumevanju međusobnog odnosa finansiranja banaka na sekundarnom hipotekarnom tržištu, kao segmentu finansijskog tržišta, i kvaliteta kredita koji banke plasiraju i koji potencijalno mogu ugroziti stabilnost celokupnog finansijskog sistema. Upravljanje rizicima je tema koja, u kontekstu tehničko-tehnološkog i informatičkog napretka i finansijskih inovacija sa jedne, i ozbiljne finansijske krize i izloženosti finansijskih tržišta šokovima sa druge strane, svakim danom sve više dobija na značaju.

Originalni naučni doprinos ovog rada je empirijska verifikacija hipoteze da se u uslovima finansijske krize u Evropskoj uniji, a na bazi dostupnih agregatnih podataka, ne može dokazati neoprezno upravljanje rizicima prilikom plasmana kredita u zavisnosti od izbora izvora finansiranja, iako postkrizna literatura u velikoj meri nagoveštava suprotno. Sa druge strane, nalazi su u skladu sa stanovištem da diverzifikacija instrumenata na finansijskom tržištu vodi u pravcu efikasnijeg alociranja kapitala i boljeg funkcionisanja tržišta.

S obzirom na to da se posledice globalne finansijske krize u Evropi još uvek nisu sanirane, tema je veoma aktuelna. Postojeća literatura i objavljena naučna istraživanja su uglavnom tretirala pojedinačna hipotekarna tržišta Evropske unije, dok ovo istraživanje analizira 11 zemalja Evropske Unije, odnosno, sva tržišta u kojima su emitovana oba instrumenta hipotekarnog finansiranja, Ovakvim, sveobuhvatnim pristupom, dobijena je integralna slika uticaja relativne strukture bankarskog finansiranja na rast stope loših kredita u zemljama Evropske unije. Pored stope loših kredita kao jednog od pokazatelja finansijske stabilnosti, istraživanje je obuhvatilo i širi pojam finansijske stabilnosti i sprege sa primarnim i sekundarnim hipotekarnim tržištem, kao i analizu hipotekarnog tržišta u kontekstu transmisije monetarne politike. Takođe, rad pruža osnovu za razumevanje upravljanja rizicima u bankarskom poslovanju, i u taj kontekst smešta upravljanje rizicima hipotekarnog kreditiranja. Istraživanje je pokazalo da je uzroke rastuće stope loših kredita u Evropskoj Uniji pogrešno tražiti u rastućem značaju finansijskih inovacija i mogućnosti finansiranja

banaka na finansijskom tržištu *per se*, i otvara nova pitanja za dalja istraživanja, najpre u kontekstu raznovrsnosti regulatornih okvira koja tretiraju hipotekarnu praksu i njihovog potencijalnog uticaja na rast i slom hipotekarnog tržišta.

Najveći doprinos ovog rada se ogleda u kreiranju budućih zakona i politika Srbije: postojeći zakoni i institucionalna rešenja ne tretiraju na pravi način, kao što rad pokazuje, izuzetno značajno sekundarno hipotekarno tržište i hipotekarne hartije od vrednosti. Ovaj rad bi trebalo da skrene pažnju nadležnih organa na značaj sistemskog planiranja razvoja hipotekarnog tržišta i donošenja zakona koji neće favorizovati nijedan pojedinačni hipotekarni instrument. Srbija, s obzirom na navedeni nedostatak plana razvoja sekundarnog hipotekarnog tržišta, ima priliku da iz iskustva evropskih zemalja izvuče najbolje pouke i u samom početku formira solidne osnove za budući razvoj hipotekarnog tržišta kao segmenta evropskog finansijskog tržišta i priključi procesu njegove integracije.

Takođe, kreiranje adekvatnih politika i regulatornih okvira koji imaju za cilj očuvanje finansijske stabilnosti je izazov za svaku zemlju.

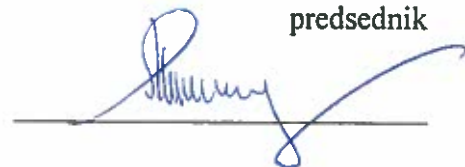
5. Zaključak i predlog

Imajući u vidu opštu ocenu rada, ostvarene rezultate i teorijski doprinos doktorske disertacije, Komisija konstatuje da je doktorska disertacija mr Milene Božović urađena u potpunosti prema odobrenoj prijavi i da zadovoljava osnovne standarde za izradu doktorske disertacije. Sledstveno tome, Komisija predlaže Nastavno-naučnom veću Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije da kandidatu Mileni Božović, magistru nauka bankarskog i finansijskog menadžmenta, odobri odbranu doktorske disertacije pod naslovom „**Hipotekarna pokrivena obveznica – Investiranje i vrednovanje**”.

Beograd, 4. jul 2016. godine

Članovi komisije:

Dr Ismail Musabegović, vanredni profesor,
predsednik



Prof. dr Zoran Grubišić, mentor



Prof. dr Srđan Marinković, redovni profesor
Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu

