

Др Милош ЈАНКОВИЋ

председник Управног одбора Агенције за осигурање депозита

ХИПОТЕКАРНО ТРЖИШТЕ И РЕГУЛАЦИЈА У УСЛОВИМА КРИЗЕ

Резиме

У овом раду аутор расправља питање односа ефикасности хипотекарног тржишта и државне регулације. Констатујући да развијено хипотекарно тржиште представља сложену мултифункционалну структуру, како на примарном, тако и на секундарном нивоу, аутор истиче незамањиву улогу државне регулације у његовом развоју и стабилности. У том контексту, аутор критички разматра бројне узроке и вишеструке последице хипотекарне кризе у САД, која је довела до глобалне финансијске кризе. Аутор посебно указује на одговорност регулатора и професионалних учесника хипотекарног тржишта у кришењу права и кривице за доношење штете, и у том контексту предлаже јачање регулаторне, судске и друге заштите инвеститора и корисника финансијских услуга.

Кључне речи: *хипотекарно тржиште, регулација, криза, губици, одговорност.*

І Уводне одреднице

Свет савремених финансијских и хипотекарних тржишта доживео је драматичне промене у последњих неколико деценија. Радикално је промењен карактер финансијских тржишта у правцу измене односа тржишних сила и моћи државне регулације. То је резултирало, с једне стране, трендом глобализације и убрзаног раста, а с друге стране, кризом хипотекарног тржишта, која је довела до глобалне финансијске кризе.¹

¹ О савременим трендовима, предностима и недостацима развоја глобалног финансијског тржишта написано је много радова у иностраној и домаћој литератури. Од страних аутора издвајамо следеће: П. Росе, Синку, Ф. Мискин, П. Кругман, Тви Бодие, А. Кане, А. Маркус, Ј. Стиглиц, Г. Акерлоф, Р. Схиллер, Ф. Фабоззи, а од домаћих аутора М. Ђировић, Б. Живковић, Ј. Душанић, О. Ковач, И. Мусабеговић, Б. Васиљевић, Д. Ерић и М. Ђукић. J. Sinkey, *Commercial Bank Finan-*

Хипотекарно тржиште има специфично место у структури финансијског тржишта, по томе што чврсто повезује два најразвијенија сегмента: тржиште банкарских кредита и тржиште хипотекарних хартија од вредности, непосредно или посредно обезбеђених хипотеком. Бројне су специфичности хипотекарног тржишта које га тесно повезују са другим тржиштима, посебно са тржиштем некретнина и тржиштем капитала. При томе, развијено хипотекарно тржиште је изузетно сложена јединствена многофункционална структура, која укључује операције са стотинама иновативних финансијских инструмената (различитог квалитета) и више повезаних институција, огроман обим трговине (која се у САД мери трилионима долара), што захтева нужност ефективне регулације и надзора хипотекарног тржишта.

Најбољи тест непотпуности (нетачности) теоријских концепата о рационалности очекивања и ефективности финансијског и хипотекарног тржишта, као и егзактне доказе за нужност реформисања регулације дала је хипотекарна криза 2007. године у САД, која је довела до глобалне финансијске кризе,² о чијим узроцима, негативним последицама и утврђивању одговорности за губитке и настале штете расправљамо у овом раду. Посебно истичемо поуке историје: актуелна криза настала је на готово исти начин, на који су спекулативне активности слабо регулисаних банака, својевремено довеле до Велике депресије, а након највећег краха, уведена чврста државна регулација.

Укупан систем регулације хипотекарног тржишта мора се посматрати као комбинација више метода: 1) *макро* – државна регулација (органи, закони, подзаконска акта и политике), 2) *мезо* – саморегулација професионалних учесника на тржишту, 3) *микро* – унутрашња регулација субјеката (сопственим актима и правилима), 4) *друштвена* регулација (јавно мњење, етика) и 5) *спољна* регулација – преко *међународних институција, организација и њихових стандарда*.³

cial Management in the Financial Services Industry, New Jersey, 2002, 32. Овај аутор наводи пет „изација“ индустрије финансијских услуга: институционализација, секјуритизација, глобализација, приватизација и модернизација. О томе више вид. Милош Јанковић, „Глобално тржиште хартија од вредности - нужност глобалне регулације“, *Рачуноводство*, бр. 3/2001.

² Детаљнији приказ и аргументација дају се у трећем делу нашег истраживања (поглавља 6.4.). „Ми евидентно живимо у свету какав је Кејнс описао. Нова економска мисао у свету текуће катастрофе, јесте оживљавање уважавања идеја старих економиста, значи читање старих књига“. П. Кругман, *End this Depression Now! Melrose Road Partners* (превод), 2012, Београд, 43.

³ Опширније вид. Милош Јанковић, „Државна регулација и тржиште капитала“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2013.

Међународно призната пракса уједначавања регулативе и надзора на глобалном нивоу (ИОСЦО) је дефинисала три *циља* регулације тржишта хартија од вредности, укључујући и хипотекарне, и то:

а) заштита инвеститора (од манипулација, превара и инсајдерске праксе),

б) обезбедјење поштеног, ефикасног и транспарентног тржишта (једнакост учесника на тржишту, максимални доступ информацијама, предупређивање нечасне праксе),

в) смањење системског ризика (ефективно управљање ризицима у индустрији Хов).⁴

Нова глобална финансијска регулатива подразумева постојање јединственог циља, коме би требало да теже сви учесници глобалног финансијског тржишта. Препреке за брзо и ефикасно успостављање нове финансијске регулативе представљају различити економски интереси, као и различити правни системи појединих држава.⁵

II Анатомија хипотекарне кризе у САД

У циљу утврђивања узрока и последица хипотекарне и глобалне финансијске кризе, у САД је 2009. године формирана независна Комисија за истраживање финансијске кризе, која је спровела свеобухватно истраживање законитости пословања и дала предлоге мера за опоравак.

У опсежном извештају ове Комисије истиче се да је стварање потенцијала за појаву кризе трајало више деценија. Оцене и узроци кризе своде се на следеће⁶:

1) Генерална оцена је да је криза могла бити избегнута, јер је произведена људским немаром,

2) Евидентиране су слабости и пропусти у спровођењу регулативе и супервизији, у склопу тенденције дерегулације финансијског тржишта,

⁴ О томе више вид. Милош Јанковић, „Реформа тржишта хартија од вредности – циљеви и принципи регулације“, *Право и привреда*, бр. 5-8/2000.

⁵ Милош Јанковић, „Финансијска тржишта и правна одговорност“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2010; као и Милош Јанковић, „Антикризна регулација и владавина права на тржишту капитала“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2011.

⁶ Приказ секвенцијалног тока догађаја финансијских криза у САД на бази агенцијске теорије, дао је F. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New York, 2004, 228.

- 3) Великом грешком се сматра увођење забране државне регулације ванберзанских деривата (ОТЦ), законом из 2000. године,
- 4) Недопустиви пропусти и слабости корпоративног управљања и руковођења ризиком системски важних финансијских институција,
- 5) Урушавање стандарда хипотекарног стамбеног кредитирања и повећани ризици секјуритизације,
- 6) Сукоб интереса рејтинг агенција у додељивању високих рејтинга хипотекарним ХоВ, што су били „зупчаници у точку финансијске пропасти“.

По нашем мишљењу, расподела кривице за кризу односи се на следеће актере.

1. Стимулативна државна стамбена политика

Од Велике економске кризе држава је придавала велики економски, друштвени и политички значај убрзаном решавању стамбених питања американаца. Међутим, катализатор развоја и касније стамбене експлозије били су купци прве куће или стана – корисници другоразредних хипотекарних кредита. Познато је да се син легендарног борца за људска права Мартина Лутера Кинга, активно залагао да се мањинама у САД обезбеди апсолутна доступност стамбених кредита.

У том смислу, Министарство становања и урбаног развоја (ХУД) је, као регулатор, агресивно обавезало кредитне агенције *Fannie Mae* и *Freddie Mac* да минимум 52% хипотекарних кредита откупљених од банака морају бити кредити грађанима са испод просечним зарадама.⁷ Сваки четврти новоизграђени стан био је намењен овој категорији зајмотражилаца.

Улагање у некретнине сматрано је профитабилном и сигурном инвестицијом, захваљујући ефекту финансијског леверица и очекиваном сталном расту цена некретнина и доходака домаћинстава.⁸ Међутим, криза је, изневерила бројна очекивања и донела велики хаос и проблеме отплате. Држава је подстицала узимање кредита, али није адекватно могла корисницима стамбених кредита у невољи, као што је то био слу-

⁷ S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, F. Valencia, *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, International Monetary Fund, 2004.

⁸ A. Nejadmalayeri, „Wages, inflation, and mortgage design“, *Journal of Economics and Business*, No 63/2011.

чај са пружањем пакета државне помоћи и спасавањем финансијских институција.

2. Нагли заокрети монетарне политике ФЕД

Најважнији фактор, који је покренуо кредитни бум (касније хипотекарну катастрофу) на тржишту хипотека била је лабава регулација и рекордно ниска каматна стопа која је владала финансијским тржиштем од 2001. године.⁹ Дрastiчно снижење каматних стопа до 2003. године (од 6,5% на 1%) био је резултат напора ФЕД-а да реши проблеме рецесије и спречавања дефлације, изазване претходним пуцањем балона акција младих интернет компанија и терористичким актом од 11. септембра 2001. године.¹⁰ Рецесија, односно драматичан пад раста БДП захтевао је преокрет и у фискалној политици: дошло је до највећег смањења пореза. Утицајем на висину каматних стопа ФЕД је долио уље на ватру, јер су инвеститори добијали изобличене информације, које проистичу из нереалне цене капитала. Настало је „златно доба“ за задуживање и рефинансирање стамбених кредита (само током 2003. године рефинансирано је више од трећине раније узетих хипотека).

Критичну фазу представљао је нагли заокрет монетарне политике. ФЕД је почетком 2007. године драстично повећао каматне стопе на преко 5,25% годишње, чиме је не само дошло до промене очекивања, већ су корисници кредита доведени у безизлазну ситуацију: не могу да плаћају увећане камате и анuitете, не могу да остваре кредит за рефинансирање, не могу да продају кућу, нити да остану у кући у којој живе.¹¹

3. Еуфорија, бум и крах тржишта некретнина

Последице глобалног раста и бума цена некретнина у периоду од 1995- 2006 се и сада осећају. Финансијске кризе изазване бумом и крахом тржишта некретнина бележене су широм глобуса: САД (1982-1987), Јапану (1990), Финској, Норвешкој, Шведској, Тајланду, Малезији, Индонезији, Кореји и Бразилу (1997-1998). Кризе су утицале на све развијене земље, као и

⁹ D. Immergluck, *Foreclosed: High-Risk Lending, Deregulation, and the Undermining of America's Mortgage Market*, Cornell University Press, 2011.

¹⁰ Тако је балон акција био претходница формирања балона на тржишту некретнина, што потврђује повезаност тржишта капитала, тржишта некретнина и хипотекарног тржишта.

¹¹ Због високих ризика, Турска је забрањивала уговарање хипотекарних кредита са варијабилном каматном стопом. Велика Британија је омогућавала продужавање рокова и смањивање месечних анuitета, док у САД није било адекватне реакције владе и регулатора.

на значајан део земаља у транзицији и развоју. Раст цена некретнина у САД, који је проузроковао стварање незапамћеног балона био је најинтензивнији у периоду 2002-2006 године, када цене некретнина расле по годишњој стопи од 9% годишње, тако да је некретнина чија је вредност 2000. године износила 150.000 долара, 2006. године вредела чак 251.565 долара.

Развој балона створио је ирационални ентузијазам не само купаца првог стана за лично коришћење, већ и шпекуланата на тржишту некретнина, који су их препродавали, у условима сталног раста цена. Цене станова губиле су реалност у односу на њихову стварну вредност (мерену трошковима изградње или приходом од закуппине). Знаци слома и попуштања стамбеног балона постали су видљиви 2006. године, након нагло повећања каматних стопа ФЕД-а.¹² Уследило је усклађивање – повећање варијабилних хипотекарних каматних стопа кредитора, што је погоршало услове новог задуживања и довело до великог шока и таласа проблематичних хипотека.¹³ До средине 2007. године више од 1,5 милиона, посебно другоразредних кредита, било је у доцњи. Последишно, хартије од вредности емитоване на бази ових кредита изгубиле су највећи део вредности, што је значило губитак инвеститора.

Драстичан пад обима нових хипотекарних кредита, довео је до пада цена станова, што је довело до негативне вредности имовине у односу на раније узете стамбене кредите (за око 12 милиона породица). Број проблематичних кредита за нешто више од годину дана повећао се за 10 пута. Банке и други кредитори бележили су губитке и почели масовну брзу егзекуцију хипотека продајом станова по упола нижим ценама, што је повукло општи пад и крах националног стамбеног и хипотекарног тржишта. Остаје отворено питање зашто регулатори и влада нису благовремено предузели одговарајуће мере, како би се обесхрабрили инвеститори, кредитори и зајмотражиоци да преузимају високе ризике и претрпе катастрофалне губитке.

4. Инфекција иновативних хипотекарних производа

Прва димензија кризе је експлозиван раст високоризичних суб-приме хипотекарних кредита. Реч је о кредитима без личног учешћа, у износу већем чак од 100% вредности стана, о кредитима са ниским по-

¹² У периоду 2000- 2006 године цене кућа су повећане за око 2/3. Грађевинари су радили пуном паром, а пољопривредно земљиште је претварано у грађевинско.

¹³ C. Ritis, C. Kio, Y. Liang, „Payment shock and mortgage performance“, *Journal of Housing Economics*, No 19/2010, 295- 314.

четним каматним стопама („навлакуше“), које се после извесног периода нагло увећавају. Најдрскији иновативни производи били су тзв. кредити за лажљивце, ради подстицања зајмотражилаца да лажно приказују свој увећани доходак и остваре право на већи кредит и већи стан, наравно, уз већу провизију банке.

Опште обележје тога периода било је масовно и аутоматско одобравање ових кредита, без претходне анализе и провере поднете документације и испуњености услова кредитне способности зајмотражиоца. Кључна карактеристика „иновација“, у обиљу лоших хипотекарних производа су кредити са променљивом каматном стопом.¹⁴

Регулаторне институције живеле су у уверењу да „субприме кредитирање није синоним за предаторско кредитирање (предатору лендинг систем)“, односно за пљачкаше корисника хипотекарних кредита.¹⁵ Хипотека са варијабилном каматном стопом и ниском стопом учешћа, може бити одличан финансијски инструмент за студента електротехнике или медицине, који очекује значајан раст зарада у блиској будућности.

Друга крупнија димензија кризе хипотекарних инструмената је паралелни раст и развој хипотекарних деривата, односно све више лоших субприме кредита је паковано у хипотекарне хартије од вредности (преко 80% субприме хипотека је секјуритизовано у 2006. години).¹⁶ Тржиште хипотекарних ХоВ је драматично увећано и усложнено (од 1996. до 2007. године обим емисије хипотекарних деривата се утростручио, достигавши износ од преко 7 билиона \$). Тиме се скривени системски ризик акумулирао у финансијском систему САД, јер су субприме кредити, уз вишу каматну стопу, контаминирали хипотекарне деривате, које су препакиване у структурне финансијске производе по неколико пута. То је доносило већи профит инвестиционим банкама и хец фондовима.

5. Слабости и скривени ризици механизма секјуритизације

Секјуритизација представља једну од кардиналних иновација, која је заменила модел „одобравање ради чувања“ савременим моделом „одо-

¹⁴ То је последица савета који је давао председник ФЕД Алан Гринспен, подстичући зајмотражиоце да узимају хипотекарне кредите са варијабилном каматном стопом, што је (како се показало) значило преузимање већих ризика.

¹⁵ Са тим ставом се не слаже Џозеф Штиглиц. Опширније у књизи Џозеф Штиглиц, *Америка, слободна тржишта и слом светске привреде*, Нови сад, 2014, 120.

¹⁶ Доступно на: www.federalreserve.gov.

браване ради продаје“. Она представља механизам конверзије хипотекарних кредита у хипотекарне хартије од вредности, којима се тргује на секундарном хипотекарном тржишту.¹⁷ То је нарочито било значајно за субприме кредите, који су за време стамбеног бума конвертовани у хартије од вредности, око којих су се инвеститори отимали, јер су биле осигуране и давале веће приносе. Процес секјуритизације и продаје хипотекарних кредита дуго је обезбеђивао кредиторима извор финансирања и ликвидности за давање нових кредита, стварајући спиралу кредита, односно огромну кредитну мултипликацију. Истовремено, на тај начин, увећаван је обим хипотекарних хартија од вредности, које су имали највиши кредитни рејтинг ААА, преносећи ризике лоших кредита на инвеститоре из целог света. Сви (са)учесници у ланцу секјуритизације имали су разлога за оптимизам (од зајмотражилаца, преко менаџера банака и осигурања, рејтинг агенција, инвеститора, до државе), јер је створена слика привредног раста и општег благостања, све док фиктивни балон није пукао. Механизам прерасподеле ризика, путем секјуритизације, створио је илузију умањења ризика и снижења кредитних захтева према зајмотражиоцима. Централне банке и регулатори нису били опремљени да реше проблеме ликвидности и солвентности, због тога што проблеми потичу из рада слабо регулисаних финансијских институција („банкарство у сенци“)¹⁸.

6. Реакције глобалних инвеститора

Трендови глобализације и секјуритизације су омогућили огроман прилив (увоз) капитала на америчко хипотекарно тржиште из целог света и раст субприме кредитирања и лабавијих кредитних стандарда, што је изворну хипотекарну кризу у САД претворило у глобалну финансијску кризу. Постојала је велика акумулација ликвидности међународних инвеститора, јер су они тешко налазили прилике за инвестирање. При томе, инвеститори су се држали анализа и оцена рејтинг агенција, а не сопствених процена. Међутим, модели на којима су рејтинг агенције заснивале своје оцене нису узимали у обзир пад цена некретнина, пад кредитних стандарда или раст каматних стопа.

Без ширења токсичних хипотекарних производа на инвеститоре широм света, америчка хипотекарна криза, вероватно, не би прерасла у глобалну финансијску кризу, кризу ликвидности и кризу поверења у фи-

¹⁷ Опширније о природи, врстама и механизмима секјуритизације: www.vinodkothari.com.

¹⁸ Милош Јанковић, „Антикризна регулација и владавина права на тржишту капитала“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2011.

нансијске институције. Иновативни производи су ширили ризике кроз глобалну економију, а због своје комплексности, стварни ризик, који је повезиван са њима, није био познат све док није дошло до краха тржишта. У том тренутку, средства обезбеђења, која су тим хипотекарним производима обезбедила висок кредитни рејтинг нису више пружала довољну заштиту инвеститорима. Симптоми глобалне финансијске кризе били су снижавање квалитета актива (XXoB), волатилност финансијских тржишта, раст премија за ризик и неликвидност тржишта, банкротства инвестиционих банака, што је био сигнал за смањење броја потенцијалних страних инвеститора. Када је дошло до кризне тачке кључања, губитак поверења довео је до страха, панике и бекства инвеститора.

Привлачност хипотекарних хартија од вредности и њихових деривата за стране инвеститоре заснивала се на билионима долара датих хипотекарних кредита у САД, по којима није било већих губитака, захваљујући хипотекама на некретнинама, чије су цене на националном нивоу бележиле раст, дуже од једног века. Додатну сигурност улагања, давале су оцене међународно признатих кредитних рејтинг агенција, тако да су инвеститори добијали све већи „апетит према ризицима“ и били захваћени инвестиционом еуфоријом. До 2006. године, глобални инвеститори (укључујући европске, кинеске и јапанске) су, на неки начин, били власници готово трећине хипотека у Америци, са колико су утицали на стамбену еуфорију и каснији балон некретнина у САД.

7. Недопустив сукоб интереса рејтинг агенција

Инвеститори су дуго претпостављали да хартије са ААА рејтингом имају највећи кредитни квалитет (услед чега имају релативно мали принос). Тај високи кредитни рејтинг је омогућио продају хипотекарних обвезница инвеститорима, чиме се ефективно финансирао стамбени бум. Високи рејтинзи су правдани смањивањем ризика путем секјуритизације, осигурањем од ризика неплаћања и спремношћу инвеститора да сносе ризик првих губитака. Све то је било могуће у условима брзог раста цена кућа и станова, када су сви у ланцу учесника на хипотекарном тржишту задовољавали своје интересе. Међутим, када је дошло до пада цена, највеће проблеме имали су корисници кредита и инвеститори у хипотекарне хартије, дакле они на почетку и на крају хипотекарног ланца. Криза је открила чињеницу да су рејтинг агенције користиле неадекватне моделе за оцене ризика у измењеним тржишним условима.

Кључна чињеница везана је за процес утврђивања рејтинга суб-приме хипотекарних обвезница, који је садржао фундаментални сукоб интереса: агенције су добијале надокнаду од емитената који су тражили кредитни рејтинг и практично сви су добијали увећани ААА рејтинг.

8. Нетранспарентност тржишта: асиметричност информација, негативна селекција и морални хазард

На тржишту некретнина су се резултати информационе асиметрије промтно манифестовали, док се на финансијском тржишту информациона асиметрија испољавала, као саставни део природе хипотекарног тржишта, све до тренутка, када су постали видљиви резултати инвестиција у хипотекарне ХоВ. Обе врсте информационе асиметрије показале су се у најгрубљој форми на америчком хипотекарном тржишту. Негативна селекција при давању кредита клијентима, који имају већи ризик неплаћања кредита, настала је, дакле пре одобравања кредита, док се морални хазард појавио када су банке, ради виших приноса, свесно давале кредите ризичнијим клијентима, у нади да ће их, ако дођу у проблеме, централна банка избавити. При томе су негативна селекција и морални хазард били међусобно повезани.

Регулатори и кредитори су доносили бројне мере за смањење негативне селекције. Основна мера је повећање транспарентности. Осим тога, Базелски комитет инсистира на бољем познавању клијената од стране финансијских институција (процедура „Упознај свог клијента“).¹⁹

У регулисању моралног хазарда на тржишту, проблем се јављао због величине кредитних институција и далекосежног утицаја, који би гашење неке од њих имало на економију уопште. Много је било лакше казнити појединачног инвеститора, који је уложио у ризичан пројекат, него казнити банку, која је дала ризичан кредит клијенту, који га није отплатио.

Увећавање асиметричности информација између дужника и иницијалног кредитора створило је морални хазард, преношењем ризика са банака на инвеститоре, што је наводило дужнике и иницијалне кредиторе да преузимају све више ризика. Осим тога, уведени су и производи који су додатно повећали морални хазард попут Ниња кредита (*no income, no job, no assets – no problem*), кредита за лажове (без доказа о приходима или имовини), тизер кредита (2% камате у прве две године, преко 20% након тога), стреч кредита (рата већа од 50% прихода). Када су цене некретнина

¹⁹ Милош Јанковић, „Државна регулација и тржиште капитала“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2013.

почеле да падају, утицај нових кредитних производа на кризни процес је био очигледан, јер је број неотплаћених кредита порастао на преко 50% у периоду од 2005. до 2007. године. Посебан аспект проблема је регулисање и надзор над покушајима преваре, корупције и злонамерности на хипотекарном тржишту, нарочито у периоду убрзане кредитне експанзије.

9. Спашавање крупних учесника хипотекарног тржишта

Хипотекарна криза наступила је после бурног развоја и раста хипотекарног тржишта, након законског омогућавања банкама да средства депоната могу користити за операције на тржишту капитала.²⁰ Дуг оштар пад цена некретнина, стагнација зарада и промена дугогодишње политике снижења каматних стопа изненадним, брзим и великим растом каматних стопа изазвао је бројна банкротства учесника.

У августу 2007. криза достиже врхунац са колапсом два хец фонда *Bear Stearns*, који су инвестирали у субприме хартије од вредности. Тржишта новца су постајала неликвидна, а међубанкарске каматне стопе су достигале највише нивое. Већина брокерско-дилерских компанија принуђена је на велике отписе, а велике глобалне банке су морале да увећају резервације за покриће потенцијалних губитака актива. Масовно обесцењивање портфолиа финансијских организација погоршало је захтевне показатеље регулаторних органа и рејтинг агенција. Настала је трка за спољним инвеститорима (докапитализације) и помоћ државе у спашавању највећих финансијских институција.

Посебно предочавамо да је, од укупно пет инвестиционих банака, једна банкротирала, две су продате, а две трансформисане у комерцијалне банке захваљујући спашавању и огромној помоћи од стране државе. Банкротирао је једино Лехман Бротхерс, коме држава није пружила руку помоћи, мада је и ова банка имала највишу оцену ААА од све три рејтинг агенције, два дана пред објаву банкротства.²¹

Светски лидер тржишта осигурања (АИГ) је 2008. године био на рубу пропасти, због обавеза по огромном обиму осигураних ЦДС, везаних за хипотекарно тржиште. Решење за спас овог осигуравајућег друштва про-

²⁰ E. Balleisen, D. Moss, *Government and markets: Toward a New Theory of Regulation*, Cambridge University Press, 2009.

²¹ То је илустрација квалитета рада рејтинг агенција, али и односа економских и политичких снага (ако не прихватиш да продаш бизнис, следи банкротство).

нађено је у национализацији (држава преузела 79,9% акција АИГ) и убризгавању 185 милијарди \$ од стране ФЕД за реструктурирање овог друштва.

Коначно, на врху хипотекарног ланца царовале су две моћне приватне - квазидржавне федералне хипотекарне агенције Фанни Мае и Фредди Мац, које су гарантовале око половине укупних хипотека (око 14,5 билиона \$) и које су доживеле сличну судбину. Држава их је национализовала, да би спречила финансијски цунами и штете невиђених размера.

Огромни проблеми највећих финансијских институција САД имали су за последицу извоз нестабилности у глобални финансијски систем, преко више канала (кретање капитала, аналогне промене цена некретности и спекулативних трансакција, психолошке инвестиционе еуфорије, банкротства гигантских инвестиционих банака и паничног бекства капитала и др.).

На крају, лидери банкарског система САД су спасени уз огромну државну, односно финансијску помоћ пореских обвезника.²² Са друге стране, корисници хипотекарних стамбених кредита нису наишли на слично разумевање ових кредитора, већ су многи остали без станова или наставили отплату по увећаним каматним стопама, западајући у својеврсно дужничко ропство. Ту чињеницу посебно критикују нобеловци Штиглиц и Кругман, истичући да је држава спасавала, уместо да кажњава банке, чији интереси нису били у складу са националним интересима и добробити домаћинства.²³

10. Слом корпоративног управљања и управљања ризицима

Актуелна криза је, у оштром виду, испоставила рачун финансијском сектору за бројне слабости корпоративног управљања, посебно за неодговарајуће стратегије управљања ризицима и политике награђивања

²² Тиме је само потврђено правило, које важи за најмоћније финансијске компаније, да се профити приватизују, а губици социјализују. Конгрес је усвојио Програм за решавање проблематичне активе (ТАРП), са фондом за спашавање од 700 милијарди \$, откупом акција банака. П. Кругман оцењује да је банке требало спашавати, али уз бољу погодбу (већи удео у власништву) за пружену хитну помоћ. Спашавање је већ 2009. године повратило поверење инвеститора у хипотекарно тржиште. Опширније у П. Кругман, 118.

²³ Џ. Штиглиц наводи да банке „нису требале да пљачкају најсиромашније и најрањивије“. У похлепи која је захватила нацију нису постојала правила, укључујући ограничења за експлоатисање најслабијих у америчком друштву. Џ. Штиглиц, 149.

извршних менаџера, што је генерисало огромне репутационе ризике и појачану пажњу и скандализованост јавности.²⁴

Заиста, постојале су незамисливе и реално неоправдане диспропорције у примањима извршних директора и просечних зарада запослених. У 2005. години тај однос је достигао 262:1, а бонуси су исплаћивани, иако су банке бележиле губитке, или користиле субвенције државе. Укупна примања су укључивала основну зараду + годишњи новчани бонус + одређен број акција компаније + отпремнине + неновчане бенефиције (летовања, осигурање, авиони компаније и много другог). Бонуси су исплаћивани за краткорочне резултате, што је стимулисало преузимање све већих ризика на хипотекарном тржишту, све до коначног краха институције.²⁵ Коначно, укупни ефекти корпоративног управљања финансијских институција нису оправдали основне принципе и вредности (непристрасност, обавезе, транспарентност и одговорност), већ су довели до пада вредности њихових акција, губитака тржишне позиције и репутације, као и слома хипотекарног тржишта.²⁶

Манипулације и злоупотребе у инвестиционим банкама и компанијама, коришћењем принципа полуге – леверица, обогатиле су менаџере, довеле до банкротства и подриле стабилност укупног финансијског тржишта.²⁷ Покушаји привођења менаџера одговорности нису дали очекиване резултате услед више проблема:

- доказивање узрочно-последичне везе између деловања или неделовања менаџера и банкротства или губитака,
- доказивања кривице менаџера, као неопходног услова за покретање одговорности,
- утврђивање и доказивање обима штете, односно губитака,
- уништавање докумената од стране руководства, која би „сведочила“ о њиховој кривици,
- утврђивање савесности и испољавање концепције конфликта интереса (директног и индиректног),

²⁴ Милош Јанковић „Корпоративно управљање и тржиште капитала“, *Право и привреда*, бр. 5-8/2008.

²⁵ OECD Corporate Governance and Financial Crisis – Key Findings and Main Messages, June 2009, 15.

²⁶ Мирко Васиљевић, *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Београд, 2003.

²⁷ Џ. Штиглиц оцењује да у САД, акционари само номинално управљају компанијама, док реалну моћ имају менаџери, који често по својој жељи „бирају“ чланове управе. Вид. Џ. Штиглиц, Џ. (2013), 190.

- сагледавање „слабих места“ у законима, која нису увек јасна, прецизна и разумљива.

Све наведено захтева креирање и усвајање стандарда најбоље међународне праксе корпоративног управљања.

11. Изневерена очекивања од регулатора хипотекарног тржишта

Набујало хипотекарно тржиште развило се препуштено самом себи на (увећаном) глобалном терену за игру, при чему су правила игре (регулатива) остала неизмењена од пре више деценија, неприлагођена променама савремених тенденција на хипотекарном тржишту. За већину учесника и регулаторе хипотекарног тржишта, који су веровали у теорију ефикасног тржишта, недавна хипотекарна криза, као да је дошла без најаве и видљивих упозорења. То је постало јасно свима, тек када се „крчаг“ хипотекарног тржишта разбио и када су многи принципи „животног духа“ стављени на проверу.²⁸

Саморегулаторне банкарске организације нису положили испит из основних циљева свога постојања. Напротив, допринеле су стварању кризе штитећи своје профитне интересе, занемарујући заштиту интереса клијената. Највећи део субприме кредита је био одобран уз помоћ хипотекарних брокера на хипотекарном тржишту, чије деловање није било адекватно регулисано. Број хипотекарних брокера се био драстично повећао и достигао цифру од око 57.000. За разлику од кредитора, брокери највећи део своје провизије добијају унапред, као део трошкова одобравања кредита.

Лоше процењивање и регулисање хипотекарних хартија од вредности је пропуст регулатора секундарног тржишта (СЕЦ). Хипотекарне хартије од вредности су дуго биле привлачне за инвеститоре, будући да регулаторне агенције нису сугерисале да постоји разлог за опрез и забринутост. Такође, ФЕД је упорно тврдио да је хипотекарно тржиште здраво, не наговештавајући да су хипотекарне хартије од вредности проблематичан део финансијског тржишта. Прихваћена је либерална политика нереаговања све до тачке прегоревања тржишта, када је тек употребљена власт.

Просто је зачуђујуће да регулаторне институције нису биле стручне да уоче како хипотекарне хартије од вредности носе велику токсич-

²⁸ Вид. Џ. Акерлоф, Р. Шилер, *Животни дух – Како психологија човека покреће економију и због чега је то значајно за светски капитализам*, Београд, 2010.

ност и ризике, све док није порастао број принудних наплата хипотека и губитака учесника хипотекарног тржишта.

III Закључак

Хипотекарно тржиште не може функционисати као спонтан механизам. За његов ефективан и стабилан раст и развој неопходна је активна државна интервенција (регулаторна, контролна, дистрибутивна, подстицајна, социјална и др.). При томе, постоји велика повезаност тржишта некретнина, тржишта капитала и хипотекарног тржишта. Вековима хипотекарно тржиште се развијало доминантно као примарно (кредитно) тржиште, док се секундарно хипотекарно тржиште развило знатно касније (у САД, тек 1968. године), а у многим земљама, укључујући и Србију, још увек није формирано.

Савремени свет финансијских и хипотекарних тржишта доживео је драматичне промене у последњих неколико деценија. Радикално је промењен карактер финансијских тржишта у правцу измене односа тржишних сила и моћи државне регулације. Анализа историјског развоја хипотекарних тржишта показује да је том тржишту иманентна нестабилност. Може се рећи да је то цена коју друштво плаћа за прогрес економије и цивилизације. Такође, увек постоје и излази из криза, који доводе до промене хипотекарног система, обнављањем његових развојних потенцијала и ефеката на вишем нивоу.

Активности разнородних и многобројних учесника хипотекарног тржишта, као што је показала криза, биле су у несагласју са бројним законским и другим прописима, професионалним и етичким стандардима, што повлачи разне облике правне одговорности (грађанска, управна, кривична). Судска пракса бележи бројна нарушавања прописа, али је много више противправног деловања које не долази до судског разрешења. Тако се учесницима хипотекарног тржишта наноси непроцењива материјална и морална штета.

Минимизирање системског ризика и ефекта заразе финансијских криза је изузетно сложен задатак регулације. Постоји парадокс да држава регулише хипотекарно тржиште, али тиме истовремено штити интегритет тржишта, пружајући подршку и заштиту од инвестиционих губитака. Ради се, дакле, о тесној узајамној повезаности државе и хипотекарног тржишта и чињеници да до сада није пронађена алтернатива државној регулацији и супервизији.

На основу релевантне литературе и властитог професионалног искуства, посебно наглашавамо да је коначан успех регулатора резултат дијалектичког односа, тј. непрестане борбе између регулатора (политике) и тржишта (хипотекарног бизниса). Постоји парадокс да је Србија у 19. веку имала знатно напреднију хипотеку у односу на друге земље, са емисијом хипотекарних хартија од вредности и бољом заштитом хипотекарних дужника, а пре нешто више од једне деценије постављен је савремени правни оквир и инфраструктура за функционисање примарног, али не и секундарног хипотекарног тржишта. На примарном тржишту регистровани су проблеми НПЛ, посебно кредита у швајцарским францима, као и променљиве каматне стопе и друго. Прилика је да се извуку поуке из велике хипотекарне кризе и обезбеди даљи развој и регулисање националног хипотекарног тржишта, према стандардима најбоље међународне праксе.

Miloš JANKOVIĆ, PhD

Chairman of the Board at the Deposit Insurance Agency

MORTGAGE MARKET AND REGULATION IN CRISIS CONDITIONS

Summary

In this paper the author discusses the question of effectiveness of the mortgage market and government regulation. By ascertaining that the developed mortgage market is a complex multifunctional structure, both on the primary and the secondary levels, the author points out the irreplaceable role of government regulation in its development and stability. In that regard the author critically reviews numerous causes and multiple consequences of the mortgage crisis in the USA, which has led to the global financial crisis. The author especially points out the responsibility of professional market participants in breaking the law and the process of ascertaining the guilt for the caused damage, and in that context proposes stronger regulatory, judicial and other forms of investor and financial services user protections.

Key words: *mortgage market, regulation, crisis, losses, responsibility.*