УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ – СКОПЈЕ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ – СКОПЈЕ

ВЛИЈАНИЕТО НА СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА ВРЗ ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ НА РАЗВИЕНИТЕ И ТРАНЗИЦИОНИТЕ ЕКОНОМИИ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНА ФИНАНСИСКА КРИЗА

THE IMPACT OF THE PROCESS OF SECURITIZATION ON THE FINANCIAL SYSTEM OF THE DEVELOPED AND TRANSITIONAL ECONOMIES IN TERMS OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Докторска дисертација

Ментор:
Проф. д-р Владимир Филиповски

Изработил:
м-р Радица Дишлиеска

Скопје, 2013

АПСТРАКТ

Долгорочниот период на експанзија на пазарот на домување во САД, базиран на процесот на секјуритизацијата на хипотеки, претставува предуслов за појава на нови, структурирани производи. Врз основа на трансформацијата на високоризичните хипотеки во комплексни деривативни хартии од вредност и нивна продажба, беше обезбедено зголемување на фондовите за нови заеми. Од друга страна, спроведувањето на лабава монетарна политика од страна на Системот на федералните резерви предизвика создавање прекумерна ликвидност и неселективност при одобрувањето на кредити и го означи почетокот на глобалната ликвидносна криза. Предмет на интерес на докторската дисертација претставуваат развојните етапи на глобалната финансиска криза, државната интервенција за санирање на ефектите на кризата и регулаторните политики во насока на надминување на кризата.

Во текот на 2008 година беше утврдено прелевање на финансиската криза и во остатокот на светот, што се манифестираше преку значителни негативни ефекти на финансиските пазари, кои беа одраз на повторливите настапи на финансиска нестабилност, како и пропаѓањето на Бретонвудските фиксни девизни курсеви, што предизвика зголемување на нерамнотежата во надворешните плаќања. Врз основа на тоа, обврска на креаторите на економската политика во развиените и транзиционите економии претставува дополнителното зацврстување на регулативата во доменот на финансиската сфера и корпоративното управување, проширување во сегментот на нерегулирани финансиски институции и добивање неопходна меѓународна димензија.

На светската економија ѝ се наметна потребата од имплементирање нова парадигма, како замена за старата која беше базирана на фактот дека финансиските пазари се насочени кон остварување еквилибриум, што претставува фиктивен аргумент, при што тековните проблеми треба да се припишат на фактот дека меѓународниот финансиски систем започна да се развива врз основа на една нова парадигма.

Клучни термини: глобална финансиска криза, секјуритизација, хартии од вредност врз основа на хипотека, хипотекарни заеми, хипотекарен пазар, финансиски деривати, свопови за кредитна несолвентност

ABSTRACT

The perdurable period of housing market expansion in the USA based upon mortgage securisation process is a prerequisite for the occurrence of new, structured products. New loan funds increase was provided with the transformation of highly hazardous mortgages into complex derivational securities and their sale. However the relaxed policy of the Federal Reserves System caused extensive liquidity and nonselectiveness during credit approval and marked the commencement of global liquidity crisis. The subject of this dissertation encompases the following issues: developmental stages of the global financial crisis, state interventions for coping with crisis effects and regulatory policies for overcoming the crisis effects.

During 2008, the financial crisis has been established to have affected the rest of the world which instigated considerable negative impacts upon financial markets which reflected repetitive episodes of financial instability as well as the crash of Bretton Wood's fixed exchange rates which enhanced the imbalance of foreign payments. In this perspective the economic policy creators in developed and transitional economies have the responsibility to strengthen the financial regulative within the financial domain and corporative management, along with expansion of the field of unregulated financial institutions and provision of much needed international dimension.

The world economy now needs to implement a new paradigm to replace the old, which was based upon the fact that financial markets aim at equilibrium state, which poses a fictitious argument, thus tracing the current issues down to the fact that the international financial system initiated its development on the grounds of this new paradigm.

Key terms: global financial crisis, securitization, mortgage-backed securities, mortgage loans, mortgage market, financial derivatives, credit default swaps

СОДРЖИНА

ВОВЕД 7

I. ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА 2007 – 2008 ГОДИНА И НЕЈЗИНИТЕ ЕФЕКТИ ВРЗ ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ 10

1.1. Извори и карактеристики на глобалната финансиска криза 2007 - 2008 година 11

1.2. Еволуција, т.е. развојни етапи на глобалната финансиска криза 14

1.3. Макроекономските политики како причини за појава на глобалната финансиска криза 18

1.4. Финансиските иновации, дерегулацијата и финансиската нестабилност 26

1.5. Ефектите на кризата врз банкарските системи и државната интервенција за нивно санирање 34

1.6. Кризата на хипотекарните пазари 47

1.7. Шпекулативните активности при одобрување на хипотекарните заеми 53

1.8. Спроведување на секјуритизацијата со употреба на хипотекарни хартии од вредност (MBS – Mortgage Backed Securities) 56

1.9. Одговорот на финансиската регулација на кризата 58

II. ВЛИЈАНИЕТО НА СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА ВРЗ ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ НА РАЗВИЕНИТЕ ЕКОНОМИИ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНА ФИНАНСИСКА КРИЗА 65

1. Влијанието на секјуритизацијата врз финансискиот систем на САД во услови на криза 66

1.1. Кредитниот ризик како предизвик на светското глобално стопанство 66

1.2. Функционирањето на институциите на финансискиот систем на САД во услови на глобална финансиска криза 73

1.2.1. Банки и штедилници 74

1.2.2. Осигурителни компании 79

1.2.3. Финансиски компании 81

1.2.4. Претпријатија за посебна намена 84

1.2.5. Инвестициони менаџери и пензиски фондови 85

1.2.6. Хеџ фондови 90

2. Влијанието на секјуритизацијата врз економијата на САД 92

2.1. Историја на финансирање во секторот домување 92

2.2. Поим и видови на хипотекарни хартии од вредност на пазарот на САД 96

2.2.1. Карактеристики на хипотекарните хартии од вредност на пазарот на ХВ во САД 96

2.2.2. Механизам за одобрување на хипотекарните заеми од страна на комерцијалните банки во Соединетите Американски Држави 105

2.2.3. Ризици поврзани со хипотеките и хипотекарните производи во САД 107

2.3. Пазарот на хипотекарни хартии од вредност во САД 110

2.3.1. Создавање различни типови хипотекарни хартии од вредност 111

2.3.2. Тргување со хипотекарните хартии од вредност 113

2.4. Спроведување на процесот на секјуритизација врз основа на употреба на хипотекарни хартии од вредност во САД 119

2.5. Зголемување на нивото на ризичност на хипотекарните пазари 123

2.6. Кредитна експлозија на банките во САД 135
2.7. Финансиската дерегулација и справувањето на монетарната политика со ценовните балони на финансиските пазари 143
2.8. Односот помеѓу секјуритизацијата и хипотекарната криза во САД 152
2.9. Принципите на координираниот глобален регулациски одговор на кризата 159
3. Влијанието на финансиските деривати врз појавата и развојот на финансиската криза 162
3.1. Типови на финансиски деривати 162
3.1.1. Форварди (Forwards) 164
3.1.2. Фјучерси (Futures) 167
3.1.3. Свопови (Swaps) 172
3.1.4. Опции (Options) 180
3.1.5. Кредитни деривати 191
3.1.6. Кредитни свопови 195
3.2. Деривати и премии и нивна примена 207
3.3. Ризици кои произлегуваат од финансиските деривати и управување со истите 209
3.4. Влијанието на пазарите на финансиски деривати врз појавата на финансиската криза 214
4. Влијанието на секјуритизацијата врз пазарот на обврзници во ЕУ во услови на глобална финансиска криза 221
4.1. Трендови во развојот на пазарите на обврзници во Европа 221
4.2. Развој и интегрирање на европските пазари на обврзници 223
4.3. Карактеристики и трендови на развој на европскиот пазар на обврзници 226
4.3.1. Односот помеѓу меѓународните и домашните должнички хартии од вредност во рамките на Европската Унија 226
4.3.2. Обем на нето емисијата на меѓународните должнички хартии од вредност 228
4.3.3. Еволутивен развој на роковите на достасување на должничките хартии од вредност 229
4.3.4. Емисија на обврзници со исклучително долг тековен рок на достасување 231
4.3.5. Колатерализирани обврзници и секјуритизиран долг 233
5. Влијанието на секјуритизацијата која базира врз употребата на хипотекарни хартии од вредност врз економијата на Велика Британија 235
5.1. Еволутивниот развој на секјуритизацијата во Велика Британија 235
5.2. Процесот на секјуритизација во Велика Британија 236
5.3. Спроведување на процесот на секјуритизација што базира на употреба на хипотекарните хартии од вредност 239
5.3.1. Поим за хартии од вредност покриени со станбени хипотеки 240
5.3.2. Регулација на пазарот на хартии од вредност покриени со станбени хипотеки во Велика Британија 241
5.3.3. Развој на глобалната финансиска криза во Велика Британија 253
5.3.4. Последиците од глобалната финансиска криза врз стопанството на Велика Британија 262

6. Влијанието на дериватите врз економијата на Велика Британија во услови на финансиска криза ... 265
6.1. Дериватите за недвижности како инструмент за управување со ризикот во секторот за недвижности во Велика Британија ... 265
6.2. Структурирани свопови ... 272
7. Анализа на влијанието на процесот на секјуритизација врз финансиските системи на САД и Велика Британија во услови на глобална финансиска криза ... 276
III. ВЛИЈАНИЕТО НА СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА ВРЗ ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ НА ТРАНЗИЦИОНИТЕ ЕКОНОМИИ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНА ФИНАНСИСКА КРИЗА ... 288
1. Положбата на станбеното финансирање во Полска во услови на глобална финансиска криза ... 289
1.1. Политиката во секторот домување во транзициониот период во Полска ... 289
1.2. Еволутивен развој на финансиските институции во Полска ... 291
1.3. Достапност на хипотекарните кредити кај комерцијалните банки во Полска ... 293
1.4. Видови хипотекарни заеми и услови на одобрување во Полска ... 300
2. Влијанието на секјуритизацијата базирана на употребата на хипотекарни хартии од вредност врз економијата во Полска во услови на глобална финансиска криза ... 303
2.1. Почетоците на секјуритизацијата во Полска ... 303
2.2. Структура на процесот на секјуритизација во Полска ... 305
2.3. Хипотекарните хартии од вредност како доминантна категорија на средства врз која се темели секјуритизацијата во Полска ... 307
2.4. Претпријатија кои вршат емисија на секјуритизираните хартии од вредност во Полска ... 308
2.4.1. Претпријатија за посебна намена ... 309
2.4.2. Секјуритизациони фондови ... 310
2.5. Предизвици и ограничувања во развојот на секјуритизацијата во Полска ... 311
3. Состојбата на пазарот на хипотекарно позајмување во Полска во услови на глобална финансиска криза ... 314
3.1. Анализа на пазарот на хипотекарни заеми во Полска ... 314
3.2. Влијание на основните фактори врз состојбата на пазарот на недвижности во Полска ... 316
3.3. Влијание на кризата врз пазарот на недвижности во Полска ... 318
3.4. Идните перспективи на пазарот на хипотекарни заеми во Полска ... 321
4. Станбеното финансирање и хипотекарниот пазар во Словенија во услови на глобална финансиска криза ... 325
5. Секјуритизацијата во Република Македонија – состојби, перспективи и ограничувања ... 331
5.1. Секјуритизацијата на дел од јавниот долг во Република Македонија – структурни државни обврзници ... 331
5.1.1. Обврзници за старо девизно штедење ... 335
5.1.2. Обврзници за денационализација ... 336
5.2. Значењето на пазарот на структурни државни обврзници на македонскиот пазар на капитал ... 339
5.3. Пазарот на хипотекарно позајмување во Република Македонија ... 347

5.3.1. Станбено банкарско кредитирање 347
5.3.2. Програма на станбено кредитирање во која државата се јавува како гарант.....351
5.4. Резултати од анализите на детерминантите на цените на становите во РМ и пазарот на недвижности 359
5.5. Ефектите на глобалната финансиска криза и рецесијата во развиените земји 2007 – 2009 година врз финансискиот сектор на РМ 363
5.6. Ограничувања и перспективи за процесот на секјуритизација во Република Македонија 369
6. Хипотекарното финансирање во транзиционите економии: ограничувањата и можните насоки за развој 377
6.1. Периодични проблеми во функционирањето на хипотекарните пазари во транзиционите економии 377
6.2. Видови на хипотекарни системи проучувани во земјите во развој 383
6.3. Совладаните лекции и примена на некои стратешки приоритети..... 389
ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА..... 392
АНЕКСИ 412
РЕЧНИК НА ИЗРАЗИ 413
БИБЛИОГРАФИЈА..... 417

ВОВЕД

Последните неколку децении претставуваат период на револуционерни промени на светските финансиски пазари и институции. Финансиските иновации претставуваат движечка сила која го насочува финансискиот систем кон поголема економска ефикасност. Тие се јавуваат поради профитните можности кои се создаваат како резултат на неефикасноста и некомплетноста на финансиските пазари. За да се појават финансиски иновации, потребно е да настанат промени во економскиот амбиент, меѓу кои најголемо влијание имаат следниве: промени во даночните прописи, технолошки напредок, променливи и нестабилни каматни стапки и девизни курсеви, промени во нивото на економската активност, промени во регулативните правила и напредок во финансиската теорија.

Секјуритизацијата (securitization), ја претставува веројатно клучната финансиска иновација која се појави во последно време. Секјуритизацијата инволвира земање на некој неликвиден финансиски инструмент, каков што е, на пример, заем за купување куќа, групирање поголем број такви заеми и издавање ликвиден финансиски инструмент (хартии од вредност) врз основа на тие заеми.

Практиката на секјуритизацијата започна со емитирање на хартии од вредност врз основа на хипотекарни станбени заеми во 1970 година во САД од страна на Федералната национална хипотекарна асоцијација (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae). Но, секјуритизацијата не запре кај хипотекарните заеми: секјуритизацијата на автомобилските и студентските заеми започна во средината на 80-тите години. Практиката се прошири и на други земји, поттикната од капиталните стандарди наметнати на комерцијалните банки. Првата јавна секјуритизирана зделка во Велика Британија, склучена во 1987 година, изнесуваше 1 милијарда британски фунти, а беше базирана на хипотекарни станбени заеми. Секјуритизацијата во Полска е од релативно понов датум, при што по донесување на законските решенија за спроведување на секјуритизацијата во Полска од 2004 година, започна процесот на извршување на првите секјуритизациони зделки. Покрај тоа, беше евидентирано спроведувањето на процесот на секјуритизација и на територијата на Република Словенија.

Конечно, во Република Македонија, првата форма на специфична секјуритизација беше претворањето на таканаречените „замрзнати штедни влогови“ од времето на СФРЈ во обрзници емитирани од македонската држава во 2000 година.

Генезата на глобалната финансиска криза од 2007/2008 година води потекло од Соединетите Американски Држави, каде беа оформени комплексни финансиски структури – структури кои сè уште не започнале да функционираат во транзиционите економии, како што е македонската економија, што недвосмислено го потврдува фактот дека регионот во голем обем успеа да го избегне директното влијание на глобалната финансиска криза. Наспроти фактот дека кризата започна како криза во финансискиот сектор, првенствено на подрачјето на Соединетите Американски Држави, а потоа се прошири и на подрачјето на Европа, денес економските експерти се едногласни во ставот дека не се работеше единствено за финансиска криза којашто го потресе светот. Впрочем, во низа случаи, финансискиот сектор во транзиционите економии не беше сериозно погоден од негативните влијанија на глобалната финансиска криза, иако речиси сите пазари во транзиционите економии, во најдобар случај беа соочени со опаѓање на клучните макроекономски варијабли.

Како што може да се согледа, транзиционите економии беа погодени од мноштво фактори, како резултат на глобалното опаѓање на економската активност. Оваа состојба се манифестираше: прво, преку намалување на трговијата; второ преку затегнување на ликвидноста на дел од домашните финансиски пазари и трето, преку редуцирање или забавување на девизните дознаки од странство.

Централните банки и владите ширум светот беа принудени да применат вонредни мерки за да ја сочуваат финансиската стабилност, со цел ублажување на негативните влијанија на финансиската криза врз своите економии. Прв чекор што беше преземен во насока на обезбедување поголем степен на ликвидност се состоеше од проширување на обемот на колатерали со улога на гаранција за обезбедување од ненавремено исполнување на обврските на должниците кон своите доверители.

Поради тоа целта на докторската дисертација е да даде одговор на кредитната криза од 2007 година, да објасни зошто економијата во глобални рамки, а особено економијата на САД, како потенцијално жариште на почеток на кризата и понатамошно прелевање во остатокот од светот, се најде во ситуација на привидно бесконечно долга колона на

креирање меури во вредноста на средствата што беа проследени со разорни кредитни нарушувања. Покрај тоа целта на дисертацијата е да го објасни процесот на создавање на циклусите и причините за преземање соодветни мерки во политиката, кои подоцна доведоа до поголемо влошување на целокупната економска активност. Во крајна линија, дисертацијата ќе ги елаборира и решенијата, оние кои беа дискутирани и оние кои беа имплементирани, а кои придонесоа за надминување на разорните ефекти на глобалната финансиска криза и повторно заживување на светската економија.

Материјалот што се обработува во докторската дисертација, под наслов ***„Влијанието на секјуритизацијата врз финансискиот систем на развиените и транзиционите економии во услови на глобална финансиска криза“*** претставува интегрален поглед на материјата, поврзана со согледување на односот помеѓу секјуритизацијата како современ начин на финансирање врз финансиските системи на развиените и транзиционите економии, од една страна и глобалната финансиска криза и начините за нејзино надминување, од друга страна и е компонирана од три тематски целини кои се однесуваат на специфичноста од спроведување на секјуритизацијата во услови на глобална финансиска криза и практична примена на совладаните лекции и стратешки приоритети во нејзиното надминување.

I. ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА 2007 – 2008 ГОДИНА И НЕЈЗИНИТЕ ЕФЕКТИ ВРЗ ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ

1.1. Извори и карактеристики на глобалната финансиска криза 2007 – 2008 година

Длабоките корени на глобалната финансиска криза се поврзани со капиталните одливи кај доминантен дел од транзиционите пазари, како последица на азиската и руската финансиска криза од 1997/98 година и соодветното зголемување на ликвидноста во земјите со растечки вишоци во тековната сметка.

Кризата влече корени од идиосинкратската комбинација на макроекономските процеси и институционалните фактори на микро ниво, кои доминираа пред нејзиното отпочнување во 2007 година. Во групата макроекономски фактори-иницијатори на кризата се вклучени: монетарната експанзија во Соединетите Американски Држави, големите капитални приливи на берзата во САД од големите земји-штедачи, експанзија на цените во домувањето на САД и зголемената задолженост на американските домаќинства. Во групата институционални карактеристики се опфатени: рапидното зголемување на секјуритизацијата на средствата придружена од финансиските иновации, т.е. развојот на нови структурни финансиски производи, појавата на хеџ фондови, како и посредничките и структурираните инвестициони претпријатија (structured investment vehicles); грешка во проценката на кредитниот ризик и моделите за вреднување на средства; несоодветни рамки за финансиска супервизија и регулација.

Монетарната експанзија во САД се темели врз претпоставката дека незапаметениот раст на продуктивноста кон крајот на 1990-тите и почетокот на 2000-тите не беше усогласен со прилагодените плати и трошоци. Поради тоа беше неинфлаторен. Монетарната експанзија доведе до повисоки нето каматни маргини на банките. Трошокот на финансирање на банките, кој како основа ја зема стапката на федерални фондови, беше значително понизок од 30-годишната хипотекарна стапка во тоа време. Кога федералните резерви започнаа да водат позатегната политика кон средината на 2004 година, банките значително ги намалија профитните маргини. Со цел да се одржи активноста на долгорочно кредитирање во присуство на растечкиот пазар на домување, банките прибегнаа кон финансиски иновации.

Пред 2006 година пазарот на домување во Соединетите Држави уживаше долг период постојана експанзија, во голем обем потпомогната со секјуритизацијата на хипотеки, како и со појавата на нови, структурирани производи. Врз основа на трансформацијата на високоризичните хипотеки во комплексни деривативни хартии од вредност и нивна

продажба, беше обезбедено зголемување на фондовите за нови заеми. Една од карактеристиките на успехот постигнат на пазарот на домување во САД е брзиот пораст на новите станови во приватна сопственост од месечно ниво од 798 илјади на почетокот на 1991 година, до врвот од 2273 илјади во јануари 2006 година.

Истовремено, бројот на новопродадени еднособи станови се зголеми од 401 илјада во јануари 1991 година, на 1389 илјади во мај 2005 година. Очигледно, изградбата на нови станови продолжи да расте во периодот од мај 2005 до јануари 2006 година, но реалното купување нови станови опадна. Од поединечните највисоки нивоа до јуни 2008 година, почетокот на изградбата на станови и продажбата на нови станови се намали за половина. Исто така, продажбите на постоечките домови опаднаа од месечниот просек од приближно 7.1 милиони единици во 2005 година, на 4.8 милиони во јуни 2008 година.

Очигледно бумот на цените во домувањето се совпадна со експанзивната монетарна политика на федералните резерви. Креаторите на политиката го одржаа бенчмаркот на стапката на федералните фондови на 1% од јули 2003 до јули 2004 година. Потоа, под новото водство на Бернанке, федералните резерви започнаа да водат порестриктивна политика, со константен пораст на стапката на федералните фондови до ниво од 5.25% во јануари 2007 година. Стапката на бенчмаркот беше задржана на тоа ниво до јули 2007 година, предвечерието на започнувањето на кризата на хипотеки со слаб квалитет. Оттогаш стапката беше намалена на тековно ниво од 2% во неколку чекори. Стана јасно дека во текот на периодот од 2001 до 2005 година федералните резерви создадоа прекумерна ликвидност, што предизвика појава на неселективност при одобрувањето на кредити и почеток на глобалната ликвидносна криза.

Како резултат на исклучително ниските трошок на финансирање во текот на обилниот ликвидносен период, финансиските институции уживаа високи профитни маргини на хипотекарните заеми поради широкиот распон на хипотекарните стапки над стапките на федералните фондови. Политиката на евтини пари и бумот во домувањето се сметаат како дополнителен мотив за преземање поризични кредитни пласмани од страна на банките. Основата на хипотекарното позајмување беше проширена за да ги опфати и позајмувачите со послаб квалитет, а тактиката на позајмување стана поагресивна врз основа на понудата на иницијално ниски каматни стапки или платежни опции. На глобално ниво беше утврдено прекршување или занемарување на стандардните критериуми за одобрување на

кредити кои се засноваа на максималните нивоа на показателите за вкупните должнички услуги за позајмувачите на хипотеки. Ризикот од неизвршување на обврските не предизвика зголемена загриженост како последица на отсуството на мотивот за евидентирање на заемите на сопствениците на хипотеки во билансите на состојба. Поради тоа настана непредвидена експанзија на високоризичните нетрадицонални хипотекарни заеми. Повисокиот обем кредитни активности беше поддржан со комплексна секјуритизација на хипотеки. Соодветните облигации покриени со заеми[1] беа продадени обезбедувајќи средства за нови заеми, што го зголеми доходот од банкарска провизија.

Во целина кризата на нискоквалитетни хипотекарни заеми претставува резултат на специфичното дејство на макроекономските услови и микроекономските системски грешки. Макроекономските причинители на кризата се однесуваат на презаситеноста на глобалните заштеди и прекумерната ликвидност создадена од федералните резерви, како и од некои други централни банки. Врз основа на вишокот на понудата на кредити базирани врз банкарската секјуритизација на средствата, беше утврдено зголемување на ликвидноста.

Како резултат на ниските приходи на безризичните владини обврзници, беше зголемена побарувачката на инвеститорите за високо доходовните облигации покриени со заеми. Микроекономските слабости се однесуваа на проширувањето на хипотекарните заеми со слаб квалитет, во комбинација со зголемениот обем прекршоци на стандардните сигурносни бенчмаркови кај вкупните должнички услуги, прикриената информациона асиметрија за инвеститорите во облигациите покриени со заеми во однос на ризикот од неплаќање на хипотеките, грешките на рејтинг агенциите при кредитната проценка на хартиите од вредност и прекумерната ликвидност на банките.

[1] Според дефиницијата, облигациите покриени со заеми претставуваат широка категорија на структурирани кредитни инструменти изведени од пулови на основни средства како заеми, корпоративни обврзници, хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства или хипотекарни хартии од вредност. Овие средства се поделени на транши со различен степен на кредитен ризик: транши од највисок ранг (рангирани со ААА), транши од среден ранг (рангирани од АА до ВВ) и нерангирани транши (означени како токсична загуба).

1.2. Еволуција, т.е. развојни етапи на глобалната финансиска криза

Пред почетокот на финансиската криза беше утврдено занемарување на макро и микроекономските иницијатори на кризата на нискоквалитетни хипотекарни заеми, комбинирани со системските слабости при проценката на ризикот и управувањето. Како резултат на ориентираноста на федералните резерви кон затегнување на политиката, беше намален распонот на каматните стапки на облигациите покриени со заеми во однос на владините хартии од вредност, што предизвика намалена атрактивност на овие деривати за глобалните инвеститори. Од друга страна, повисокото ниво на каматните стапки на хипотеките со прилагодлива стапка предизвика исклучително висока стапка на неизвршување на обврските и постапки на одземање на домовите. Одземањето на сопственоста на домовите во САД порасна за приближно 1.3 милиони во 2007 година, т.е. пораст од 79% во однос на 2006 година, при што 43% од сите одземања беа поврзани со хипотеките со прилагодлива стапка од слаб квалитет. Како резултат на тоа кредитната активност на хипотекарниот пазар нагло опадна. Врз основа на пренесените негативни последици од влошената состојба на пазарот на домување на пазарот на пари, беше зголемен обемот на краткорочните средства кај банките и останатите финансиски институции. Како одговор на тоа банките натрупаа готовина и меѓусебно повлекуваа кредити, каде зголемените LIBOR стапки придонесоа за кредитно затегнување. Кредитната криза предизвика општо намалување на довербата. Зголемениот трошок на финансирање, како и деградирањето на финансиските институции во одредени ситуации, доведоа до ограничување на способноста на посредничките и структуираните инвестициони претпријатија за емисија на комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства.[2] До септември 2007 година пазарот на комерцијалните хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства стана целосно неликвиден. Паралелно со згаснување на процесот на финансирање, настана и опаѓање на вредноста на средствата на структуираните инвестициони претпријатија, пад на цените во секторот за домување во

[2] Посредничките и структурираните инвестициони претпријатија се фондови под спонзорство на банките и инвестиционите фирми, со цел позајмување пари на краток рок врз основа на емисија на комерцијални хартии од вредност и употреба на приходите за инвестирање во долгорочни високоприносни хартии од вредност, врз основа на нехипотекарни средства или облигации покриени со заеми. Во случај на опаѓање на вредноста на долгорочните хартии од вредност во сопственост на структурираните инвестициони претпријатија под вредноста на продадените краткорочни хартии од вредност, постои можност за појава на ризик на солвентност.

САД и зголемена несолвентност на структуираните инвестициони претпријатија.

Првата етапа на кризата се совпаѓа со почетокот на кризата на нискоквалитетни хипотекарни заеми на 17 август 2007 година, како одговор на колапсот на двата хеџинг фондови во сопственост на Bear Stearns, кои имаа огромна изложеност на хипотекарни хартии од вредност. Во исто време трите европски инвестициони фондови не беа во можност да ги вреднуваат средствата поврзани со хипотеките со послаб квалитет, поради соочувањето со неочекувана неликвидност на овие пазари. Со употреба на фондовите беше оневозможен спасот, што предизвика панична реакција на пошироките пазари. На 20 август 2007 година распонот на евродоларските депозитни сертификати се искачи на 240 базични поени – ниво што претходно беше остварено единствено за време на берзанската криза во 1987 година. Наредната ликвидносна инјекција од страна на федералните резерви помогна да се намали распонот на евродоларските депозитни сертификати на околу 100 базични поени во октомври 2007 година. Следниот чекор во насока на намалување на распонот се состоеше во иницијалните отпишувања на загубите на банките, но единствено на заемите од послаб квалитет.

Втората етапа започна на 17 декември 2007 година, кога стана евидентно дека финансиската криза се прошири и кај останатите кредитни средини и го прошири опсегот на финансиските институции. На 11 декември 2007 година распонот на евродоларските депозитни сертификати достигна 221 базични поени. Огромното намалување на стапката на федералните фондови од страна на федералните резерви, во периодот од декември 2007 до февруари 2008 година, не придонесе за запирање на проширувањето на кризата. Притоа несомнено е дека растечкиот обем на пазарот и кредитните ризици се конвертираа во ликвидносни и двојни ризици. Ефектите на ваквото конвертирање доведоа до сериозни последици за институциите, со огромна изложеност на хипотекарниот пазар со послаб квалитет, особено оние кои пропуштија да го зголемат капиталот и да го намалат прекумерниот левериџ. Проширувањето на кредитниот ризик наметна експанзија на своповите за кредитна несолвентност, т.е. неконсолидираните деривати, со истовремено опаѓање на консолидираните деривати, како што се облигациите покриени со заеми.[3] Забележителниот пораст на двојниот ризик доведе до обемни загуби кај големите дилери

[3] Вкупната хипотетична вредност на своповите за кредитна несолвентност се зголеми од 10 трилиони долари во јуни 2005 година на 62 трилиони долари на крајот на 2007 година.

на деривати, како што беше случајот со Bear Stearns.

Третата етапа на кризата ги опфати евродоларските депозитни сертификати. Како резултат на загубите на хипотекарниот пазар на деривати и двојно зголемениот ризик, беа забележани сериозни ликвидносни проблеми кај банките. Оваа состојба предизвика масовно извршување на обврските на Bear Stearns на 13 и 14 март 2008 година. Последиците од Bear Stearns го зголемија распонот на евродоларските депозитни сертификати на 204 базични поени на 19 март 2008 година.

Трите различни етапи во распонот на евродоларските депозитни сертификати беа предизвикани од различни и особено комплексни фактори. Нивната комплексност го одразува проширувањето на обемот и консеквентните ефекти на кризата на нискоквалитетни хипотекарни заеми на други кредитни категории и глобалните финансиски институции. Овие три карактеристични експлозии овозможија идентификација на иницијалните фази на финансиската криза, со реалокација на капиталот во стоковни фјучерси што ја одбележуваат наредната фаза.

Четвртата етапа на кризата, т.е. кризата на стокови фјучерси, започна на почетокот на 2008 година. Откако глобалните инвеститори беа изложени на големи загуби на облигациите покриени со заеми и другите деривати, како и на хартиите од вредност на финансиските институции беше извршен трансфер на дел од средствата во стоковни фјучерси, врз основа на фактот дека е утврдена застарена позиција на пазарите на фјучерси.[4] Тоа беше случај со бројни стоковни фјучерси на пазарот, особено со пазарот на фјучерси на сурова нафта.

Имено, се смета дека инвеститорите и шпекулаторите се потпираа на силни мотиви при купување на фјучерс договорите, чии акции придонесоа за зголемување на цената на фјучерсите до највисоко очекуваната спот-цена. Како резултат на тоа, кај цените на фјучерсите на нафта на NYMEX беше утврдено приближно двојно зголемување од 75 долари по барел на почетокот на октомври 2007 година до ниво од 147 долари на 11 јули 2008 година.

[4] „Нормално задоцнување“ на пазарот на фјучерси настанува кога цената на стоката за испорака на фјучерсот е под очекуваната спот цена. Со оглед на фактот дека цената на фјучерсите конвергира кон очекуваната спот цена, шпекулантите заземаат „долга нето“ позиција, под претпоставка на зголемени цени на фјучерсите. Спротивната ситуација е базирана на пазари со одложена испорака, каде очекуваната спот цена е пониска од цената на фјучерсите.

Зголемениот пазарен ризик, заедно со продлабочените ликвидносни проблеми во глобалниот банкарски сектор, доведе до отпочнување на петтата етапа од кризата, т.е. замрзнување на банкарската ликвидност и бегството кон сигурност на инвеститорите. Во оваа етапа кризата на средствата се помести кон државната благајна на САД и во одреден обем кон златото. Постепеното влошување на ликвидноста во глобалниот банкарски сектор, придружено со парализирањето на пазарот за комерцијални хартии од вредност, го достигна својот врв на 29 септември 2008 година. Притоа од страна на Домот на пратеници на САД беше одбиена почетната верзија на планот за спас на финансиските институции, поддржана од секретарот на државната благајна Хенри Полсон. Како одговор на тоа берзата доживеа пад и индексот на волатилност на пазарот на акции (VIX) достигна ниво од 47.[5] Зголемениот пазарен ризик ги поттикна инвеститорите да ги вложат средствата во државни обврзници, чии приноси значително опаднаа во текот на целокупната структура на доспевање. Соодветно на тоа американскиот долар апресира во однос на водечките валути и цената на златото се зголеми за 3.3%. Двојниот ризик во банкарскиот сектор, заменет со распонот на евродоларските депозитни сертификати, достигна нов врв од 464 базични поени на 10 октомври 2008 година. И покрај одобрението на Конгресот за ревидиран пакет за спас на почетокот на октомври, грижата за пазарниот притисок и влијанието на замрзнувањето на комерцијалниот пазар на хартии од вредност врз реалната економија не го заштитија понатамошното подлабоко бегство кон сигурност на инвеститорите.

Петте етапи на актуелната финансиска криза се следните:

1. почетокот на кризата на нискоквалитетни хипотекарни заеми;
2. проширување на кредитниот ризик во комбинација со зголемените загуби на финансиските институции;
3. експлозија на ликвидносната криза врз основа на отворената стечајна постапка врз Bear Stearns и проширување на ефектите на зараза на другите инвестициони банки со слични портфолио карактеристики;
4. ценовната криза на стоките;

[5] VIX – Индексот на волатилност на Одборот на берзата на опции во Чикаго се однесува на волатилноста на 30-дневен форвард од индексот на опции S&P 500. Имено, овој индекс ги мери очекувањата за волатилност на пазарот за наредниот месец.

5. замрзнување на состојбата на кредитните пазари, што предизвика масовно бегство кон сигурност на инвеститорите.

1.3. Макроекономските политики како причини за појава на глобалната финансиска криза

Од почетокот на октомври 2008 година намалувањето на активноста на пазарите на хартии од вредност над 50% и процесот на опаѓање на вредноста на финансиските пазари ја погоди економијата ширум светот со остри падови на агрегатната побарувачка, трговијата и производството. Додека креаторите на политиката се обидуваа да ги стабилизираат финансиските пазари и запрат падот на економската активност, се наметна дискусијата за причините за појава на оваа состојба и неопходните промени во политиките и правилата на финансиските пазари, со цел да се избегне повторување на катастрофалните настани.

Ако се тргне од дијагнозата дека кризата предизвика разединување на светот, зголемениот степен на изложеност на ризик на работните места на граѓаните и барањето за подмирување на обврските на даночните обврзници, наметнаа дополнителни притисоци врз парламентите за санкционирање на банкарите и наметнување цврсти ограничувања на пазарите на капитал; при што консултантските и адвокатските групи беа насочени кон заземање цврст став по однос на политичките совети, со елаборација на долги листи на нови правила со цел корегирање на листите на пазарни неуспеси. Политичарите трагаа по жртви кои ќе бидат презентирани пред јавноста, со цел да ги сокријат своите неуспеси при спроведување на контролата врз финансиската индустрија.

Економистите вклучени во креирањето на политиката укажаа на поволните услови за дејствување, со лобирање моќ во услови на намален обем на услуги на финансиската индустрија. Имено, постоеше реална опасност дека мноштвото нови правила формулирани на ограничена основа ќе го онеспособат функционирањето на пазарите на капитал, ќе ги ограничат инвестиционите текови и ќе го загрозат заздравувањето на економската активност.

Во реалноста беше потребно да се преземат итни мерки за запирање на маѓепсаниот круг на опаѓање на цените на пласманите и зголемените загуби на финансиските организации, кои ја заостручаа кредитната криза и генерираа уште полоши економски

вести во насока на поттикнување на наредeн круг на опаѓање на цените на пласманите. Под притисок на акционерите и регулаторите, од страна на финансиските организации беа воведени сопствени мерки насочени кон дел од пропустите при контрола на капиталот и управување со мотивите, со разорни ефекти врз нивниот капитал.

Поради тоа новите правила на креаторите на политиката и регулаторите треба да бидат донесени на цврста основа, со целосна ревизија на регулаторната архитектура и утврдување на сегментите каде е неопходно воведување значајни промени. Основната цел на новите правила е поставување бариери за неодговорното позајмување и шпекулација, како и одржување на користите од фунционирањето на отворените и флексибилни пазари на капитал.

Финансиската нестабилност претставува резултат на дестабилизацијата на макро-финансиските политики, особено во Соединетите Држави, наспроти основата на континуирана нерамнотежа во меѓународните плаќања, што предизвика исклучително високо ниво на акумулација на финансиски средства и обврски ширум светот. Оттука, постои мал сомнеж дека проблемот ќе трае сè додека не се прифати одредена финансиска дисциплина која ќе се однесува на клучните учесници во однос на спроведување на монетарната, фискалната и девизната политика. Во тој контекст Европа може да извлече значителна корист од зголемената меѓународна улога на еврото, но тоа зависи првенствено од нејзината подготвеност да емитува голем обем еврообврзници.

Во последните три декади цените на најзначајните пазари на пласмани достигнаа огромни и непроценливи девијации од „фундаменталните“ економски вредности. Во моментот кога го достигнаа својот максимум, во декември 1999, индексот на акциите на Стандард и Пурс 500 се движеше 44 пати над просечните годишни профити, што претставува највисоко ниво на индексот, дури и над вишоците реализирани во 1929 година; но по експлозијата на балонот на dot.com, соодносот опадна и се задржа околу максимумот постигнат во 1929 година.

Падот на цените на акциите предизвика нагло зголемување на цените на становите, како резултат на постигнатиот максимум во 2006 година, кога е утврдено двојно зголемување на цените споредено со 1996 година при најдраматичниот бум во домувањето во американската историја. Во меѓувреме вкупната задолженост на економијата на САД надмина 350% од БДП, што во најголем дел се однесуваше на

обврските кон приватниот сектор, т.е. околу 290%, од кои 100% се однесуваа на домаќинствата.

Наспроти фактот дека временските серии со еднаков интервал на времетраење не се унифицирана карактеристика за сите земји, постои скептицизам во однос на појавата на слични модели кај водечките пазари на средства во глобални рамки. Цените на станбените имоти постигнаа рекорден пораст во најголем број земји, наспроти цените на имотите во Германија, Јапонија и Шварцарија кои остварија бум во претходните декади. Цените на акциите пораснаа исклучително брзо во развиените земји и забележаа импресивен раст во транзиционите економии. Некои развиени земји забележаа пораст на цените на становите и на приватниот долг во поголем обем од оној на САД, на пр. Велика Британија (каде вкупниот долг достигна над 450% од БДП и долгот на домаќинствата над 170% од расположливиот доход), Ирска и Шпанија, и Јапонија во 80-тите години (каде цените на акциите се зголемија шесткратно, а цените на домовите десеткратно во декадата пред започнувањето на кризата, во почетокот на 90-тите години).

Ако „шпекулативната криза“ се дефинира како неодржлив пораст на цените – со неодржливост потврдена од наредната криза – не само што може да се заклучи дека се работи за една од најголемите ценовни кризи на средствата во историјата, туку дека кризата од 2006 година е првата криза на глобалното домување и цените на хартиите од вредност од таков вид.

Откако цените на средствата забележаа надолен тренд, стана јасно дека инвестиционите банки на Wall Street и банкарскиот систем ширум светот создадени во периодот на долготраен пораст на неодржливиот левериџ и изложеност на ризик, кои функционираа врз основа на принципот на меѓусебна поврзаност во концентрирано јадро на меѓубанкарски, инвестициони и деривативни трансакции, се моќни катализатори во ширењето на иницираните трансакции помеѓу пазарите и посредниците.

Одлуката за отворање стечајна постапка врз инвестиционата банка Lehman Brothers на 15 септември 2008 година го означи почетокот на банкарската криза и зголемената склоност кон намалување на степенот на задолженост.[6]

Прекумерното ниво на акумулација на хартии од вредност и висината на цените на

[6] Markus K. Brunnermeier, „Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08“, *Journal of Economic Perspectives,* No.1.

становите претставуваат водечки индикатори за појава на разорната банкарска криза и економската рецесија која произлезе од неа[7]: тоа беше случај со Соединетите Држави во 1873 година и во доцните 1920-ти години, како и со низата банкарски кризи во изминатите три декади во Јапонија и Источна Азија, Русија и скандинавските земји. Покрај тоа, на сите епизоди кои можат да се окарактеризираат како „ценовни кризи на средствата“ им претходеа кредитни бумови како резултат на одредена комбинација на олабавување на монетарната политика, големи капитални приливи од странство и финансиска дерегулација и иновација. Финансиската иновација е релевантна поради своите ефекти врз агрегатната понуда на кредити, во поголем обем од нејзиното специфично влијание врз левериџот или поделбата на ризикот во финансискиот систем.

Во своите годишни извештаи Банката за меѓународни порамнувања (BIS) го привлече вниманието со олабавување на монетарната политика, особено во САД, како примарен двигател на инфлацијата на средствата.[8] Секако, стандардните мерки на монетарниот став укажуваа на тоа дека монетарната политика на САД во најголем обем се прилагодуваше во 90-тите години, по депресијата од помали размери на почетокот на минатата декада и агресивната експанзија од 2000 година наваму. Од средината на 2003 година до средината на 2004 година, федералните стапки на средствата се одржуваа под стапката на инфлација, што преставуваше невиден настан од периодот на нестабилност во 70-тите години.

Рејнхарт и Рогоф шпекулираа дека врз основа на агресивната експанзија во сферата на монетарната политика беше утврдено зголемување на цените на домовите во Соединетите Држави, споредено со просечното однесување на акумулацијата на петте „големи“ банкарски кризи во развиените земји во текот на изминатите три декади.

Според ставот на BIS, ниските каматни стапки кај подолгорочните достасувања – исход што се припишуваше на антиинфлационите акредитиви на федералните резерви – во најголем обем се должи на позитивните шокови на понудата поврзани со глобализацијата кои ја неутрализираа инфлацијата и ја потиснаа инвестиционата побарувачка во континентална Европа и Јапонија. Покрај тоа сè поголемите дефицити во

[7] Carmen R. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *Banking crises: an equal opportunity menace,* NBER Working Paper No.14587, National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA, December 2008b.
International Monetary Fund, *Financial stress and economic downturns,* World Economic Outlook, Chapter 4, Washington D.C. 2008b.
[8] **Bank for International Settlement**, *BIS 78th Annual Report,* Basle, June 2008.

тековните надворешни плаќања на САД го најдоа својот сојузник во капиталните приливи. Овие приливи потекнуваа главно од Азија, што директно ги намали каматните стапки кај долгорочните достасувања на пазарите во САД.[9] Премијата на ризик на корпоративните обврзници и акциите исто така падна до историски ниско ниво, поради тоа што се зголеми оптимизмот кај инвеститорите при создавање на предвидувањата за иднината. Овој став беше прифатен и од Европската централна банка, каде во политичката студија објавена во 2005 беше истакнато дека: „водечките ескалации на цените на средствата може да се охрабрат со лабавите монетарни услови кои не се рефлектираат веднаш во пораст на ценовната инфлација".

Алтернативно гледиште кое се темели на психологијата на инвеститорите беше понудено од страна на Роберт Шилер: неговото тврдење се однесуваше на фактот дека по долгиот период на поволна економска средина и зголемени капитални добивки на нивните средства – каков што беше случајот од 1982 до 1999 година, инвеститорите ќе ги базираат своите одлуки врз акциите на другите, наместо врз своите независни информации, бидејќи „тие сметаа дека сите останати не може да згрешат" во ситуација во која ценовните зголемувања ги потхрануваа понатамошните ценовни зголемувања и одвреме навреме произведуваа шпекулативна криза. Вообичаените истражувања на Шилер[10] за размислувањето на инвеститорите ја потврдија постепената конвергентност на инвеститорските гледишта, заедно со растечките цени на средствата. Шилер не демантираше дека монетарната политика е прелабава, но го поддржуваше ставот дека бумот во секторот на недвижности не може да се набљудува егзогено заради фактот дека федералните резерви беа жртва на заблудата кај приватните инвеститори, „иако беа доволно свесни дека порастот на цените на домовите продолжува до бесконечност".

До крајот на 90-тите години федералните резерви станаа заложник на финансиските пазари, што може да се поткрепи со преголемото очекување дека падот во цените на средствата ќе биде надоместен со монетарна експанзија. Поради тоа однесувањето на федералните резерви наиде на добар прием кај инвеститорите и агентите на пазарот и навремено имплементирање во нивните очекувања. И покрај појавата на монетарна експанзија во 2003 – 2004 година, банкарите од Wall Street, како значаен аргумент во

[9] Martin Wolf, *Fixing Global Finance*, New Haven, CT and London: Yale University Press, 2009.
[10] Robert J. Shiller, *Irational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2005.

насока на обезбедување на сопствената активa наспроти падот на цените на хартиите од вредност ја истакнаа „оценката на Гринспен“. Нивниот став се состои во фактот дека од страна на федералните резерви „беше занемарен прекумерниот монетарен раст, креирањето на кредити или инфлацијата на средствата..., наспроти верувањето за постоење на неприфатливо ниско ниво на варијаблите“[11] и, врз основа на реагирањето на проблемите на монетарниот и кредитниот развој, беше зголемена асиметричноста на информациите и склоноста кон загуба на пари.

Друга карактеристика на акумулирањето на финансиските кризи – што беше препознаена од Галбрајт (1954) во неговиот приказ на настани и доведе до пад на пазарот на акции од 1929 година – беше растечката тенденција на искривената дистрибуција на доходот, со стагнантни наемнини и профити и финансиски доходи кои заземаа сè поголем удел во БДП. Во Соединетите Држави во 2007 година уделот на платите во БДП беше најнизок дотогаш забележан од 50-тите години наваму; насекаде во развиениот свет реалните плати стагнираа, при што во изминатите две декади достигнаа надолен тренд, како резултат на континуираниот притисок за преместување на производните и технолошките промени, создавајќи вишок на неквалификувана работна сила.[12] Поради тоа додека капитализмот беше во целосна експанзија, работничката класа беше под зголемени притисоци поради намалените доходи и ослабената социјална заштита.

Уште побитен факт е дека развојот стана клучен фактор во оформувањето на националните економски перформанси и структурата на меѓународните плаќања, но исто така беше и основен импулс во поттикнување на ликвидноста на пазарите на хартии од вредност и очекувањата за константно растечките профити од една страна и неодржливиот приватен долг од друга страна.

Во некои развиени земји – вклучително Јапонија, Германија, Швајцарија и скандинавските земји, беше утврдена стагнантна побарувачка и оддржлив раст врз основа на нето извозот, што доведе до појава на големи надворешни суфицити и бавен севкупен раст. Во други земји, како што се Соединетите Држави, Велика Британија, Ирска и

[11] George Cooper, *The origin of financial crisis: Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, London: Harriman House, 2008.
[12] Graham Turner, *The credit crunch: housing bubbles, globalization and the worldwide economic recession.*, London:Pluto Press, 2008.

Шпанија[13], дефицитот во реалниот доход и домашната побарувачка беше компензиран со лесните станбени кредити, што предизвикаа бум во изградбата и, благодарение на зголеменото (номинално) богатство, високиот раст на потрошувачката, личните стапки на заштеди нагло опаднаа – и беа претворени во негативни заштеди во Соединетите Држави, а задолженоста на домаќинствата беше пробиена до неодржливи нивоа. Како и во 1920-тите години, во финалната фаза на пораст можеше да се согледа експлозија на неодговорно позајмување, потпомогната со финансиските иновации, како, на пример потрошувачките заеми и кредитните картички во 1920-тите години и нискоквалитетните хипотеки во 2000 година.

Од друга страна зголемените профити и финансиски доходи придонесоа за пораст на побарувачката за финансиски средства – охрабрени од намалувањето на оданочувањето на високите доходи и капиталните добивки, што понатаму го потхрануваше порастот на цените на хартиите од вредност со истовремена појава на дополнителен притисок на високите цени на хартиите од вредност врз потрошувачката активност преку ефектот на богатството. Според анализите на „Економист“ е утврдено дека 40% од профитите во економијата на САД во 2007 година водат потекло од финансискиот сектор, што претставуваше своевремено само околу 10% од вкупната додадена вредност. Поради тоа не само што нерамнотежата во меѓународните плаќања беше одраз на огромната домашна нерамнотежа, туку ваквата домашна нерамнотежа претставуваше директна помош во создавањето ценовна криза на средствата преку нивните ефекти врз потрошувачката и побарувачката на средства.

Имено, од меѓународен аспект, како резултат на финансиската криза беа утврдени значителни негативни ефекти на финансиските пазари, како одраз на повторливите настапи на финансиска нестабилност и пропаѓањето на Бретонвудските фиксни девизни курсеви, што предизвика зголемена нерамнотежа во надворешните плаќања врз основа на променливите шеми на нето штедење и инвестиции, генерирани во клучните економски сфери. Ваквата нерамнотежа овозможи одржување високо ниво на ликвидност на финансиските пазари, со цел остварување профити и значителни дестабилизациони ефекти.

[13] Со истиот настан се соочи Јапонија во 80-тите години, каде најголем обем на позајмувањето за инвестирање во недвижности потекнуваше од банките и корпорациите; види Kindleberger & Aliber (2005).

Кинделбергер и Алибер[14] идентификуваа четири различни ценовни кризи на средства од втората половина на ’80-тите до крајот на ’90-тите: во Јапонија (во доцните ’80-ти), во скандинавските земји (во почетокот на ’90-тите), во Југоисточна Азија и САД (кон крајот на ’90-тите години); без прогноза за постоење на петтата, кризата во секторот на недвижности во САД.

Пред оваа серија на кризи балонските кризи на средствата беа редок настан; што упатува на фактот дека нивната појава за исклучително краток временски интервал претставува доказ за постоење на систематска врска помеѓу нив.

Како последица на негативните ефекти на кризата, земјите од Источна Азија започнаа да акумулираат надворешни девизни резерви, што доведе до сè поголеми суфицити во нивните надворешни плаќања и инвестирање на голем обем на парични средства во долари врз основа на широката понуда, што не беше случај со средствата деноминирани во евра, чија понуда беше ограничена од неможноста на трезорот на Европската Унија да емитува суверен долг на Унијата.

Уделот на земјите кои се соочија со банкарска криза од 2007 година беше исклучително висок во изминатите две декади, од 1980 до 2000 година, при што почетокот на минатата декада беше анализиран од ретроспектива на затишје пред бура, што доведе до неочекуван пораст во 2008 година и појава на нов врв во 2009 година. Овие кризи се јавуваа брановидно, укажувајќи повторно на заедничките шокови и силните меѓународни врски: во почетокот на ’80-тите, кога монетарната криза на Волкер ги откри кредитните вишоци во евродоларски заеми во развиените земји во ’70-тите години и во индустријата на заштеди и заеми во Соединетите Држави, почетокот на ’90-тите години во Латинска Америка, скандинавските земји, Југоисточна Азија и Русија и конечно во Соединетите Држави од 2007 до 2009 година.

Во сите случаи на кризи, банкарските системи претрпеа колапс по одреден период на невнимателна кредитна експанзија – до 30% годишно во текот на неколку години – без јасно согледување на позајмувачите за потенцијалните ризици на несолвентност. Друга доминантна карактеристика е дека во конечната фаза пред кризата, обемот на кредитот беше утврден на проширена основа за да одговори на обврските за сервисирање на долгот,

[14] Charles P. Kindleberder and Robert Z. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises,* Hoboken, NJ: John Wiley and sons, 2005.

кои должниците не беа во можност да ги платат.

Банкарските кризи во најголем број случаи беа поврзани со валутните кризи и несолвентноста на независниот долг, што не ги одврати понатамошните активности на позајмување набрзо потоа: поради што Аргентина и Мексико двапати се најдоа во ситуација на неможност на отплата на нивниот независен долг. Кога банкарските кризи ја погодија периферијата на светските пазари на капитал, западните банки во основа беа поштедени од значајни загуби во нивното надворешно позајмување, врз основа на поддршката од Меѓународниот монетарен фонд, додека економиите на засегнатите земји беа оставени да ги поднесат трошоците кои понекогаш опфаќаа доста висок удел во БДП. Кога кризата ги погоди домаќинствата, каков што беше случајот со кризата на штедење и кредитирање во САД кон крајот на 1980-тите години, трошоците ги поднесоа даночните обврзници.

Генерално, со завршувањето на ерата на фиксни девизни курсеви, големите актери на глобалната економија се однесуваа независно поради фактот што не постоеше надворешно ограничување, но комбинацијата на нивните акции произведе неодржлив модел во меѓународните плаќања. Соодветните текови на капитал ја потврдија силната дестабилизација, создавајќи бран на прекумерно зголемување на цените на средствата и кредитни бумови ширум светот, сè додека целокупната конструкција не претрпе колапс поради тежината на неодржливиот долг.

1.4. Финансиските иновации, дерегулацијата и финансиската нестабилност

Како придружен елемент на екстремниот пораст на цените се јавува мноштвото технички објаснувања кои укажаа на одредени технички карактеристики на пазарното функционирање или одредени финансиски инструменти. Поради тоа кризата на њујоршкиот пазар од 1987 година се објаснува со осигурување на портфолиото и автоматската продажба; при што за кризата во информатичката технологија од крајот на ’90-тите години се појавија пиратски магнати кои конструираа гигантски измами; што го заокружува овој период со егзотични финансиски инструменти, како што се облигациите покриени со заеми (CDOs) и своповите за кредитна несолвентност (CDSs) и рејтинг агенции што ги насочуваа кон погрешни заклучоци менаџерите одговорни за управување

со ризикот. Ваквиот пристап е особено прифатлив за политичарите и регулаторите затоа што нуди едноставни жртви кои јавноста може ги поднесе – даночни олеснувања, хеџинг на фондови, деривативни производи и го одвлекува нивното внимание од улогата што се остварува преку инхибираната легислатива и супервизија.

На почетокот треба да се наведат две премиси. Прво, на финансиските пазари постои континуирана активност, каде банките и останатите агенти воведуваат иновации преку кои се врши заобиколување на регулативата и зголемување на профитите со преземање поголеми ризици, како и наметнување на механизми од страна на регулаторите со цел намалување на преземениот ризик. Експанзивниот процес на воведување иновации во услови на зголемени очекувани добивки, што претставува редовна појава при забрзана инфлација – без оглед на тоа дали се работи за плати, цени на произведените добра или цени на средствата, ја сочинува фундаменталната макроекономска врска помеѓу финансиската нестабилност и макро-финансиските политики. Во отсуство на нестабилни макроекономски политики, постои намалена веројатност за појава на финансиска нестабилност, бидејќи темпото на финансиската иновација е побавно и регулаторите се подготвени да ги адаптираат своите правила за да се заштитат од прекумерно преземање ризик во финансискиот систем. Како резултат на тоа не треба да се преоптоварува финансиската регулатива, со цел да се обезбеди заштита од последиците на нестабилните макрофинансиски политики, зашто ова ќе предизвика појава на порестриктивни правила, вклучувајќи целосна забрана на многу корисни финансиски активности.

Второ, забележано е постоење материјални докази дека слободното банкарство во суштина ја означува можноста за непречена понуда на конвертибилни финансиски инструменти на јавноста, според побарувачката по паритет и креацијата на пари со проширување на неконвертибилните кредити по видување за компании и поединци која води до појава на нестабилност, т.е. кредитна експанзија и генерирање на криза, како и банкарска навала базирана на комбинацијата од приватни стимулации за прекумерно позајмување и асиметрични информации за квалитетот на заемите. Врз основа на оваа состојба се објаснува потребата за добивање лиценца за работа во банкарството и постоење централни банки кои обезбедуваат ликвидносна поддршка на банките, што се потпира врз довербата на депонентите, како и претпазлива регулатива која ќе гарантира за ограничената можност од преземање прекумерни ризици на банките.

Постоењето на овие апарати има мотивационо дејство врз прекумерното преземање на ризик од страна на банкарите, кои очекуваат да бидат спасени од монетарните авторитети за своите грешки, како и недоволниот мониторинг на банките од страна на депозиторите за сигурноста на нивните депозити.[15] Поради тоа политиките дизајнирани да обезбедат стабилизација на банкарските системи сами по себе се извор на нестабилност, особено кога индивидуалните банки се „преголеми за да пропаднат“ поради разорните ефекти што ќе резултираат од нивниот неуспех за целокупниот финансиски систем и економијата.

Од почетокот на кризата регулаторното засолниште се употребуваше за да овозможи стабилизирање на проблематичните институции: поради тоа Goldman Sashs и Morgan Stanley се претворија во банкарски холдинг компании кои беа способни да привлечат депозитна основа заштитена со депозитното осигурување, во моментот на загрозено самостојното опстојување. На сличен начин германските власти го охрабрија купувањето на Поштенската банка од страна на Deutche Bank, за подоцна да се обезбедат со зголемена депозитна основа врз основа на која ќе го прошират ризикот на своите зголемени инвестиции во банкарскиот бизнис.

Врз основа на регулацијата беше креиран морален хазард базиран на одредени карактеристики на финансиските пазари кои овозможуваат искривување на стимулансите и зголемување на потенцијалот на нестабилност. Според тврдењето на Манделброт[16] се смета дека добивките на средствата не само што „имаат долготрајна меморија“, туку тие се и сериски поврзани и не се независни низ времето – како што тврдеа теоретичарите на рационалните очекувања[17], па затоа и нивната дистрибуција се одликува со „дебели краеви“ на разорни настани кои се случуваат во испрекинати интервали. Оваа специфичност во распределбата на добивката на средствата беше значаен фактор во создавање „слободни опции“ за банкарите и трговците, при што тие се одржуваа пловејќи според пазарниот тек и сокривајќи ги растечките ризици на своите бизниси, со истовремено примање на највисоки плати, сè додека не настана експлозија на нивните

[15] Jean-Charles Rochet, *Why are there so many banking crisis*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.
[16] Benoit Mandelbrot and Richard l. Hudson. *The (Mis) Behaviour of Markets: A Fractal View of Risk, Run and Reward*, Basic Books, 2004.
[17] Критичкиот осврт на теориите за ефикасни пазари и соодветни емпириски докази може да се види кај Abdallah Schleifer, A. *Inneficient markets: An introduction to behavioral finance*, Oxford: Oxford University Press, 2000.

банки и системот во целина.

Како што напомена Taleb, „се заработуваше тек на постојани бонуси за период од седум или осум години, потоа при настанување на загуби, не требаше ништо да се исплати..., оттука стимулансот се состоеше во преземање ризици кои ретко експлодираат и тоа по завршување на периодот на константни добивки“.[18] Како резултат на неодговорните стратегии изградени врз ваквата аномалија беше евидентирано руинирање на финансиската индустрија. И додека историјата повторно ги потврдуваше ваквите универзални вистини, финансиските пазари имаа краткотрајна меморија и луѓето повторно ги правеа истите грешки, со надеж за остварување на големи добивки; додека кај регулаторите, како и кај јавноста во целина, постоеше идентичен степен на веројатност со цел да се намалат последиците преку инјектиран оптимизам создаден од поволната економска средина. Ова се должи на тврдењата на економистите дека претходната нестабилност произлезе од специфични грешки на политиката или одредени пазарни структури.

Се јавуваат три битни карактеристики на секоја шпекулативна криза. Првата карактеристика претставува вишокот на левериџ на акционерскиот капитал: пред последната криза просечниот левериџ се искачи над капиталот за 30 пати, а кај инвестиционите банки на Вол Стрит и големите меѓугранични европски банки достигна максимум од над 50. Голем дел од обврските беа краткорочни и претежно потекнуваа од масовниот пазар на пари – со растечка меѓузависност помеѓу банките кои рапидно ја шириа заразата.

Создавањето вишок на левериџ беше потпомогнато со регулаторните промени во Соединетите Држави во 2004 година кои, во периодот на воведување на капиталната одредба од Базел, ги отстранија постоечките лимити на левериџот за брокерите; а во Европа, врз основа на капиталните одредби од Базел кои дозволуваа значителни заштеди на регулаторниот капитал преку разновидни стратегии за ублажување на ризикот, вклучително и купување на структурни производи со висок рејтинг и осигурување на средствата со свопови за кредитна несолвентност.

Најголемите комерцијални банки во Америка кои располагаа со минимален вкупен

[18] Nassim N. Taleb, “How bank bonuses let us all down”, *Financial times*, 25 February 2009.

коефициент помеѓу капиталот и средствата, според очекувањата, покажаа поголеми коефициенти на левериџ, додека големите надворешни банки во Европа имаа аналогни коефициенти на левериџ со инвестиционите банки на Wall Street. Зголемениот левериџ претставуваше клуч за зголемените добивки. Според коментарот на весникот од Wall Street[19], во периодот 2003 – 2007 година, 500 компании вклучени во индексот на Стандард и Пурс потрошиле 1.7 трилиони долари за да си го откупат капиталот назад – една од најкрупните манипулации во историјата на берзата – генерирајќи енормни добивки од управувањето со берзанските опции. Откупот на акции од страна Citigroup, Lehman Brothers, Merrill Lynch и Morgan Stanley во периодот 2006 – 2007 година изнесуваше 34 милијарди долари; при што кога пазарните услови се влошија, беа соочени со ограничена можност за поврат на капиталот од приватните инвеститори и барање поддршка од страна на државата.

Втората карактеристика на шпекулативната криза се однесува на позајмувањето на колатерал во незначителни маргини во однос на инвестираниот капитал: овие заеми во 1920-тите претставуваа посебен тип заеми, т.н. „дневни заеми“, со оглед на можноста на банките за надомест во секое време; поради тоа нивното зголемување и намалување се движи стриктно во линија на вредноста на колатералот. Кога цената на средствата пласирани во банката или кај брокерот како колатерал расте, се јавува изобилство на кредити со опаѓачки каматни стапки и позајмувачот може да продолжи со депонирање на нови влогови; но кога цените на средствата почнуваат да опаѓаат и кредитот е отповикан, продажбата на средствата го отежнува падот на цените на средствата и може да доведе до пазарно присвојување и да стане целосно неликвидна. Притоа позајмувачот нема пари и кредиторот треба да ја надомести загубата. Овој механизам беше основен акцелератор на падовите на цените на средствата при секоја финансиска криза, придонесувајќи да се добие искривена повратна спрега кај продажбите на средствата, што предизвика раст на продажбите.

Како во 1920те години, така и во почетокот на претходната декада, во Соединетите Држави клучната компонента на кредитниот колатерал се состоеше од хипотекарните заеми: сопствениците на домови беа привлечени да продолжат да позајмуваат, наспроти

[19] William Lazonick, “Everyone is paying the price for share buy backs”, *Wall Stree Journal,* 26 September 2008.

зголемената вредност на нивните домови, под капацитетот што овозможува сервисирање на заемите, со уверување дека секогаш може да ги продадат куќите по зголемени цени. Двете агенции спонзорирани од Владата, Fannie Mae и Freddie Mac, како одговор на политичкиот притисок предизвикаа подгревање на кризата со повторен откуп и гарантирање на голем обем на хипотеки.[20]

Трета карактеристика на шпекулативната криза претставува основањето на вонбилансни претпријатија, со цел зголемување на обемот на паричните средства ослободени од капиталните барања и инвестирање во шпекулативни средства: овие претпријатија беа наречени трустови во 1920-тите години, или структурирани инвестициони претпријатија (SIVs) и посредници. Основната карактеристика се состои од комбинација на леверицот и позајмувањето на колатералот; како значајно средство за новиот модел на креирање – распределба, каде заемите веднаш се секјуритизираат од банките креатори и преминуваат кај инвестиционите претпријатија, кои ги финансираат нивните набавки на пазарот на пари на големо со емисија на краткорочни комерцијални хартии од вредност, покриени со средства или други хартии од вредност врз основа на средства.

Заработката на приходите од камата на банките беше базирана на ослободувањето од целиот ризичен и економичен регулаторен капитал, како и стекнувањето обилни евтини фондови преку пакување на нивното позајмување во хартии од вредност врз основа на средства. Банките спонзори беа експлицитно или имплицитно обврзани да обезбедат ликвидносна поддршка на посредниците и структуираните инвестициони претпријатија, иако овие гаранции не беа видливи во нивните биланси на состојба, благодарение на сметководствените трикови. Најважната импликација се состои во тоа дека, иако секјуритизацијата требаше да помогне во дисперзирање на ризикот, таа е сконцентрирана кај одредени големи финансиски институции, што се утврди при блокадата на масовниот пазар на пари.

Во ситуација кога заемите добиваат карактер на стоки, се врши укинување на ефикасниот мониторинг на квалитетот на кредитот поради тоа што мотивите најчесто ги

[20] Charles R. Morris, *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash, Revised and updated*, NY: Public Affairs, 2008
Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

врзуваа приходите на сопствениците во обем наместо во квалитет. Кредитното подобрување од страна на финансиските гаранти придонесе за согледување на неограничени инвестициони можности со висок квалитет, свопови за кредитна несолвентност и поврзани индексни пазари, со цел да се обезбеди олеснето тргување и заштита од кредитниот ризик. Лесната достапност на кредити и зголемувањето на цените на средствата доведоа до ниски стапки на несолвентност кај обврските и премија на кредитниот ризик.

Моќта на здружување во пулови и транширање се состоеше во тоа што, при спроведување на ваквиот процес, поделбата на ризикот стана поповолна, додека основните заеми станаа сè поризични, што обезбеди барање на повисоки добивки. Во отсуство на ликвидни пазари за овие инструменти, кои беа изработени по нарачка за да одговорат на различната подготвеност за преземање ризик на специјализираните инвеститори и тргување на пазарот преку шалтер, невозможното стана возможно со развој на еволутивните модели од страна на емитентите и нивна потврда од рејтинг агенциите – на кои им беше платено за рејтинзите од страна на емитентите. Како резултат на тоа, на Њујоршката берза на почетокот функционираа единствено 20 компании рангирани со рејтинг три А, но до 2007 година 64.000 структурни производи беа оценети со највисок рејтинг.[21] Зголемувањето на расположливите кредити и поддршката на најдолгата експанзија во светската економија од Втората светска војна наваму во голем обем се должи на развојот на иновациите.

Последната карактеристика се однесува на придонесот на регулативата за појава на кризата: се поставува прашање: дали и во присуство на прелабави монетарни услови може да се обезбеди избегнување на некои од опишаните вишоци, под услов на соодветно преземени регулаторни одговори.

Како резултат на водењето на премногу лабава регулатива која овозможи создавање лабави макроекономски политики и вишок на ликвидност, беше утврдено неодржливо ниво на левериџ и голема изложеност на ризик на финансискиот систем. Ваквата појава се нарекува регулаторна конкуренција – која се наоѓаше во вистинска трка кон суштината – за да им допушти на националните финансиски центри и посредниците да се здобијат со

[21] Оваа ситуација беше потврдена од страна на Lloyd Blankfein, претседател на Goldman Sachs, во неговиот напис „Do not destroy the essential catalyst of risk“, *Financial Times*, 9 February 2009.

предност во жестоката борба за најголема надградба на бизнисот, т.е. финансиите. Каломирис во 2000 година истакна дека[22]: притисоците од 1980-тите и 1990-тите, „кои овозможија брза и ефикасна дерегулација“, придонесоа за зголемена ефикасност на промените со цел да се овозможи понатамошен опстанок на банките. Со донесување на законот Gramm-Leach-Bliley Act беше укинат претходниот закон Glass-Steagall Act и се создаде основа за понатамошен бран на консолидација на банкарството на Соединетите Држави, што претставува кулминација на долгата фаза на дерегулација која започна во 1980-тите, особено со елиминирање на рестрикциите на федералните резерви за банкарските активности при запишување на заем и во почетокот на 1990-тите, со федералниот меѓудржавен закон за филијали кој ги отстрани лимитите за формирање филијали и консолидација.

Покрај тоа федералните резерви систематски и успешно се спротивставија на обидите да се регулира експлозивниот пазар на деривати. Имено, беше заземен цврст став дека заштитата на малите депоненти и инвеститори ќе генерира моќ кај останатите агенти и посредници и отсуство на потреба од посебни прудентни правила или надзор.

Поради тоа Морис истакна дека помеѓу почетокот на 1990-тите и почетокот на 2000-тите години, основниот нерегулиран „заштитен“ банкарски систем опфаќа значаен дел од кредитната интермедијација и зазема приближно 80% од вкупните пазари на капитал во Њујорк – со што беа обезбедени ликвидосни инструменти и започна процес на масовна трансформација на ликвидноста, со употреба на незначителни амортизери на капиталот и транспарентност при спроведување на операциите.

Агресивната de jure и de facto дерегулација не беше без последици и надвор од САД, водејќи до бранови на дерегулација во Азија, што предизвикаа дестабилизација на азиските пазари на капитал. Европската Унија презеде мерки за отстранување на целосното раздвојување помеѓу комерцијалното и инвестиционото банкарство на почетокот на 1990-тите години, во согласност со Втората банкарска директива.[23] Но постоеше друг значаен канал каде што европските континентални банки во одреден дел ги прифатија либералните правила за инвестиционо банкарство на САД: купување на

[22] Charles W. Calomiris, *U.S. bank deregulation in historical perspective*, Cambridge: Cambridge University Press, 200o.
[23] Directive 89/646/EEC од 15 декември 1989 година.

американски и британски инвестициони банки и брокерски куќи базирани на либерална основа.

Во практиката беше утврдено функционирањето на неадекватни супервизорски стандарди. Занемарувањето на недостатоците кај тактиките за управување со ризик на водечките банки иницираа масовни ризици – на пр., швајцарскиот банкарски гигант UBS, чиј шалтер за тргување со облигации покриени со заеми инвестираше и загуби милијарди без постоење на поголем внатрешна ревизија.

Отсуството на внатрешна контрола врз енормно комплексните структури е веројатно заедничка карактеристика на сите водечки банкарски институции кои претрпеа гигантски загуби, поставувајќи битни прашања за отпорноста на банкарските гиганти како одраз на движењето на светските финансии. Покрај тоа супервизорите систематски ги превидоа масовните конфликти на интереси кај големите банкарски групи, особено во инвестиционото банкарство, каде менаџерските интереси на добивање провизии од гигантските операции на левериџ и емисијата на дубиозни хартии од вредност ја совладаа грижата за потрошувачите.

1.5. Ефектите на кризата врз банкарските системи и државната интервенција за нивно санирање

Одлуката да се дозволи банкрот на Lehman Brothers на 15 септември 2008 година го означи поместувањето на кризата од Wall Street во глобална банкарска паника. Финансиските институции се обидоа да ги надоместат огромните загуби со зголемување на капиталот на пазарот, но, врз основа на продлабочената ликвидносна криза и замрзнатата понуда на приватен капитал, беше забележана зголемена насоченост на владите кон пополнување на јазот. Наспроти масовните капитални инјекции на Владата, финансиските пазари сè уште не го допреа дното, како резултат на брзото заострување на пазарните услови. Кон крајот на февруари 2009 година Владата на Соединетите Држави инјектира 250 милијарди долари во проблематичните финансиски институции, вклучително и во двете најголеми банки и водечката осигурителна компанија; во Европа беше утврден идентичен обем на финансиска поддршка, со највисоко ниво на расходи во

Германија (133 милијарди евра), Холандија (49 милијарди евра) и Велика Британија (37 милијарди евра).[24]

Во Соединетите Американски Држави и во Велика Британија беше евидентиран мнозински удел на државата во водечките финансиски институции, како и обезбедување обемни гаранции за потенцијалните загуби на проблематичните средства, без воведување промени во управувачката структура или барање за преструктуирање на пропаднатите институции.

Од друга страна, за да се овозможи елиминирање на негативните ефекти на заразата, централните банки презедоа активности во насока на зголемен обем на кредитирање на проблематичните финансиски институции и употреба на целокупниот сет на инструменти, со цел обновување на ликвидноста на меѓубанкарските и пазарите на хартии од вредност. Во таа насока, од страна на федералните резерви и Банката на Англија, а до одреден степен и Банката на Јапонија, беа преземени мерки за проширување на кредитните линии во сите сегменти на интермедијација и директни набавки на корпоративни хартии од вредност. Овој процес наметна губење на независноста на централните банки и преобразба во владини агенции. Наспроти фактот за цврсто ограничена активност на Европската централна банка, во согласност со Спогодбата, беше утврден намален обем на интервенција поради ограничената можност на трезорот на Европската Унија за покривање, со крајни гаранции на ненаплатените монетарни обврски деноминирани во евра.

Во раните етапи на финансиската криза, два настани укажаа на идниот тек на настани: банкарскиот атак на банката Northern Rock во септември 2007, првиот банкарски атак во Велика Британија од 1886 година[25] и поддршката на Bear Sterns од страна на федералните резерви во март 2008 година – што беше прв случај на поддршка на централна банка на недепозитарна финансиска институција од 1930-тите години.[26] Имено, беше утврдена

[24] Извор: R&S – Mediobanca (2009).

[25] Llewellyn (2008) истакна дека банката Northern Rock не беше несолвентна според законот, туку несолвентна од економски аспект поради фактот дека нејзиното позајмување од Банката на Англија е по казнена каматна стапка од 6.36%, додека стапката на поврат на средствата изнесуваше приближно 6%.

[26] Законската основа за обезбедување помош на Bear Stearns, како и AIG, произлезе од членот 13(3) на Законот за федерални резерви, со цел регулирање на одредени попусти на поединци, партнерства и корпорации при „неочекувани и итни случаи“. Оваа одредба беше вметната во Законот за Федерални резеви во 1932 година, но беше применета од ’30-тите години на минатиот век.

појава на ликвидносна криза кај банките Northern Rock и Bear Sterns, наспроти степенот на солвентност. Меѓутоа, на вкупна основа, особено во однос на измерениот ризик, изложеноста на банките Northern Rock и Bear Sterns беше крајно подкапитализирана, со регистрирани коефициенти на левериџ со приближна вредност 34.

Поради тоа беше утврдена зголемена интервенција на централните банки, со цел да се намали дисперзијата на финансиската криза. Референтните стапки беа редуцирани во распон на таргетот од 0 до 0.25% во Соединетите Држави (во декември 2008), 0.5% во Велика Британија (во март 2009), што претставуваше најниско ниво некогаш достигнато во 315-годишната историја на Банката на Англија и 1.5% во евро зоната (во март 2009), што претставуваше најниско ниво во историјата на Европската централна банка. Како последица на неуспехот на вообичаените инструменти за рефинансирање, од страна на централните банки беше проширена листата на погоден колатерал и погодни институции за операциите на рефинансирање.

Во обидот за обновување на блокираната циркулација на ликвидноста, федералните резерви создадоа три сета нови инструменти:

1. обезбедување краткорочна ликвидност на комплетните небанкарски финансиски институции, како што се активноста на позајмување термински хартии од вредност и примарната дилерска кредитна активност;

2. поддршка со заеми за потрошувачите и малиот бизнис со директно купување комерцијални хартии или други инструменти на пазарот на пари, како и хартии од вредност, врз основа на нехипотекарни средства;

3. купување долг на спонзорираните претпријатија од Владата поврзани со домувањето, како што се хипотекарните хартии од вредност гарантирани од Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae и долгорочните трезорски хартии од вредност.

Како резултат на тоа, во периодот од август 2008 година до февруари 2009 година, обемот на нивниот биланс на состојба се зголеми повеќе од двапати, од 869 милијарди долари на приближно 2 трилиони долари. Покрај тоа, беа елиминирани постоечките разлики помеѓу ликвидносната поддршка и операциите на спасување за несолвентните институции. Федералните резерви, покрај интервенцијата кај големите спасувања, de facto станаа и резидуален учесник во капиталот на несолвентните институции, што може да се утврди од последните гарантни шеми на средствата на Citigroup и Bank of America. Во

двата случаи Државната благајна и Корпорацијата за осигурување на федерални депозти (FDIC) се обврзаа да ги покријат загубите до точно одредени износи, додека федералните резерви да ги покријат загубите кои го надминуваат тој лимит, со емисија на пари која е максимално поддржана од даночните обврзници на САД. Со други зборови, федералните резерви ја изгубија својата независност и станаа владина агенција.

Во таа насока и Банката на Англија презеде значајни ликвидносни мерки. Во април 2008 година создаде посебна ликвидносна шема на банките, со цел конверзија на хипотекарните и останатите хартии од вредност во државни записи на Велика Британија; воведување одредени оперативни активности, како и активноста на дисконтен прозорец за подобрен пристап на банките во ликвидноста на Централната банка. Во јануари 2009 година беше покренато прашањето за нова набавка на средства со цел купување на високо квалитетни корпоративни обврзници, комерцијални хартии од вредност и емисија на хартии од вредност, според кредитната шема за гаранции во Велика Британија. Во март 2009 година Банката на Англија ја активира т.н. стратегија на квантитативно олабавување, што предизвика директно купување на државни записи.

Клучните промени претставени во оперативните процедури на Европската централна банка беа помалку радикални поради две причини. Прво, нејзините правила беа пофлексибилни во однос на оние на нејзините сестри – централни банки и во октомври 2008 година беше проширена нејзината листа на прифатлив колатерал и институции кои може да партиципираат во операциите на отворен пазар во евро-системот. Второ, законската независност на Европската централна банка и нејзините оперативни цели се утврдени во Мастришкиот договор за ЕУ, кој единствено може да биде модифициран со едногласна одлука на земјите членки.

Во услови на зголемен тренд на банкарскиот систем кон создавање кредити и незначителни банкарски резерви, беше утврден ограничен обем на злато во системот за подмирување на вкупниот износ на ненаплатени сертификати за депозит. Основен предуслов за реализирање на оваа активност претставува затворање на ненаплатените заеми на банките, што упатува на застој на целокупната економска активност. Врз основа на системот на депозитни сертификати, беше воспоставена мрежа на поврзани обврски помеѓу банките, што претставува сериозен проблем во ситуација на зголемен интерес на банките за сигурноста на останатите банки.

Состојбата на повторување на брановите на финансиската криза упатува на зголемена нестабилност на системот на новата генерација на кредити. Од друга страна новиот систем предизвика продлабочена економска експанзија, создавање богатство и подобрување на животниот стандард. Процесот на создавање кредити упатува на целосно нов канал за економски раст и просперитет, т.е. креирање услови за постоење ризичен капитал. Врз основа на новиот банкарски систем, беше овозможена појава на канали за здружување на ризикот во пул и понатамошна поделба, како и можност за преземање поголеми ризици.

Поради тоа постои потреба за создавање систем за поддршка на проблематичните институции, како и систем за заштита од неуспех на банката, со цел избегнување општа паника низ целиот систем. Како основно решение при појава на криза се смета улогата на централната банка како позајмувач од крајна инстанца на проблематичната банка. Во случај на намалена доверба во сигурноста на банката и нагло повлекување на депозити со истовремено задржување на базата на цврсти заеми, се очекува поддршка од централната банка со цел отстранување на паниката и обновување на активноста на банката.

За централната банка да биде во позиција веродостојно да ја заштити банката од нагло повлекување на депозити, треба да располага со доста големи и неисцрпливи резерви. Ако финансиската заедница верува дека централната банка располага со речиси неограничени резерви, тогаш штом банката објави дека е подготвена да ја одбрани некоја институција со исплатување на нејзините обврски, тогаш наглото повлекување на депозити од банката ќе се намали.[27]

Улогата при која централните банки им позајмуваат на банките од приватниот сектор кои се соочени со тешкотии се нарекува „позајмувач во крајна инстанца“, бидејќи се смета дека свртувањето кон централната банка за финансирање треба да се направи штом сите други приоди за позајмување преку приватниот сектор се исцрпени. Улогата на централната банка како позајмувач од крајна инстанца беше реализирана во случајот на банката Bear Stearns во САД и банката Northern Rock во Велика Британија. Во двата

[27] Имено, Банката на Англија сметаше дека овој ефект ќе обезбеди заштита од навала за повлекување депозити кај банката NorthernRock. Од теоретски аспект транспарентноста на ставот на Банката на Англија за кредитирање на банката Northern Rock се очекуваше да овозможи сигурност на депонентите за депонираните средства и отсуство на мотиви за нивно повлекување. Меѓутоа, во практиката депонентите сметаа дека барањето на банката Northern Rock кај Банката на Англија претставува сигнал за слабост, при што од ретроспективен аспект, иницијалното навестување на Банката на Англија за соодветна поддршка имаше двосмислена улога во однос на заштитата од повлекување на депозити.

случаи беше евидентирана ситуација на банкарска навала што предизвика истиснување на банките од пазарите на приватен капитал и барање поддршка од централните банки за обезбедување парични средства.

На почетокот на финансиската криза од страна на федералните резерви на САД беше утврдено водење агресивна политика на намалување на каматните стапки. Целта на оваа активност се однесува на зголемување на довербата на домаќинствата и купувачите на домови во однос на позајмувањето и трошењето средства за да се обезбеди неутрализирање на негативниот ефект од повисоките каматни стапки на кредитните концерни. Во Велика Британија и Европа централните банки покажаа неподготвеност да се ангажираат во раната фаза на управување со побарувачката преку пониски каматни стапки.

Поддршката на побарувачката преку политиката на каматни стапки се однесува на наплата на пониска камата, со цел мотивирање на дополнителното позајмување. Од друга страна, како последица на зголемениот обем на позајмување, беше утврден зголемен банкарски левериџ, што предизвика појава на неуспех на финансискиот систем и создавање настани на банкарска навала како кај банките Bear Stearns и Northern Rocks. Оваа состојба претставува резултат на две контрадикторни улоги, т.е. оддржување на финансиската стабилност, со цел ограничување на кредитната експанзија, од една страна и управување со побарувачката базирана на кредитната експанзија, од друга страна.

Примената на хипотезата за ефикасни пазари обезбеди отстранување на идејата за генерирање вишок на кредити од страна на економијата, како и заземање на ставот дека економската експанзија претставува сигнал за движење на економијата кон хипотетички стабилен еквилибриум. Во таа насока улогата на централната банка кон реализација на активностите на мониторинг и управување со кредитната експанзија беше пренасочена кон зголемено управување со побарувачката.

Имплементираната политика на управување со побарувачката претставува сигнал за движење на економијата во сукцесивни бранови на кредитна експанзија. Од друга страна, зголемената база на фондот за одобрување заеми претставува знак за неуспехот на политиката на намалени каматни стапки на централната банка, во насока на мотивирање на зголемување на обемот на позајмување на приватниот сектор, како и одбивање за прифаќање на намалените каматни стапки на кредиторите од приватниот сектор и

зголемен степен на загриженост на кредитобарателите во однос на способноста за отплата на заемите и покривање на каматите. Оваа состојба претставува индикатор за водење на неефикасна монетарна политика на централната банка и висок степен на задолженост на економијата.

Алтернативното решение за спречување на состојбата на самозасилување на економскиот колапс се состои во едноставна отплата на заемот преку емисионата функција, т.е. зголемена емисија на пари на владата. Процесот на трошење на парите предизвика појава на инфлација, што наметна намалено кредитно оптоварување на должникот и создавање можност за прелевање на дел од емитираните пари кај задолжените субјекти.

Банкарскиот систем на фиат пари е базиран врз две различни карактеристики на создавање пари: создавање пари од страна на приватниот сектор и емисиона функција на јавниот сектор. Првата создава финансиска нестабилност и инфлаторно-дефлаторни циклуси, а втората создава еднонасочна ненадоместлива позитивна инфлација.

Централното банкарство настана поради потребата од управување со природната нестабилност на незначителната резерва на банкарскиот систем преку одлуката на позајмувач од крајна инстанца. Решението на проблемот на морален хазард создаден од позајмувачот од крајна инстанца е поврзано со дополнителен мониторинг и управување при создавањето на кредити во банкарскиот систем. Поради тоа основната задача на централните банки претставува одржување на ценовната стабилност, т.е. заштита на владите од прекумерна емисија на пари.

За да се обезбеди спречување на економските рецесии, обврска на централните банки претставува исполнување на следните барања:

- ограничување на процесот на креирање кредити за обезбедување на финансиска стабилност;
- промоција на процесот на креирање кредити со цел ефикасно управување со побарувачката;
- ограничување на монетизацијата за контрола на инфлацијата;
- промоција на монетизацијата, со цел избегнување на економските контракции и промоција на политиките за кредитна експанзија во иднина.

Во САД набавката на средствата претставуваше супститут за капиталните вложувања

во социо-политичката средина на спротивставени ставови за државната интервенција во приватниот капитал. Меѓутоа, корисните ефекти на капиталот и левериџот при купувањето на средствата беа индиректни и пропорционално помали од директните капитални вложувања, што предизвика значително повисоки трошоци за Владата. Истовремено, капиталните инјекции беа делумно решение за надминување на ситуацијата при која падот на цените на средствата ќе доведе до уништување на капиталот и тоа за пократок временски период во однос на можноста да обезбеди негова поддршка: Поради тоа набавките на средствата се сметаа како инструмент што ќе обезбеди запирање на падот на цените на средствата и прекин на маѓепсаниот круг на загуби предизвикани со натамошните продажби на средствата како генератор на понатамошните загуби.

Врз основа на набавките на средствата е поставена фундаменталната дилема што се однесува на фактот дека плаќањето на висока цена за лошите средства, со цел стабилизирање на билансите на состојба на банките, предизвикува обврска на даночните обврзници за подмирување на значителен обем од загубите базирани на банкарските пропусти; но во случај на заштита на интересите на даночните обврзници, платената цена на банките е сигнал за банкрот. Поради оваа причина постои значителен степен на сомнителност на периодично објавените барања од различни авторитети за целосна објава на загубите на банките: пропуштените информации за постоење загуби кај банките, во контекст на континуираниот пад на цените на средствата и економската активност, се очекува да генерираат полоши последици, во случај на нивно квантифицирање, додека нивното објавување, во крајна линија, ќе предизвика директен банкрот.

Што се однесува до „лошите банки“, тие претставуваат само еден инструмент за отстранување на проблематичните средства од билансите на состојба на банките, т.е. инструмент со ограничена можност за елиминирање на потребата од постоење фундаментална одлука за загубите. Во тој поглед јавната дебата е насочена кон избегнување на целосните импликации на историското искуство, особено при споредба на успешниот експеримент во Шведска од почетокот на ’90-тите години со неуспехот во Јапонија, што упатува на фактот дека откривањето на лоша банка претставува универзално решение за сите заразени средства во банкарскиот систем.

Дискусијата за заразените средства и лошите банки треба да се погледне од реална перспектива: појава на неусогласени гледишта помеѓу неподготвеноста на владите за

плаќање на сметките базирани врз грешките на банкарите и обидот на банкарите за ослободување на даночните обврзници во однос на делот на потенцијални загуби, со цел обезбедување опстанок во иднина. Аргументот упатува на неопходната потреба од отворање на прашањето за национализација на банките со влошени перформанси на ликвидност.[28]

До март 2009 година владите имале доминантна корист од капиталот во Fortis, Citigroup, AIG, Royal Bank во Шкотска, Lloyds, но единствено во ограничен број на случаи, како што се Northern Rock, Anglo-Irish Bank и холандските средства на Fortis, постоеше директна национализација. Со други зборови, парите на јавноста беа употребени за да се сочува незадолженоста на банкарите во нивните банки. Како резултат на тоа се сметаше дека основната разлика е базирана на случајот кога вложувањето на јавниот капитал е поврзано со радикално преструктуирање на банката во однос на случајот кога управувањето со банката останува во надлежност на постојниот менаџерски тим.

Со спроведување на постапката на национализација на банки се поврзани низа проблеми, меѓу кои: избор на нов менаџмент, избегнување несоодветно политичко мешање и временско усогласување и процедури за враќање на банката во приватна сопственост. Имено, се смета дека национализацијата е поврзана со значително пониски трошоци за владите, споредено со употреба на алтернативата на континуирано финансирање на неуспешните институции и нивниот менаџмент.[29]

За реализација на практичните цели, национализацијата треба да претставува ефикасна замена на стечајните постапки, со ограничена примена во случајот на банките со потенцијални негативни ефекти како резултат на разнишаната доверба на јавноста.

За ефикасна примена на пристапот за справување со кризата, беше неопходно преземање корективни активности на евидентираните грешки како последица на кризата. Прво, наспроти тврдењето за примена на поврзани и координирани стратегии, de facto од страна на јавните авторитети во Соединетите Држави и поголемите европски земји беа

[28] Во февруари 2009 година, од страна на Европската комисија, беа наведени насоки за третманот при намалување на вредноста на имотот, со поддршка за донесување заеднички европски пристап и дискреционо право на земјите-членки при избор на соодветни инструменти (пр. лоши банки, гарантирање заразени средства).

[29] Види кај Douglas J. Elliott, "Bank Nationalization: What Is It? Should We Do It? ", Initiative on Business and Public policy, The Brookings Institution, Washington, D.C., 26 February 2009.

донесени одлуки за надминување на негативните настани од случај до случај. Оваа состојба предизвика арбитрарни разлики во третманот, како и негативно влијание врз неизвесноста во однос на реалната насока на политиката со несигурни пазари и инвеститори. Во таа насока беше утврдено негативното влијание на дебатата на Соединетите Држави во однос на елиминирање на токсичните средства, лошите банки и национализацијата: во ситуација на неможност на банката за надминување на ликвидносните проблеми, постои потреба за преземање, преструктуирање и повторна продажба на банката на приватни инвеститори од страна на државата.

Од друга страна, со цел обезбедување ефикасно справување со загубите, обврска на финансиските институции претставува зголемената адекватност на капиталот во насока на зголемување на довербата на депонентите и инвеститорите; но даночните услови наметнаа ограничена можност за зголемен капитал на пазарите на капитал, што упатува на потребата од добивање поддршка од страна на министерствата во состав на владите. Поддршката е предмет на соодветна проценка од супервизорските власти за нивната отпорност – со цел изземање на целокупното политичко влијание во процесот. Како резултат на тоа, беа развиени јасни упатства од страна на Европската комисија и Европската централна банка. Овие институции беа насочени кон придржување на препораката на традиционалните доктрини за позајмувач во крајна инстанца, базирана на разликата помеѓу неликвидноста и несолвентноста каде, во случај на неликвидност, се очекува добивање поддршка, додека во случај на несолвентност отворање стечајна постапка. Основниот проблем се однесува на можноста за зголемена несолвентност на банките под влијание на општата ликвидносна криза; наспроти клучната разлика помеѓу национализацијата на банките поради неможност за понатамошно функционирање и банките со услови за понатамошен опстанок врз основа на значителен обем на капитални инвестиции.

Поради тоа се наметна прашањето за зголемување на јавната поддршка, која беше контроверзна особено во Европа, базирана на потребата за примена на општите државни правила во насока на поддршка на новите околности, како и елиминирање на значителен обем на оптоварување на банките во Европската Унија во однос на нивните конкуренти од САД. Во упатството на Комисијата и Европската централна банка беше истакната потребата за т.н. „коридор“ за надополнување во зависност од финансискиот инструмент

како дискрециono право на националните влади и можноста за примена на широк сет на инструменти на регулаторниот капитал, од субординиран долг до обични акции.

Во случај на зголемен обем на инвестиции на јавниот капитал на владите на Европската Унија, постои потреба за зголемена униформност на инструментите и нивното надополнување, со стриктно ограничување на национална дискреција во насока на примена на различните институционални и легални рамки.

Во крајна линија Европската централна банка беше обврзана со исклучително строги лимити во однос на поддршка на ликвидноста во споредба со федералните резерви и Банката на Англија, каде беа преземени мерки за квантитативно олеснување – што претставува директно купување финансиски инструменти емитирани од крајните корисници на фондовите, како што се комерцијалните хартии на портфолијата на секјуритизирани заеми.

Основниот проблем се однесува на ограничената моќ на дејствување на Европската централна банка со Спогодбата на Европската комисија, како и отсуство на поддршка од фискалните власти. Од страна на Грос и Микози[30] во 2008 година беше изнесен предлог во однос на надминување на проблемите без загрозување на независноста на Европската централна банка, базиран на формирање на европски фонд за емисија на Еврообврзници и употреба на расположливите приходи на Европската централна банка за ефикасна реализација на нејзините операции.

Наредниот проблем поврзан со создавање на адекватна регулаторна архитектура се однесува на структурата и организацијата на супервизијата на финансиските пазари во глобални рамки. Наспроти постоењето на консензус за потребата од поблиска соработка на меѓународно ниво, евидентен е ставот дека создавањето на глобален авторитет за супервизија поддржан со далекусежната легална моќ на националните финансиски пазари претставува химера.

Во практиката Финансискиот форум за стабилизација (FSF) зазема улога на водечки форум за соработка и усогласени одлуки од страна на националните влади и регулаторите. Финансискиот форум за стабилизација беше формиран од министрите за финансии и гувернерите на централните банки на групата G-7 во 1999 година, следејќи ги азиските

[30] Daniel Gros and Stefanno Micossi, "A call for a European Financial Stability Fund", CEPS Commentary, 30 October 2008.

кризи од крајот на ’90-тите, со цел промоција на меѓународната финансиска стабилност преку зголемената размена на информации и соработка во супервизијата на финансиските пазари. Оваа организација е составена од националните финансиски авторитети од земјите на G-7 плус Австралија, Хонг Конг, Холандија, Сингапур, Швајцарија и Европската централна банка. На нејзината пленарна седница во Лондон, на 11 – 12 март 2009 година, од страна на Финансискиот форум за стабилизација беше испратена покана за членство на дел од земјите од групата G-20: Аргентина, Бразил, Кина, Индија, Индонезија, Кореја, Мексико, Русија, Саудиска Арабија, Јужна Африка и Турција, како и на Европската комисија и Шпанија.[31]

Врз основа на кризата беше истакната слабоста на постојните аранжмани за супервизија на финансиските пазари во однос на „хоризонталното“ фрагментирање на надлежностите помеѓу мнозинството на различни авторитети внатре во земјите и „вертикалната“ дистрибуција на надлежностите, каде националните ентитети се единствено одговорни за супервизија на супра-националните финансиски конгломерати.

Како последица на делумниот систем на регулација беше евидентирана фрагментираност на финансиските пазари, создавање можности за регулаторна арбитража и зголемени трошоци за мултипликација на регулаторните барања и контроли. Имено, беше утврдена бавна и неефикасна национална и меѓународна координација помеѓу авторитетите, со стотици билатерални и мултилатерални меморандуми на разбирање; неефикасност на колегиумите на супервизори на финансиските конгломерати и отсуство на ефикасно споделување на информации помеѓу националните учесници. Врз основа на сложениот систем е утврдена неможност за добивање унитарна претстава за финансиските пазари од страна на регулаторите, што предизвика намалена заштита на инвеститорите, како и отежнато функционирање на транснационалните финансиски организации поради широкиот спектар правила и продлабочениот регулаторен товар. Оваа состојба наметна потреба за централизација на организацијата за регулација и супервизија во рамките на големите географски области – како што се Соединетите Држави, Европската Унија и Пацификот и потоа воспоставување тесна соработка на регулаторите од макро-областа на

[31]Brunnermeier et al. (2009) предложи зголемување на бројот на членки на Финансискиот форум за стабилизација, како и именување еден претставник на седниците за секоја земја и обврска на земјите-членки за имплемнтација на препораките на Финансискиот форум за стабилизација.

глобално ниво.

Во Соединетите Држави, според планот на Полсон, беше предвидено драстично поедноставување на постојните правила, во полза на системот на регулација со целосен надзор на федералните резерви врз долгорочната макростабилност на сите финасиски ентитети, независно од нивниот легален статус и истовремена примена на заеднички микропрудентен регулатор и управување со бизнис регулацијата.

Во Европската Унија координативната улога за спроведување на регулацијата е во надлежност на „Концептот на три комитети“[32] – CEBS за банки, CEIOPS за осигурителни и пензиски фондови и CESR за берзи – со ограничена легална моќ и целосна зависност од основачките авторитети и надлежност одредена согласно со застарената институционална рамка.

Како последица на отсуството на политичка унија, беше имплементиран широк спектар различни правила: законските и институционалните разлики во комерцијалните кодови, законот за претпријатија, процедурите при отворање стечајна постапка и корпоративното управување, како и утврдување на интересите на креаторите на политиката и даночните обврзници во национални рамки.

Од страна на Лану[33] во 2008 година беше предложен план во насока на создавање на Европски финансиски институт, што предизвика поставување на основата за формирање на европски систем на финансиски супервизори. Во таа насока беше изнесен предлогот за трансформација на нивото на три комитети во три европски управи: Европска управа за банкарство, Европска управа за осигурување и Европска управа за хартии од вредност. Подоцна беше спроведено фузионирање на активностите на CEBS и CEIOPS во една управа одговорна за целокупната микро-дискретна супервизија. Од страна на новиот Европски совет за системски ризик, составен од Генералниот совет на Европската централна банка, претседавачите на управите и Европската комисија, се очекува обезбедување целосна координација и надзор на целокупниот развој. Во овој систем, во надлежност на Европската централна банка е вклучено водење макро-прудентна

[32] Согласно т.н. постапка на Lamfalussy, концептот на три комитети составен од националните институции за регулација треба да издаде насоки за координирање на националната имплементација на директиви (прво ниво) и имплементација на мерките на Европската комисија (второ ниво).

[33] Karel Lanoo, *Concrete Steps towards More Integrated Financial Ovesight: The EU's Policy Response to the Crisis*, CEPS Task Force Report, Centre for European Policy Studies, Brussels, December 2008.

супервизија и улога на позајмувач во крајна инстанца. Според претседателот Трише, оваа задача се однесува на мониторинг и анализа на финансиската стабилност на Европската централна банка, како и развој на системот за предупредување во насока на навремено откривање на ризиците на финансискиот систем, преку тестирање на макро-стресот и советодавна улога за финансиската регулација и супервизија.

Во крајна линија се смета дека од исклучително значење е прашањето поврзано со кредибилитетот и степенот на независност на регулаторите. Имено, независноста на регулаторите претставува една од најголемите придобивки на институционалниот план од крајот на ’70-тите и ’80-тите години, додека во современи услови постои тенденција за ограничено политичко влијание, со цел остварување на профит на товар на регулираните ентитети и енормна штета во однос на угледот на регулаторите. Врз основа на оваа практика, беше изгубена независноста на централните банки во Соединетите Држави и Велика Британија.

1.6. Кризата на хипотекарните пазари

Како најбитен елемент поврзан со разбирањето на шпекулативната криза, претставува социјалната епидемија на размислување за кризата, базирана на колективна опсервација на рапидниот пораст на цените. Имено, постои ограничена можност за утврдување на влијанието на социјалната епидемија на идеи, поради отсуство на директна опсервација на идеите, како и можноста за занемарување на основните причини.

Од страна на извесни набљудувачи од идеолошки аспект, беше заземен спротивставен став во однос на директното влијание на епидемијата врз мисловниот модел при креирање на колективното размислување.

Алан Гринспен во март 2008 година зазеде став дека, по завршување на кризниот период, може да се очекува појава на „еуфорија“ и „шпекулативна треска“. Неговото тврдење се однесува на фактот дека: „Основниот проблем е заснован на состојбата каде, наспроти исклучителниот степен на сложеност на моделите за управување со ризик и економетриските модели, постои значителен степен на едноставност во нивниот концепт при усвојување на целокупниот ред на контролирани варијабли во насока на управување со глобалната економска реалност. Моделот на неопходност претставува апстракција од

деталите во реалниот свет“.[34] Врз основа на тоа, иако Гринспен ја потврди очигледната реалност на кризите, изостана ставот дека доминантно влијание при управување со размислувањето на луѓето има социјалната природа.

Во истражувањето на Карл Кејс и Робер Шилер, спроведено во 2005 година во услови на експанзија на пазарот, беа изготвени проценки за просечниот очекуван пораст на цените помеѓу купувачите на станови во Сан Франциско во наредните 10 години од 9% годишно и просечниот очекуван пораст на цените од 14% годишно.

Заемната спрега зазеде форма на спрега *цена-економска активност-цена*. Растот на шпекулативната цена го охрабри реалниот економски оптимизам, со паралелна појава на зголемено трошење, зголемен економски раст и зголемен оптимизам, што доведе до понатамошно лицитирање на цените.

Основниот елемент на теориите за рационални кризи се однесува на тоа дека сознанието за информациите со кои располага одредена група може да се добие врз основа на набљудување на нивното однесување. Според тоа нивните одлуки се базирани врз акциите на другите, со рационална интерпретација, како изразена валидна информација за економските принципи.

Психолошката, епидемиолошката и економската теорија се насочени кон средината каде повратната спрега на ентузијазмот за шпекулативни средства или повратната спрега за пораст на цените, што предизвика понатамошен пораст на цените, може да се очекува да произведе повремени шпекулативни кризи. Како последица на тоа, евидентно е тврдењето за сложената, но истовремено и случајна и непредвидлива динамика на кризите.

Од страна на федералните резерви на САД беше намалена референтната каматна стапка – стапката на федералните фондови на 1% во средината на 2003 година и одржување на нивото до средината на 2004 година, што го опфати периодот на најбрзиот пораст на цените на домовите. Покрај тоа реалната стапка на федералните фондови беше негативна триесет и еден месец, од октомври 2002 година до април 2005 година, интервал сконцентриран во периодот на најрапиден пораст на цените на домовите. Од 1950 година

[34] Alan Greenspan, *“We Will Never Have a Perfect Model of Risk”, Financial Times,* March 17, 2008, p.9.

единствен период на ниски стапки што опфати долг временски период беше триесет и седум-месечниот интервал од септември 1974 до септември 1977 година.[35]

Овој период на доста лабава монетарна политика не треба да се анализира како егзогена причина за кризата. Монетарната политика на федералните резерви и на останатите централни банки ширум светот беше базирана на економските услови предизвикани од експлозијата на кризата на берзата од 1990-тите.

Имено, реалната проценка за постоење на можност за генерирање на кризата во домувањето, со исклучително негативни ефекти врз американската економија, се очекуваше да предизвика намалена можност за воведување лабава политика од страна на Гринспен и останатите креатори на монетарната политика. Федералните резерви беа прекумерно фокусирани на заштитата од рецесија и дефлација, врз основа на очекувањето за понатамошен раст на цените на домовите, иако со намалена, но неограничена брзина дури и по цена на имплементирање монетарна политика во насока на засилување на кризата.

Намалувањето на каматната стапка не го објаснува генералниот деветгодишен нагорен тренд на пазарот на домување. Периодот на бумот во домувањето беше тројно поголем од периодот на ниски каматни стапки, со забрзана динамика при зголемување на каматните стапки од страна на федералните резерви во 1999 година. Зголеменото влијание на лабавата монетарна политика претставува резултат на растот на емисијата на хипотеки со прилагодлива стапка по 2000 година, особено од страна на кредитобарателите со слаб квалитет. Ваквите хипотеки подобро реагираа на намалувањата спроведени од федералните резерви, споредено со хипотеките со фиксна стапка.

Зголемената побарувачка за хипотеките со прилагодливи стапки претставува резултат на ставот за креирање вештачки пораст на цените. Меѓутоа, очекувањата за зголемени каматни стапки не предизвикаа намалување на побарувачката за инвестирање во недвижности. Имено, очекувањата на инвеститорите во недвижности беа базирани на добивање противнадомест врз основа на брзиот пораст на цените на домовите и проценката на можноста за рефинансирање по пониска стапка како резултат на зголемените цени. Поради тоа беше утврдена експанзија во побарувачката на хипотеките

[35] Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about it,* NJ: Princeton University Press, 2008.

со прилагодлива стапка од страна на кредитобарателите со слаб квалитет, како последица на понизок квантитативен квалитет и можноста за обезбедување сигурна позиција на пазарот на домување.

Поради негативното влијание на кризата, кредиторите беа насочени кон прилагодување на побарувачката за заеми одобрени под пофлексибилни стандарди. Врз основа на тоа, периодот на галопирачки цени на недвижностите кореспондира со периодот на употреба на недокументираните заеми и зголемениот обем на хипотеките со прилагодлива стапка, како и останатите нови типови хипотеки.

Наспроти фактот дека постои солидна основа за понатамошна експанзија на хипотекарните производи, изостана активноста за преземање соодветни мерки на рејтинг агенциите, во насока на намалување на рејтинзите на секјуритизираните хипотекарни производи, базирана на теоретска основа, и покрај веројатноста од опаѓање на цените на домовите.

Како причина за кризата во секторот домување се смета и неуспехот на регулаторите при контролата на агресивното позајмување. Врз основа на дерегулацијата на депозитарните институции и контролата на монетарниот акт, во 1980 година беше извршено укинување на државните лихварски закони и создадена можност за сопствениците за остварување профит од позајмувањето со слаб квалитет врз основа на наплата на каматна стапка, за да се обезбеди изедначеност на трошоците при неизвршување на обврските и одземање на домовите, како и потреба за проширен обем на регулација.[36] Во периодот на неуспех на пазарот на домување, по експанзијата на цените на домовите во 1980-тите години, Владата донесе Акт за финансиска сигурност и издржливост на федералните станбени претпријатија во 1992 година, што придонесе за создавање Служба за надзор на федералните станбени претпријатија, со цел надзор на преземените ризици од спонзорираните агенции на Владата Fannie Mae и Freddie Mac.

Меѓутоа, во годишните извештаи на Службата за надзор на федералните станбени претпријатија до Конгресот во текот на 2007 година, беше евидентирано отсуство на иницијалните сигнали за експанзија во секторот домувањето како основна причина за појава на ризиците.

[36] Ibid 35.

До крајот на 2007 година од страна на банките беа поднесени барања за ослободување од финансиско сметководствениот стандард 114. Според ова правило, утврдено од страна на Одборот за финансиско сметководствени стандарди, беше неопходно објавување на лошите заеми базирани на сегашната вредност на идните готовински текови од страна на банките. Оваа состојба претставува обид за стандардизација на објавувањето на ваквите обврски, што предизвика намалена можност за затајување од страна на регулаторните архиви.

Проблемите на хипотекарниот пазар со послаб квалитет за првпат беа забележани во САД во 2007 година и постепено беа дисперзирани во останатите земји. Цените и сопственоста на домовите го достигнаа својот максимум кон крајот на 1990-тите, при што инвестирањето во домови изгледаше како вистински начин да се обезбеди финансиска сигурност и богатство.

Стапките на сопственост на домови во САД беа зголемени во текот на периодот 1997 – 2005 година во сите региони, кај сите старосни групи, раси и доходовни групи. Во согласност со Цензусот на САД, беше евидентирано зголемување на стапката на сопственост на домови од 65.7% на 68.9% во истиот период.

Имено, беше неопходно да се одреди влијанието на настаните што претставуваа претходник на кризата на нискоквалитетни хипотеки. Како последица на исклучително високото ниво агресивни хипотекарни кредитори, комбинирано со обемот на поднесени жалби на проценителите и високата стапка на задоволни кредитобарателиˏ беше овозможено потхранување на бумот во домувањето. Покрај тоа беше утврден намален интерес за ризикот на отплата кај сопствениците на хипотеки насочени кон распродажба на хипотеките на секјуризаторите. Имено, од страна на овие субјекти беше утврдено преземање активности за проценка на способноста на кредитобарателите за отплата на заемите, при што изостана реализацијата на обврската на верифицирање на доходот на кредитобарателите во надлежност на внатрешната служба за приходи. Од друга страна, кредиторите со лоша кредитна историја беа наведени на позајмување на балонскиот хипотекарен пазар од послаб квалитет. Овие хипотеки беа спакувани, продадени и препродадени на софистициран, но мистериозен начин на инвеститорите ширум светот и на тој начин беше креирана основата за почеток на кризата од глобални размери. Врз основа на кризата во секторот на домувањето, комбинирана со имплицитниот

стимулативен систем кај секјуритизациониот процес, се зголеми моралниот хазард и дополнителните стимулации во насока на преземање шпекулативни активности на хипотекарните кредитори.

Како резултат на високите цени на домовите, беше обезбедена профитабилност при изградбата на станови и зголемен удел на станбените инвестиции во бруто домашниот производ на САД на ниво од 6.3% во четвртиот квартал на 2005 година, што претставува највисоко ниво од бумот во домувањето пред Корејската војна во периодот 1950/51 година. Големата понуда на нови станови предизвика презаситеност на пазарот и надолен тренд на движење на цените на домовите во САД од средината на 2006 година. Забрзаниот пад на цените предизвика колапс во бумот во изградбата на станови.

Кај кредитобарателите со послаб квалитет беше евидентирана неможност за извршување на обврските во моментот на надминување на вредноста на неподмирените долгови споредено со вредноста на нивните домови, т.е. неможност за поднесување на повисоките месечни отплати со тековните доходи.

Кризата се прелеа и во другите сектори, покрај домувањето. Несолвентноста врз основа на кредитните картички и автомобилските заеми забележа експанзија од широк обем. Кредитните рејтинзи на осигурителите на општинските обврзници беа деградирани, создавајќи ризик за проширување на проблемот до државното финансирање и финансирањето на локалната влада.

Бумот на пазарите на недвижности ги покажа знаците на својот максимум, или во најмала мера разорните ефекти, во многу земји. Ефектите на финансиската криза беа пренесени и во други земји, каков што е случајот со IKB Deutsche Industrienbank AG, SachsenLB, WestLB и BayernLB во Германија, неуспехот на средствата спонзорирани од BNP Paribas во Франција и работата на Northern Rock Building Society во Велика Британија.

По одреден временски период креираните проблеми надвор од Соединетите Држави имаа повратна спрега во земјата, што се манифестираше преку опаѓање на вредноста на доларот, несигурната берза и други финансиски неуспеси.

1.7. Шпекулативните активности при одобрување на хипотекарните заеми

Технолошката експанзија, нападот од 11 септември и инвазијата на Авганистан и Ирак беа основни предуслови за појава на финансискиот шок на нискоквалитетни хипотеки на почетокот на претходната декада. Поради падот на берзата, од страна на Одборот на федералните резерви се спроведе намалување на каматните стапки. Кон крајот на летото 2003 година беше утврдено рекордно ниско ниво на федералната резервна стапка под директна контрола на федералните резерви.

Врз основа на влијанието на два фактори за појава на исклучително ниските каматни стапки и зголемената глобална инвестициона побарувачка, во комбинација со растот на интернет технологијата, беше означен почетокот на периодот на интензивни финансиски иновации. Воведувањето нови начини за инвестирање претставуваше посебен домен на работа на Wall Street: од 1970 година, банкарите и трговците воведоа нови фјучерси, опции и деривати на владиниот и корпоративниот долг – како и обврзници врз основа на станбени хипотекарни плаќања.[37]

Денес месечното хипотекарно плаќање не се изведува со едноставен трансфер од тековната сметка на сопственикот на станот на сметката на банката. Наместо тоа се здружуваат во пул стотици други индивидуални хипотекарни плаќања, кои формираат готовински тек што се движи кон инвеститорите на нови обврзници покриени со хипотека. Емитентот на заемот – банката или хипотекарниот брокер е одговорен за прибирање готовината и контрола на документацијата.

Со започнување на тргувањето со хипотекарните и потрошувачките заеми, на начин на кој се тргува и со останатите хартии од вредност на берзата, Wall Street донесе одлука за нивна поделба и изложеност на различен степен на ризик.

Глобалните инвеститори беа насочени кон купување хартии од вредност обезбедени со американски станбени хипотекарни кредити. Од историски, беше забележана зголемена сигурност на американските сопственици на домови поради можноста за отплата на хипотеки и во периодот на нарушена економска активност. Наспроти тоа, кај одредени

[37] Mark Zandi, *Financial Shock: A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis,* Financial Times Press, New Jersey, 2009.

региони беше евидентиран пад на цените на домовите и зголемени неплаќања по доспеани хипотеки.

Новите кредитни производи беа наменети за домаќинствата со ограничен пристап до стандардните форми на кредит, како што се хипотеките. На кредитобарателите кои не поседуваа солидна кредитна историја, или дури и оние без кредитна историја, им беа одобрувани кредити. Наспроти почетното релативно ниско ниво на заработки базирани на продажба на домовите, настапи период на зголемена атрактивност на овие производи, во споредба со изолираната берза и каматните стапки формирани на најниско можно ниво за депозитните сметки на банките. Купувачите на станови согледаа можност за остварување огромна заработка на домовите со прифаќање големи хипотеки. Покрај тоа каматните плаќања на хипотекарните заеми беа ослободени од данок и од средината на ’90-тите години, дури и капиталните добивки кај најголем број продажби на домови не беа предмет на оданочување.

На пазарите за домување вообичаена појава станаа шпекулативните активности кои ја иницираа појавата на кризата на нискоквалитетните хипотекарни заеми. Шпекулантите во домувањето настојуваа да извршат брзо купување и продажба со цел да остварат висок профит. Експанзијата на шпекулативните активности предизвика зголемена атрактивност на инвестициите во секторот домување кај сопствениците на домови. Имено, тоа се должи на претпоставката дека: цените на домовите покажаа тренд на силен нагорен раст, па треба да се очекува дека ќе продолжат да се зголемуваат и во иднина. Тоа овозможи создавање милиони работни места – за изградба, продажба и финансирање на домовите, што придонесе за значително зголемување на богатството на сопствениците на домови. Домовите во голем обем станаа најбитна ставка во средствата на мноштвото биланси на состојба на домаќинствата.

Сопствениците на домови станаа експерти при позајмување врз основа на зголемениот капитал на нивните домови, при што започнаа со рефинансирање на поголеми хипотеки и влечење големи капитални линии на домовите. Со тоа на бумот во домувањето уште повеќе му се зголеми економското значење и поради фактот дека вонредната готовина го финансираше потрошувачкото расипништво.

Тоа беше и мотивот од кој тргнаа централните банкари на федералните резерви при намалувањето на каматните стапки, со цел поттикнување на дополнително трошење. Во

крајна линија суштината на флексибилната монетарна политика се состои во зголемување или намалување на брзината на економијата со регулирање на текот на кредити преку финансискиот систем и економијата.

Првите знаци за крај на просперитетот во домувањето се појавија пролетта 2005 година. По неколку години на турбулентни цени на домовите и речиси една година на растечки каматни стапки, голем број купувачи на домови не беа во можност да си допуштат купување на огромни хипотеки. Притоа не само што исчезнаа лицитациските војни помеѓу купувачите на домови, туку и многу продавачи не беа во можност да ги изготват своите ценовници, поради исклучително брзиот пораст на бројот на недвижности за продажба. Кај шпекулантите во домувањето беше зголемена потенцијалната опасност од загуба на капиталот, додека состојбата на сопствениците на домови со големи хипотеки предизвика ограничена можност за прифаќање на помал износ од потребниот при отплата на постоечките хипотекарни заеми.

Инвеститорите на глобално ниво многу бавно ги согледаа растечките проблеми на пазарот на домување и хипотекарниот пазар во САД. По појавата на извесна несигурност во почетокот на 2007 година, кога пазарот на акции во Кина забележа извесни потешкотии, беше утврдено исклучително ниво на раст на цените на акциите и обврзниците на глобално ниво.

Кон крајот на пролетта 2005 година, од страна на низа реноминирани инвестициони банки, вклучително и банката Bear Stearns, беше објавено дека кај дел од нивните хеџ фондови насочени кон агресивно инвестирање во хартии од вредност обезбедени со хипотеки, се забележани значителни загуби на готовина и отворање стечајни постапки. Кај најголем дел од глобалните пазари на акции, обврзници и недвижности тргувањето достигна рекорно високо ниво, што предизвика значаен степен на задоволство кај инвеститорите по однос на вклучените ризици. Во текот на 2007 година финансискиот шок на нискоквалитетните хипотекарни заеми се прошири во глобални рамки.

Имено, беше евидентирано затворање на одредени сегменти од пазарот за хартии од вредност врз основа на хипотеки. Наспроти тоа беше утврдена континуирана емисија на хартии од вредност кај обврзниците осигурени од страна на Федералната администрација за домување како сегмент на федералната влада и владините компании за јавно тргување поддржани од страна на Владата, Fannie Mae и Freddie Mac. Од друга страна, беше

забележан прекин на емисиите на обврзници обезбедени со нискоквалитетни хипотекарни заеми.

1.8. Спроведување на секјуритизацијата со употреба на хипотекарни хартии од вредност (MBS – Mortgage Backed Securities)

Како резултат на процесот на секјуритизација беше обезбеден поширок спектар на потенцијални средства за инвеститорите на глобално ниво, што предизвика пореална проценка на големината на ризикот во портфолиото на хартии од вредност. Владините регулатори и креаторите на политиката покажаа наклоност кон секјуритизацијата, поради можноста за поделба на ризикот и ограничените предуслови за појава на финансиската криза. Финансирањето на заемите беше во надлежност на финансиските институции, како комерцијалните банки и штедилниците, или се спроведе препакување во вид на обврзници и продажба на инвеститорите, со цел чување или тргување на глобалните финансиски пазари.

Пред 25 години мноштвото хипотекарни заеми беа финансирани на застарен начин: со позајмување на претходно прибраните средства во вид на депозити од страна на комерцијалните банки, штедните и заемовните институции. Секој десетти хипотекарен заем беше секјуритизиран, при што пазарот на хартии од вредност беше во целост раководен од владините агенции Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae – агенција која ги осигурува хартиите од вредност врз основа на хипотека обезбедени од страна на Федералната администрација за домување и Администрацијата на ветерани.

Во текот на ’80-тите и ’90-тите години на минатиот век настанаа суштински промени при спроведувањето на процесот на секјуритизација. Секјуритизацијата достигна рекордни размери, што делумно е резултат на надолниот тренд на штедната и заемовната индустрија. Колапсот овозможи следење на лошото раководење со претходно емитираните хипотекарни хартии од вредност со фиксна каматна стапка од страна на штедните и заемовните институции. Кон крајот на ’80-тите години Fannie Mae и Freddie Mac станаа компании кои вршат јавно тргување со хартии од вредност, потег кој им овозможи непречено функционирање во однос на Владата, што во крајна линија не предизвика одземање на привилегијата како „владини спонзорирани претпријатија“. Владините агенции Fannie Mae и Freddie Mac беа во можност да обезбедат зголемување на

готовината со одобрување заеми со пониска каматна стапка и зголемена доверба на инвеститорите во овие институции во однос на останатите банки. До средината на ’90-тите години беше евидентирана секјуритизација на над 50% од хипотекарните заеми.

Во почетокот на ’90-тите години пазарот на хартии од вредност беше подложен на значителна трансформација, што предизвика зголемено учество на приватните финансиски институции. Со ограничување на правото за емисија на нискоквалитетни хипотеки, хипотеки од типот Алт_А и големи заеми на државните агенции Fannie Mae и Freddie Mac, беше овозможен влез и проширување на пазарите за овие инструменти на останатите институции. Во моментот на експанзија на претходната активност, пред појавата на шокот на нискоквалитетни хипотеки, една петтина од хипотекарните заеми беа финансирани со хартии од вредност од приватна емисија.

За институциите – емитенти на заеми (комерцијалните банки, но и небанкарските хипотекарни кредитори) секјуритизацијата овозможи намалување на ризикот и ослободување на готовина за дополнително кредитирање. За инвеститорите на глобално ниво обезбеди можност за инвестирање во далеку поширок опсег на средства и прецизно определување на ризикот во нивните портфолија. На креаторите на политиката секјуритизацијата им овозможи целосна дисперзија на ризикот помеѓу инвеститорите на глобално ниво.

До средината на 2008 година дојде до проширување на ефектите на шокот предизвикан од кризата на нискоквалитетни хипотеки, што доведе до завршување на започнатиот циклус на хипотекарното кредитирање. Колапсот на секјуритизацијата со приватна ознака обезбеди можност за банките, штедните и зајмовните институции и владините агенции за надоместување на празнината преку креирање на примарни заеми на исклучително високи износи.[38]

[38] Заемите во портфолијата на банките гласат на понизок износ во однос на примарните заеми со исклучително ниско ниво на распон помеѓу стапките на примарните заеми и трошоците за нивно финансирање. Овие заеми се со повисок квалитет во однос на секјуритизираните заеми врз основа на ризикот за чување во билансот на состојба на банката.

1.9. Одговорот на финансиската регулација на кризата

Прудентниот пристап предизвика ограничена можност на креаторите на политиката за надминување на кризата.

Од друга страна, значителното намалување на каматната стапка од страна на федералните резерви во почетокот на 2008 година не ја постигна очекуваната ефикасност, врз основа на фактот дека основната врска помеѓу монетарната политика и стопанството во целина се огледа во нормалното функционирање на секторот домување и хипотекарните пазари. Секторот домување претставува исклучително сензитивен сегмент на економијата на промените на каматните стапки. Покрај тоа се смета дека ограниченият обем на хипотекарни кредити ја елиминира можноста за зголемена продажба на домови наспроти ниското ниво на каматни стапки.

Врз основа на новиот кредитен механизам на федералните резерви и подготвеноста да се помогне во решавањето на колапсот на Bear Stearns, беше подобрено функционирањето на финансискиот систем, што обезбеди пролонгиран мандат на Централната банка. Аферата Bear Stearns предизвика одредена критика кај аналитичарите во насока на зголемена внимателност на инвеститорите и очекување на ист третман при наредната криза.

Рекордно високите цени на нафтата придонесоа намалувањето на данокот летото 2008 година, како дел од фискалниот стимулативен пакет, да не ги даде очекуваните ефекти. Секое пени пораст на цената на галон нафта предизвика зголемување на дополнителното трошење на американските домаќинства над 1 милијарда долари .

Политиките кои ги промовираа решенијата помеѓу хипотекарните кредитори и проблематичните кредитобарателиа, како што се Денешна надеж и Проектот за спас, беа прекриени со големината на проблемот и променливите сили зад него. Имено, од страна на креаторите на политиката беа понудени следните долгорочни решенија за надминување на кризата:

1) Воведување доброволен план за запишување на хипотеки

За надомест на проблематичните хипотеки е неопходно нивно модифицирање од страна на кредиторите, што се очекуваше да се оствари со намалување на ненаплатената главнина. Оваа активност ќе овозможи задржување на сопственоста на становите од страна на кредитобарателот, избегнување на скапата постапка при одземање на станот од

страна на кредиторот и елиминирање на можноста за самозасилувачкото темпо на деструктивниот циклус во економијата, кога падот на цените на домовите може да предизвика одземања и генерирање на позначителен пад на цените на недвижностите.

Текот на ефективниот план за запишување на хипотеки беше поврзан со извесни потешкотии. Имено, не постои можност за остварување корист при целосно придржување на постапката за запишување на заеми на кредиторите, ниту на сопствениците на домови насочени кон зачувување на постоечките хипотеки изложени на значителни финансиски притисоци. Трошокот за економијата во целина се состои во изгубените работни места, богатството и даночниот приход, што упатува на фактот дека доколку проблематичните кредитобарателиневе добијат финансиска помош, ќе настане значително повисок трошок од трошокот неопходен за нивно спасување.

2) Креирање прецизни правила за позајмување на хипотекарни заеми

Во насока на обезбедување заштита од повторување на колапс во домувањето, по завршувањето на тековната криза, беа предложени неколку мерки. Една од најзначајните мерки се состои во усвојување на јасни инструкции од страна на федералните резерви за соодветно хипотекарно позајмување: според предложените правила на федералните резерви, кредиторите треба да ја разгледаат способноста на кредитобарателот за отплата и да ги потврдат доходот и средствата на кредитобарателот. Имено, беше предвидено исклучување на казните за авансно плаќање, доколку сопственикот на домот изврши нивно рефинансирање во текот на 60 дена по враќањето на заемот со прилагодлива стапка, при што е утврдена обврската на кредитобарателите за воведување на депозитни сметки за даноци и осигурување.

3) Лиценца за хипотекарните брокери

Постои општа согласност дека сите хипотекарни брокери треба да поседуваат лиценца. Државните регулатори на банките беа насочени кон воспоставување поцврсти стандарди за брокерите со барање за полагање тестови и земање на отпечатоци од страна на FBI. Покрај тоа државните регулатори лансираа информационен систем за позајмување низ целата земја: интернет база на податоци со идни акции на засилување и биографски податоци за сите лиценцирани хипотекарни брокери и кредитори.

4) Проширена база на податоци

Недостатокот на навремени и точни информации предизвика искривена способност на креаторите на политиката за навремен одговор на финансиски шок на нискоквалитетни хипотеки. Податоците за хипотекарните престапи и неизвршувањата на обврските води потекло од низа приватни извори, што ја ограничи можноста на регулаторите или останатите лица за проценка на експанзијата на кризата.

Во насока на обезбедување на адекватен збир на податоци врз основа на Актот за објава на хипотеката на домовите, беше забележана зголемена динамика кај механизмот за проширување на збирот на владини податоци. Во согласност со Актот за објава на хипотека на домовите, беше неопходно објавување одредени информации за сите апликации и одобрувања заеми кај мнозинството хипотекарни сопственици. Оваа активност се состоеше од: податоци за кредиторот, локацијата, доходот и етничката група на кредитобарателот, утврдување на прва или втора хипотека на заемот, одобрување заем за купување или за рефинансирање, како и износот на заемот и висината на каматната стапка. Покрај тоа постои потреба за проширување на објавените барања со цел вклучување на хипотекарни сервисери кои, во најголем број случаи, претставуваа кредитори одговорни за известување, согласно со Актот за објава на хипотеката на домовите. Од сервисерите се очекуваше обезбедување информации за престапите и неизвршувањето на обврските, како и известување за различните типови заеми и кредитните проблеми на кредитобарателите.

5) Реформа на расчленетиот процес на одземање хипотеки

Тековниот систем на одземање хипотеки е комплексен збир од закони и правила кои значително се разликуваат од земја до земја. Процесот на одземање обично повлекува три чекори: прво, неплаќање на заемот над 6 месеци по првата пропуштена отплата на заемот, потоа аукција за одземање и на крај продажба на имотот од страна на банката.

Федералната влада изврши преструктуирање на Законот за отворање стечајна постапка во 2005 година со цел да обезбеди зголемена униформност низ државите, при што оваа активност треба да се спроведе и при постапката за одземање на домовите. Федералниот систем на одземања треба значително да го намали трошокот на процесот на одземање, да биде изедначен за кредитобарателите и кредиторите и да овозможи поверодостоен збир на податоци и информации. Федералниот процес на одземање треба да го стандардизира

времето помеѓу неисплатата на хипотекарниот заем и аукцијата. Федералниот систем на одземање на домовите е насочен кон примена на одземање по судски пат, наспроти повисоките трошоци при употреба на оваа постапка. Од кредиторот се бара регистрација на спорот, што им дава на потрошувачите поголема заштита од злоупотреба. Федералното одземање треба да го елиминира правото на спас, што му дава на оригиналниот сопственик на домот шанса да го реоткупи одземениот дом до истекот на една година по завршувањето на аукцијата.

6) Инвестиции во финансиско образование

Ограниченото финансиско образование претставува фундаментална причина за финансиски шок во сегментот нискоквалитетни хипотеки. Според испитувањата на федералните резерви направени пред појавата на шокот на нискоквалитетни хипотеки, кај речиси половина од купувачите на домови со низок доход постоеше ограничена можност за опис на основните карактеристики на нивната хипотека. Ограниченото финансиско образование на нацијата предизвика сплет на неефикасни одлуки при позајмувањето, штедењето и инвестициите. Имено, се смета дека штетните последици на оваа состојба ќе предизвикаа помал обем на негативни последици во периодот пред 10 до 25 години поради ограниченият избор на финансиски производи.

7) Модификација на сметководството базирано на тековна пазарна вредност

Основната карактеристика на претходните финансиски кризи се однесува на ограниченият обем на имплементирани сметководствени правила. Појавата на шокот на нискоквалитетни хипотеки претставува делумна последица на исклучително ригидните правила. Во насока на тоа постои потреба од прилагодување на сметководствените стандарди базирани на тековната пазарна вредност. Финансиските институции беа принудени во најкраток рок да ја прилагодат книговодствената вредност на своите средства, што ќе обезбеди реален одраз на пазарните цени. Експанзијата на шокот на нискоквалитетни хипотеки предизвика стагнирање при тргувањето на пазарот на хипотекарни хартии од вредност. Оваа состојба доведе до нарушено фукционирање на хипотекарните пазари и пазарите за домување. Поради тоа се наметна потребата од прилагодување на сметководствените правила базирани на тековна пазарна вредност, што обезбеди воведување променливи цени на средствата во текот на времето. Наместо вреднување на средството по доминантната цена во претходниот квартал, постои можност

за употреба на просечна пазарна цена на средството во текот на изминатите четири квартали.

8) Зголемена финансиска транспарентност и одговорност

Транспарентноста и одговорноста имаат пресудно влијание за добро функционирање на финансискиот систем. Транспарентноста значи достапност на навремена, значајна, доверлива и комплетна информација во однос на финансиските производи, институции и пазари. На транспарентните пазари финансиските играчи агресивно позајмуваат, кредитираат, купуваат и продаваат. Основна карактеристика на финансиските производи претставува нетранспарентниот карактер. Комплексни хипотекарни заеми се нудат на купувачите на домови и речиси неразбирливи хипотекарни хартии од вредност се продаваат на инвеститорите. Голем број финансиски институции се кријат во сенка и надвор од регулаторната светлина. Од страна на големите банки во глобални рамки се преземени ризиците во насока на ограничена транспарентност на деловните книги, пред резлизираната принуда за преземање одговорност. Притоа во прашање е доведен и интегритетот на каматната стапка LIBOR, дневниот финансиски репер кој се употребува за пресметување на финансиските трошоци ширум светот.

Обезбедувањето транспарентност и одговорност бара сигурен регулаторен надзор, кој наизменично ќе биде овластен од Конгресот и извршната филијала. Во моментот кога од страна на федералните резерви беше понудена последна шанса за спас на брокерско-дилерската индустрија преку новите кредитни активности и одлуката за колапс на инвестиционата банка Bear Stearns, еднаквата размена требаше да обезбеди повнимателно набљудување врз капиталот и активностите на индустријата.

9) Реорганизација на финансиската регулација

На регулаторната рамка одговорна за надзор на финансискиот систем на нацијата ѝ беше потребна добра реорганизација. Тековната византиска регулаторна структура доведе до појава на финансискиот шок на нискоквалитетните хипотеки и избегнување на регулаторниот надзор за најагресивните кредитори.

Регулаторниот надзор се стреми да биде проциклични. Во услови на добар кредитен квалитет и агресивно кредитирање постои намалена можност за наметнување на дисциплина од страна на регулаторите, додека во случај на слаб квалитет кредиторите наменуваат позатегнати правила и поцврсти дисциплински мерки. Оваа активност се

очекува да обезбеди поттикнување на промените во стандардите на позајмување и кредитната расположливост.

„Нацртот на финансиската регулаторна реформа“ на Министерството за финансии на САД претставува прифатлива опција. По дебаклот со хипотеките планот треба да го утврди комисија која ќе создаде минимални барања за лиценца на кредиторите и пристап во калибарот на државни регулатори. На долг рок планот на министерството за финансии предлага консолидација на тековната регулаторна структура во три основни агенции. Притоа ќе настане промена на основниот концепт на регулација, т.е. замена на агенциите за набљудување на специфичните типови на финансиски институции со специјализирани регулатори за различни типови ризици и активности. Со оглед на фактот дека федералните резерви се одговорни за стабилноста на целокупниот финансиски систем, нивниот мандат се очекува да опфати каков било ризик што му се заканува на системот, без оглед на тоа дали се вклучени банки или хеџ фондови. Федералните резерви единствено одговараат за оваа задача што им дава централна позиција во глобалниот финансиски систем, значајни финансиски и интелектуални извори и историја на политичка независност. Втората регулаторна агенција ќе ја надгледува секоја финансиска институција која добива експлицитна владина гаранција. На кредиторите им се укинува можноста за избор на регулатор, а нивното работење треба да биде во согласност со постојните стандарди. Третата регулаторна агенција има за цел да ги заштити потрошувачите преку мониторинг на начинот на продажба на производите на финансиските институции.

10) Заштита од креирање на балоните на средства

Долго време се сметаше дека федералните резерви не треба да се грижат за балоните на средства: се креираше монетарна политика без оглед на цената на инвестициите, како што се хартиите од вредност или недвижностите. Одредени сомневања по однос на ова гледиште придонесоа да се идентификуваат инвестиционите балони. Според тоа федералните резерви треба да се држат до грижата за инфлацијата и реалната економија; ако балонот експлодира, улогата на централната банка е да ги отстрани негативностите и да ја ограничи економската штета.

Расчистувањето на економскиот неред по експлодираните балони се покажа како исклучително комплексна активност за федералните резерви. Финансискиот систем претставува клучниот канал помеѓу монетарната политика и економијата и е обично

жртва на потонатите пазари. Примената на пониските каматни стапки не може да обезбеди помош за економијата со нарушена активност доколку не постои зголемен обем на евтини кредити за бизнисот и домаќинствата.

Имено, постои можност за точна идентификација на балоните. Тие се одликуваат со рапидно зголемување на цените, зголемен левериц, прилив на трговска маса и пристигнување на неискусни и несофистицирани купувачи на пазарот. Непобитен е фактот дека балоните имаат фундаментално потекло – без оглед дали тоа е интернет настап за хартиите од вредност, ниските каматни стапки во секторот домување или побарувачката за нафта на Кина.

За појава на балоните е неопходно постоење на голем обем на кредити, а регулаторите располагаат со низа начини за обезбедување влијание врз текот на кредити. Федералните резерви што ја одредуваат монетарната политика на нацијата и се нејзин главен финансиски регулатор можат да ги намалат тековите на идните финансиски кризи преку адекватна употреба на нејзините регулаторни сили.

II. ВЛИЈАНИЕТО НА СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА ВРЗ ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ НА РАЗВИЕНИТЕ ЕКОНОМИИ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНА ФИНАНСИСКА КРИЗА

1. Влијанието на секјуритизацијата врз финансискиот систем на САД во услови на криза

1.1. Кредитниот ризик како предизвик на светското глобално стопанство

Кредитниот ризик се јавува како последица на склучените или потенцијалните финансиски трансакции помеѓу кредитодавателите и корисниците на средствата. Во преткапиталистичките општества семејството и неограниченото богатство беа единствени носители на кредитниот ризик. Со формирањето на акционерските друштва се создадоа ентитети кои беа во можност да ги здружат ресурсите, да го поднесат економскиот ризик, да позајмат пари и нивното опстојување да биде независно од животниот век на сопствениците. Финансиските посредници беа создадени со цел да дојде до здружување на заштедите во пул, од кој ќе се обезбедат средства за крајните корисници. Пред трошоците за камати да добијат повластен даночен третман, пазарот на заеми им овозможи на корпорациите зголемување на средствата од надворешни инвеститори со употреба на корпоративни средства или владина гаранција за обезбедување на нивното позајмување. Пазарите на обврзници и банките беа доминантни извори на заемовен капитал.

Со брзиот пораст на пазарите останатите извори на средства постепено го презедоа пазарниот удел на банките. Врз основа на воведените високоризични обврзници, хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства и комерцијални хартии од вредност, беше утврдена замена на класичното финансирање на банките.

За управување со кредитниот ризик беа развиени низа иновативни производи, меѓу кои најзначајни се:

- Трансакциите базирани на структурираното финансирање, како што облигациите покриени со хипотека (collateralized mortgage obligations) и хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства. Овие инструменти овозможија здружување на средства и пренесување во целост или делумно на кредитниот ризик поднесен од емитентот на новите инвеститори, или во одредени случаи на еден или повеќе гаранти.[39]

[39] Како резултат на осигурувањето на општинските обврзници и банките насочени кон тргување со општински обврзници, во текот на подолгорочен временски период е овозможено намалување на кредитниот ризик преку здружување во пул и гаранции.

- Менувачници и клириншки куќи. Со воведување на структурирана средина, овие ентитети ја минимизираат потребата на договорните странки за создавање посебен механизам за управување со изложеноста на кредитниот ризик на договорните страни.
- Кредитните деривати како инструмент за модификикација на кредитниот ризик на основното средство. Кредитодавателот кој одбива и понатаму да го презема кредитниот ризик на средството не е принуден да изврши негова итна продажба. Со воведување на поедноставни и посложени финансиски инструменти, се создаде еден вид механизам за осигурување од пренесување на ризикот од неплаќање, а во одреден случај и од селење на капиталот. Пазарот на кредитни деривати овозможи трансформација на зајмовните активности на начин кој не беше реално остварлив неколку години претходно.

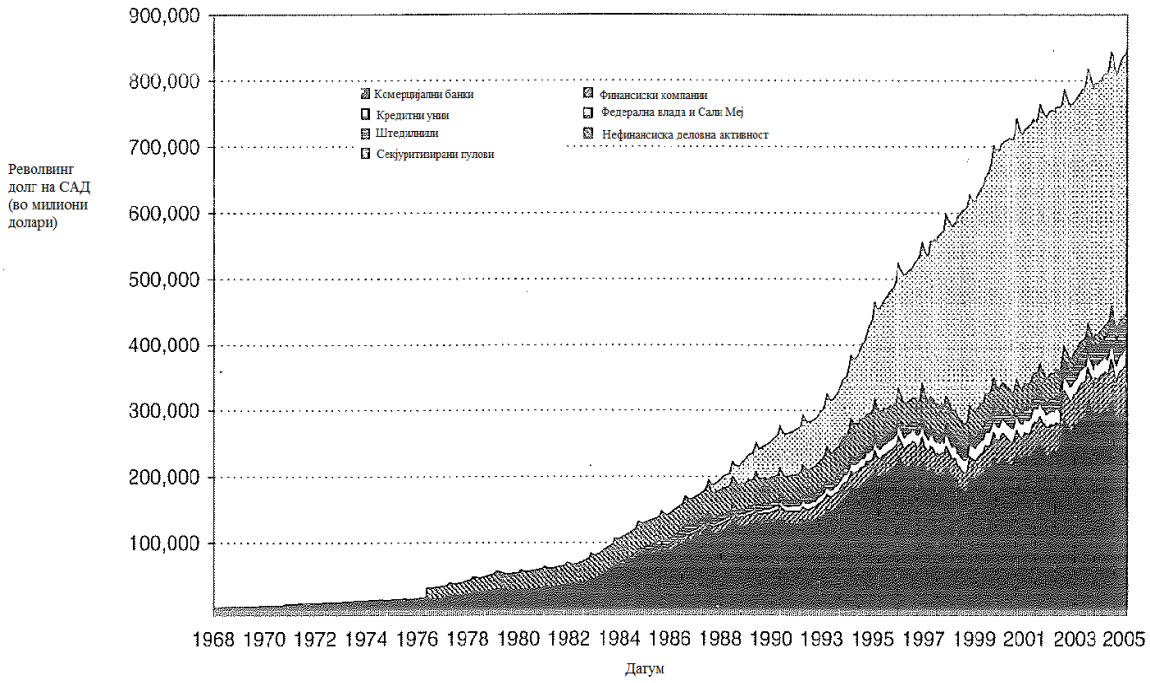
Како последица на појавата на нови финансиски иновации, беше утврдена промена на кредитниот ризик. Кај прворангираните хартии од вредност и ниско рангираните хартии од вредност беше извршено сегментирање и прераспределба на кредитниот ризик. Со цел избегнување на веројатноста од намален рејтинг на целокупната емисија, поради лошите перформанси на изолираниот сегмент, настана поделба на структурите во одделни класи.[40] Врз основа на употребата на финансиските иновации, се обезбеди разводнување на ризикот и негово препакување во удели, со цел реализирање на интересите на различните типови инвеститори. Ваквиот пристап за кредитниот ризик се промени од дефанзивна активност во офанзивна можност, при што кредитниот ризик овозможи отворање на нови канали на текот на средствата. Кај новата генерација финансиски компании финансирани со хартии од вредност врз основа на нехипотекарни хартии од вредност, настана здружување во пулови на облигациите покриени со заеми, кои беа поделени во највисоки, високи, средни и најниски транши.

Позајмувањата на државната благајна на Соединетите Американски Држави беа поврзани со одржување на солвентноста на федералната влада. Наспроти тоа целта на позајмувањата на корпорациите претставува остварување на профит и иден развој, додека позајмувањата на малите претпријатија беа насочени кон проширување на сопствениот капацитет.

[40] Marcia Myerberg, The Use of Securitization in International Markets, In *A Primer on Securitization*, edited by L.T. Kendall and M.T. Fishman, Cambridge, Mass: MIT Press, 1996.

При купување производи или користење услуги без директно плаќање доаѓа до појава на елементи на кредитен ризик. Емитентите на кредитни картички го преземаат кредитниот ризик заедно со сопствениците на кредитните карички, како што хипотекарните заемодаватели го поднесуваат кредитниот ризик со нивните заемобаратели.

Графикон 1: Револвинг долг на САД во периодот од 1968 до 2006 година



Извор: Федерална корпорација за осигурување депозити (2006).

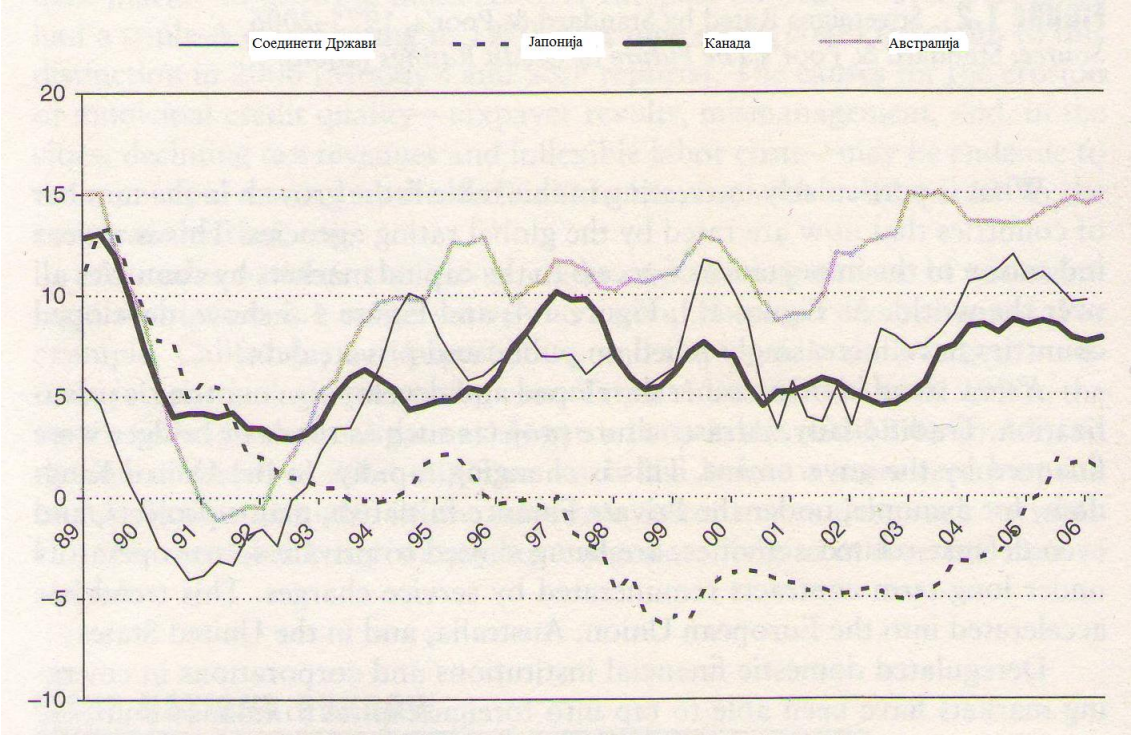
Во Европа настана значаен пораст во леверицот на корпорациите и поединците, особено во Велика Британија каде постојат приближно исти модели со Соединетите Држави. Кон овие земји се придружија и транзиционите пазари чии земји, корпорации и индивидуи согледаа дека кредитот претставува важен инструмент кој ќе овозможи економски напредок.

Нов тренд во развиените и земјите во развој претставува почетокот на приватизацијата. Финансирањето на изградбата на инфраструктурните проекти, како што се патиштата и мостовите, првенствено беше во надлежност на Владата. Со почетокот на реформите во Велика Британија, под влијание на приватната иницијатива за финансирање, клучните проекти, па и активностите поврзани со одбраната, беа пренесени во надлежност

на операторите од приватниот сектор кои ја извршуваа наплатата на трошоците за извршените услуги.

Дерегулираните домашни финансиски институции и корпорации на транзиционите пазари се задолжуваа со странски капитал за да го финансираат домашниот раст.

Графикон 2: Кредитен раст на развиените земји во периодот 1990 – 2006 година



Извор: Годишен извештај на банката за меѓународни порамнувања, 2007 година

Искористувањето на кредитите им овозможи на поединците со најниски приходи купување станови, автомобили и потрошувачки добра, тоа придонесе за опаѓање на невработеноста и зголемување на економските можности. Како резултат на кредитите беше остварено забрзано темпо на раст и напредок на компаниите. Владините агенции во цел свет употребуваа кредити за изградба на инфраструктурни проекти за кои не постоеше можност за финансирање од годишните буџети. Поради тоа левериџот беше неопходен за управување со потребните инвестиции за функционирање на стопанството и развој на нови производи и услуги. Диверзификацијата на економиите, што претставува огромна промена во споредба со ситуацијата од пред 100 години, ја зајакна стабилноста на економиите и ја намали ризичноста анализирана од систематски аспект.

Кај кредитите настана рапиден пораст под влијание на следните причини:

- Финансиско продлабочување кое настанува кога кредитот се одобрува и на оние категории кои претходно биле вброени во категоријата на низок кредитен рејтинг, или задолжување во поголем обем на кредитните пазари на оние кои поседувале добар кредитен рејтинг, со цел инвестирање во инвентар или капитална опрема. Пример за финансиско продлабочување претставува проширувањето на хипотекарните пазари, кредитните картички и автомобилското финансирање до оние категории индивидуи кои претходно биле квалификувани со низок кредитен рејтинг. Друг пример е кредитот за мали бизниси или состојбата кога на кредитобарателите од понеразвиените земји им беше овозможен пристап до глобалните пазари на капитал.
- Стандардните структурни подобрувања. Повисокиот раст во глобалната економија наметна зголемена употреба на кредити. Во последните неколку декади беше забележан исклучително висок раст, што произлезе од адекватниот пораст на кредитите. Според анализите на Standard&Poors, настана мултипликативниот ефект поради фактот дека финансиското продлабочување на кредитот растеше со побрза динамика од растот од БДП, и тоа за коефициент од 1.75 пати.
- Дополнителните структурни движења кои предизвикаа кредитната експанзија да премине во кредитна експанзија, што претставува потенцијална опасност од дестабилизирање на состојбата. Поради тоа настана зголемување на цените на средствата – исклучително висок раст на цените на хартиите од вредност, експанзија на цените на недвижностите, а банките беа принудени да го зголемат обемот на позајмување врз основа на нереално зголемените вредности на средствата.

Во почетокот на 2007 година на кредитните пазари беше воведена нова парадигма, чии зачетоци произлегоа од инструментите за управување со кредити поврзани со стабилната економска состојба. На крајот на 2007 година САД се соочи со состојба на граница на пропаст, неколку дополнителни чекори понапред од глобалната рецесија предизвикана од кризата на кредитните пазари. Како резултат на повисоките нивоа на диверзификација, поголемиот број прифаќачи на ризикот на пазарите и достапноста на поголемиот обем на

информации до јавноста, беше овозможено поголемо ограничување на кредитното намалување.

Кај доминантен број најразвиени економии во светот беа евидентирани кредитни проблеми во банкарските системи кои предизвикаа негативни ефекти врз економскиот раст и стабилноста на финансискиот пазар. Поради тоа централните банкари од овие економии постигнаа договор за воведување правила со кои ќе се обезбедат солидни кредитни практики и адекватна капитализираност, како основни карактеристики на банкарските системи.

Финансиските деривати, како што се своповите на каматни стапки или валутните свопови, доведоа до поделба на пазарниот и каматниот ризик. Свопот на каматните стапки претставува трансакција помеѓу следните две страни: (1) емитент со висок рејтинг кој претпочита облигации со варијабилна каматна стапка, но може да го зголеми заемот со фиксна каматна стапка која е релативно ниска и (2) емитент со низок рејтинг кој претпочита облигации со фиксна каматна стапка кој може да ги зголеми средствата со варијабилна каматна стапка. Поради тоа кај значаен дел од своп договорите постои кредитен ризик и со негово прифаќање се обезбедува голем дел од приходите на продавачите на свопови.

Исклучително значење оствари новата група кредитобарателиво Соединетите Држави. По 1945 година банките поседуваа 70% од државните пари, осигурителните компании поседуваа 20% и остатокот од 10% отпадна на останатите институции. Подоцна на банките и осигурителните компании им се намали пазарното учество, за сметка на зголеменото учество на институционалните инвеститори – особено на пензиските фондови кои поседуваа 25% од средствата во 1995 година.

Пензиските фондови, заедничките фондови и донаторските организации располагаа со исклучително високи износи на средства, но нивните приоритети значително се разликуваа од приоритетите на банките. Банките прибираа краткорочни депозити, што наметна зголемена склоност кон одобрување краткорочни заеми. Наспроти нив институционалните инвеститори, прибираа долгорочен капитал и покажаа склоност кон позајмување на долг рок. Временската рамка на кредитодавателот одредуваше дали банката или институционалниот инвеститор ќе биде подобар извор на заемовен капитал.

Ваквата подвоеност на пазарот ја наметна потребата од посоодветно толкување на кредитниот ризик.

Табела 1: Релативните удели во вкупните финансиски средства во САД во периодот 1950 – 2005 година

	1950	1960	1970	1980	1990	1995	2000	2005
Монетарна власт	9,18%	1,12%	5,43%	1,04%	1,55%	1,23%	2,43%	1,21%
Депозитарни институции	50,51%	55,03%	58,15%	46,70%	-5,46%	26,55%	31,91%	37,21%
Осигурителни компании и пензиски фондови	30,10%	27,65%	18,37%	27,94%	38,19%	16,73%	-2,70%	8,90%
Инвеститори на пазарите на капитал	3,57%	4,47%	11,20%	19,26%	62,92%	43,70%	54,10%	37,06%
Финансиски и хипотекарни компании	6,63%	11,73%	6,85%	5,07%	2,81%	11,80%	14,26%	15,62%
Вкупно	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Извор: Одбор на гувернери на Системот на федерални резерви (2006).

Од страна на американските банки, по надминување на периодот на индустриските кризи од ’80-тите и ’90-тите години, беше заземен став за промена на постојниот пристап за кредитен ризик. Во современи услови сите водечки глобални финансиски институции и низа од секундарните институции се насочени кон изнаоѓање ефикасни техники за управување со кредитниот ризик. Тоа претставува барање на банкарските регулатори како дел од Спогодбата Базел II. Водечките институции во светот воведоа глобални информациони системи за кредитна изложеност, кои се предмет на континуирано модернизирање, со цел изложеноста и вреднувањето да бидат контролирани во реално време.

Општата кредитна способност на банкарскиот систем се подобри во значаен обем како резултат на следните фактори:

1. Консолидацијата и глобализацијата, кои придонесоа за проширување на најдобрите искуства од практиката и за диверзификација на деловните фирми, со цел да се намали нивната осетливост на ризикот на една земја (single country risk) или економскиот сектор.

2. Голем број банкарски институции изградија поинаков пристап на активности, што придонесе за намалување на зависноста од доходот од камати и водеше до подобра рамнотежа во нивните деловни активности
3. Денес во голем обем се прифатени унапредените техники за управување со ризикот. Тие се однесуваат на управувањето со статистичкото портфолио, секјуритизацијата и активниот хеџинг преку пазарите на деривати кои овозможуваат подобро раководење со кредитниот ризик во нивните портфолија. Имплементирањето на Спогодбата од Базел ќе овозможи зајакнување на трендот на подобрување, особено помеѓу институциите од понизок ранг.

1.2. Функционирањето на институциите на финансискиот систем на САД во услови на глобална финансиска криза

На почетокот на 2007 година Малколм Најт[41], генерален менаџер на Банката за меѓународни порамнувања, изврши класификација на неколку клучни промени во текот на претходните 10 години. Тој укажа на „автоматизацијата на ризикот“, под што подразбираше „значаен напредок во финансиското знаење-умеење и информационата технологија“, што доведе до „квантен скок во можноста за создавање нови финансиски производи“ каде „ризикот е разделен на неговите составни елементи и реструктуиран на низа начини“. Најт ја истакна „појавата на нови финансиски учесници надвор од традиционалните канали на посредување“, како што се хеџ фондовите и приватните акционерски фирми. Покрај тоа Најт ја нагласи „растечката симбиоза помеѓу пазарите и финансиските институции“. Пазарите се потпираат на старите и новите финансиски фирми, што се однесува на понудата на хартиите од вредност, креирањето на услуги на пазарот и резервните линии за ликвидност. Наспроти нив финансиските фирми во зголемен обем се потпираат на пазарите, со цел остварување профити и поради активностите за управување со ризикот.

[41] Malcolm D. Knight, Speech to the Eighth Annual Risk Management Convention of the Global Association Of Risk Professionals, New York City, February 27 – 28, 2007.

Вкупните ненаплатени обврски во финансискиот систем на САД на крајот на 2006 година изнесуваа приближно 98 трилиони долари, од кои приближно 45 милијарди долари во т.н. „должнички инструменти на кредитниот пазар“.[42]

Сопствениците на дефинираните обврски во целост се изложени на кредитен ризик. Иако обврските не се во форма на кредитни, инструменти на пазарот повлекуваат значајна изложеност на ризик, со одредени исклучоци (како што се специјалните права на влечење) кои не се предмет на тргување и се изразени преку билатералните трансакции, како што се репо договорите, депозитите на финансиските институции, уделите на заедничките фондови и резервите на осигурителните компании за животно осигурување и пензиските фондови.

Домаќинствата, деловните фирми и Владата на различни нивоа се задолжени со заеми како кредитни инструменти, при што нивните обврски изнесуваат приближно 20 трилиони долари, додека обврските на финансискиот сектор се приближно 14 трилиони долари. Заемите како кредитен инструмент, во најголем обем се во сопственост на финансискиот сектор (приближно 33 трилиони долари), со странски претпријатија (приближно 6.5 трилиони долари) и домашниот нефинансиски сектор, пред сè домаќинствата, кои се задолжени во помал обем со овие инструменти.

1.2.1. Банки и штедилници

Финансискиот сектор претставува најголем корисник на кредитни инструменти на пазарот, каде банките заземаат водечка улога во рамките на секторот. Банкарството прерасна во индустрија од огромни размери, што зазема централно место во модерните економии. Банките беа задолжени за приближно 9.5 трилиони долари во кредитни инструменти на крајот на 2006 година, во споредба со 6.8 трилиони долари во 2002 година. Учеството на заемите и лизингот изнесуваше приближно 60% во вкупните банкарски средства, додека учеството на хартиите од вредност изнесуваше 20%.[43]

[42] Federal Reserve Board, *Federal Reserve Statistical Release Z.1: Flow of Funds Accounts of the United States*, Washington, D.C., March 8, 2007.
[43] Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *Statistics on Banking*, Washington, D.C., 2007.

Банкарството претставува развиена индустрија во Соединетите Држави и останатите развиени индустриски земји. Искуството во индустријата во изминатите 25 години претставува сериозна опомена дека банкарството е силно регулирана индустрија, изложена на сериозни проблеми кои настанале како последица на судирот на економските промени, пазарните сили на конкуренцијата и застарената регулација. Тоа доведе до исклучително висок пораст на бројот на банкарски банкроти, како што е примерот со над 1600 банкроти во периодот помеѓу 1980 и 1994 година, што ја надминува единствено цифрата на банкроти од почетокот на ’30-тите години на минатиот век. Кумулативниот ефект на овие неуспеси придонесе Федералната корпорација за осигурување депозити да преземе активност на финансиско реструктуирање за да може да одговори на побарувањата на депонентите. Причините за претрпениот банкрот настанаа како последица на истовременото дејство на неколку различни фактори:

- Прво, појава на значајни промени на економските и финансиските пазари. Со укинувањето на внатрешните банкарски рестрикции, им се овозможи на новите учесници влез на заштитените пазари, при што се појави зголемена конкуренција поради неколку различни насоки: во рамките на банкарската индустрија во САД, кај штедилниците, странските банки и комерцијалните хартии од вредност, како и на пазарите за високоризични обврзници. Во услови на високи каматни стапки, развојот на фондовите на пазарот на пари и дерегулацијата на каматните стапки на депозитите предизвика зголемување на трошоците за камати и намалување на профитните маргини. Учеството на заемите на пазарот на банкарската индустрија за крупните деловни кредитобарателиопадна и тоа делумно како резултат на иновациите на пазарот, а делумно поради фактот што банките не беа способни да ја одржат ценовната конкурентност.
- Второ, појава на серии на длабоки регионални и секторски рецесии (нафта и гас, комерцијални недвижности, земјоделство), кои предизвикаа низа негативни влијанија врз работењето на банките на различните пазари и беа директна причина за нивното исчезнување.
- Трето, голем број банки започнаа да одобруваат високоризични заеми. Оваа појава беше предизвикана од позајмувањето за комерцијални недвижности и

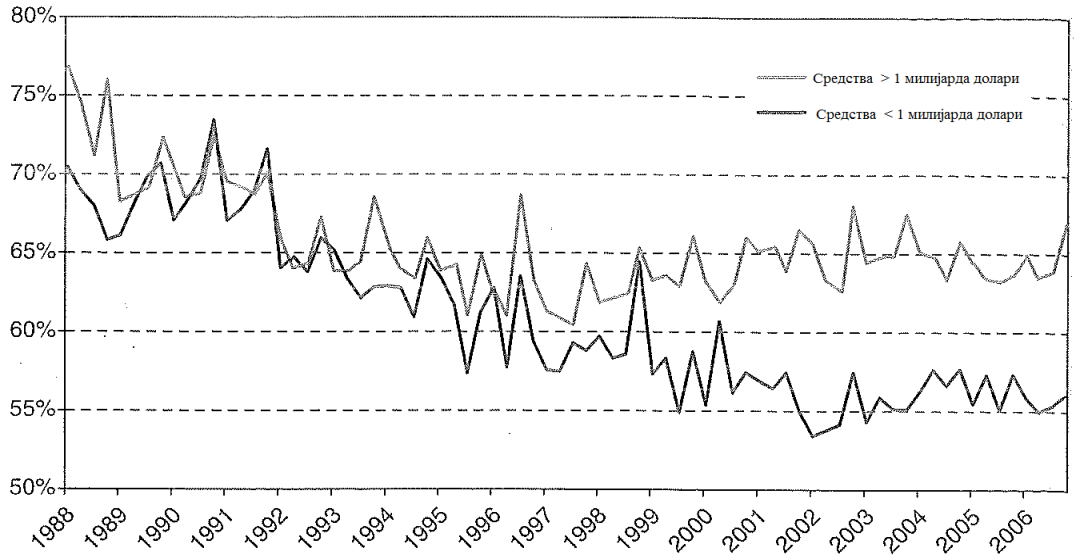
позајмувањето на големите банки на помалку развиените земји, како и левериџните стекнувања.

- Четврто, регулаторните власти не го согледаа преземањето на прекумерни ризици од страна на банките, при што следеше несоодветна реакција за ефикасен надзор и ограничување на банкарската индустрија.

Извесни аналитичари своевремено го истакнуваа тврдењето дека банките, а особено нивните централи, се соочија со секуларни загуби и беше неопходно да се изврши проценка на нивните функции од страна на останатите субјекти. Коефициентите цени во однос на заработка на банките поврзани со индексот на S&P 500 постепено опаднаа во текот на периодот до степен што на почетокот на ’90-тите години изнесуваа под 50% од индексот на S&P 500. Пазарната во однос на книговодствената вредност по акција на банките се стремеше да го одржи нивото над 100% во ’80-тите години, при што централите на банките единствено за краток временски период го надминаа нивото од 100% во ’80-тите години, пред да настане опаѓањето до ниво од 50% во 1990 година. Банкарската индустрија постигна брзо закрепнување до средината на ’90-тите години, со примена на нови менаџерски способности и стратегиски можности. Притоа банките ги искористија придобивките на новата регулатива во своја корист, како што беше укинувањето на Глас-Стигаловиот акт (акт донесен од страна на Сенатот на САД во 1932 година како одговор на кризата на пазарот на акции од 1929 година), со кој се ограничуваше можноста за запишување корпоративни хартии од вредност, со што беа обезбедени нови конкурентни можности.

Во изминатите 20 години настана исклучително висок раст на средствата на банките во САД, особено на големите холдинг компании кои поседуваат повеќе банки. Зголемената употреба на консолидационите активности овозможи бројот на банките и штедилниците да опадне од приближно 12.000 на помалку од 9.000, со понатамошен тренд на опаѓање. Со зголемување на ефикасноста на големите банки, настана и можноста за диверзификација на тековите на приходи, при што кај поголемите банки некаматниот приход изнесуваше над 40% од нето оперативниот приход. Со пораст на концентрацијата во банкарската индустрија, контролата на приближно 60% од вкупните средства на индустријата ја презедоа 25-те најголеми банки, од кои водечките 10 банки контролираа речиси 45% од средствата.

Графикон 3: Просечни показатели на ефикасност во САД во периодот 1996 – 2006 година



Извор: Годишни извештаи на Федералната корпорација за осигурување депозити 1996-2006

Во периодот 2001 – 2002 година, изложеноста на корпоративните кредитобаратели на САД на проблематичните заеми ја наметна потребата од зголемување на резервите предизвикани од загуби на банките во третиот квартал на 2001 година за 11.3 милијари долари, што претставува најголем пораст на резервите од четвртиот квартал на 1990 година. Како резултат на тоа, беа совладани следните лекции:

- Прво, олабавувањето на регулаторните активности ги доведе банките во неконкурентна положба. Иницијалниот импулс предизвикан од настанатите промени доведе до влошување на ситуацијата, при што регулаторите и банкарите не беа во можност да се справат со новонастанатите последици. Оттука произлегува заклучокот дека, во услови на сериозно регулирана индустрија, неопходно е да постои непристрасна и благовремена регулатива. Тоа е особено случај со Соединетите Држави каде регулативата „е базирана на прописи“, што е дијаметрално спротивно од останатите законодавства, како што е Велика Британија, каде регулативата „е базирана на закони“. Предноста од примената на регулативата која се потпира на закони се состои во можноста за зголемена флексибилност на индустријата, што ќе овозможи приспособување на различните услови на пазарот, под услов да останат непроменети во согласност со законите,

при што се исклучува потребата за пишување нови норми од страна на регулаторот.

- Втората лекција се состои во суштинската улога на стратешкото планирање при управувањето со ризикот. Поради лошото спроведување на стратешкото планирање и погрешното толкување на конкурентната средина, банките и понатаму им одобруваа хипотекарни кредити на ризичните кредитобарателиималку развиените земји, што овозможи зголемување на изложеноста на ризик и дополнително ги усложни нивните проблеми во текот на кризните периоди од крајот на '80-тите и почетокот на '90-тите години. Менаџерите од повисоко ниво беа во поголема мера фокусирани на можностите и деловните цели, отколку на прашањата поврзани со управувањето со ризикот.
- Трето, банкарските кризи дадоа објаснување за сериозните проблеми кои настанаа како резултат на отсуството на адекватни вештини и инструменти за управување со ризикот при реализација на деловните активности од страна на фирмите. Банките одобруваа кредити на пазарите со повисок степен на ризичност од оние пазари за кои првенствено беа создадени класичните техники на позајмување. Банкарските анализи и структура се покажаа како неадекватни, а класичниот пристап создаден за воспоставување односи со клиентите имаше тенденција да создаде концентрација на ризикот. Кредитобарателот изврши соединување на поединечните изложености на ризик, при што изврши занемарување на постојните врски помеѓу кредитобарателите, без оглед на тоа дали станува збор за компании од истата индустрија или за земји од сличен економски профил.

Банките и останатите финансиски институции претставуваа институции со висок левериџ. На крајот на март 2008 година показателот за просечниот левериџ изнесуваше 8.8:1 за сите банки и штедилници во САД. Просечниот показател за ризичниот капитал од I ниво за сите банки и штедилници во САД изнесуваше 10.1%, додека просечниот вкупен показател за ризичниот капитал (т.е збирот од I и II ниво) изнесуваше 12.8%.[44]

[44] I ниво вклучува заеднички акционерски капитал, неконвертибилни, некумулативни преференцијални акции и задржана заработка. II ниво го вклучува I ниво, плус неоткриени резерви, ревалоризациони резерви, општи одредби за резервите за загуби кои не се алоцирани на посебни финансиски средства или класи на средства, хибридни должничко-капитални инструменти и субординиран долгорочен долг. II ниво на капитал

Новите регулативи на Спогодбата од Базел придонесоа за воведување посовремен пристап заснован на ризикот и расположливите ограничувања на преземениот ризик. Како резултат на имплементираните регулативи, беше обезбедена можност на банките за утврдување, класификација и објавување на ризикот (кредитен, оперативен и пазарен) и воспоставување тесна врска помеѓу ризичниот профил на банката и нејзината капитализираност. Банкарската индустрија ја прифати заканата од конкуренцијата при повлекување на средствата од посредничките финансиски институции, каде кредитобарателите донесоа одлука за директен пристап на пазарите на капитал и прифаќање на соодветните техники кои произлегуваат од таквата активност.

1.2.2. Осигурителни компании

Осигурителните компании се вбројуваат во групата на најголемите активни институционални учесници на пазарот на капитал, со удел во кредитни инструменти од 3.7 трилиони долари во вкупните инвестиции на крајот на 2006 година. Компаниите за осигурување на живот се најкрупните учесници во рамките на овој сектор, заедно со билансите на компаниите за осигурување на имот и осигурување од несреќен случај. За осигурителните компании корпоративните хартии од вредност, особено обврзниците, заземаат најголемо учество во инвестициите (2.2 трилиони долари), а потоа следуваат агенциските и хартиите од вредност емитирани од страна на Владата (502 милијарди долари) и општинските обврзници (368 милијарди долари).

Осигурителните компании за животно осигурување нудат услуги кои се засновани врз очекувањето за живот и здравје. Тие го прифаќаат ризикот од смртност за соодветна провизија, што претставува основен извор на заработка. Покрај тоа осигурителните компании нудат производи за пензионери, како што се одложените ануитети со единствена премија и гарантираните инвестициони договори. Тие вршат и продажба на производи, како што се ануитети за животно осигурување, каде се врши комбинација на инвестиционите и осигурителните карактеристики. Кај долгорочните производи со фиксен принос – ануитетите и политиките кои се однесуваат на животното осигурување се

е ограничено на 100% од I ниво на капитал. Средствата се измерени од 0 проценти до над 100 проценти базирани на комплексни фактори на ризик.

пропишани предвидливи готовински текови. Поради фактот дека на осигурителните компании им е оневозможен пристап до дисконтниот прозорец на федералните резерви, не постои можност за понуда на ликвидни средства.

За сите понудени производи од страна на осигурителните компании, неопходно е постоењето на осигурители кои со точност ќе ги предвидат готовинските текови. Овие производи предизвикуваат изложеност на ризик на осигурителот дека очекуваниот поврат ќе изостане како резултат на променетите стапки на заработка, или како резултат на неочекуваните кредитни загуби. Кредитните проблеми со кои се соочи индустријата за животно осигурување водат потекло од скапиот систем на дистрибуција, кој предизвика опаѓање на приходите, што ја наметна потребата од барање високоприносни инвестиции, особено на пазарите со високи приноси.

Осигурителите за животно осигурување и осигурување од несреќен случај овозможија покривање на група од повеќе ризици, кои во најголем обем се однесуваа на штетатата на имотот предизвикана од незгоди, пожари, елементарни непогоди или прекршоци. Готовинските текови од премии покажуваа тенденција на сè почести флуктуации, што придонесе и за зголемена непредвидливост на рекламациите. Трендот на инвестирање е насочен кон остварување на ликвидност, а не кон апсолутни приноси. Поради тоа инвестиционите портфолија на осигурителите за осигурување на имот и осигурување од несреќен случај се оптоварени со поинаква и пониска изложеност на ризик, со определена тенденција кон даночно ослободените хартиите од вредност.

Во претходните 15 години осигурителната индустрија посвети особено внимание на зацврстување на кредитните процеси и вештините на раководење со портфолиото, како што претходно обрнуваше посебно внимание на осигурувањето, раководењето и дистрибуцијата на ризикот, со што обезбеди солидни ефекти. Осигурителните компании презедоа активност на пренасочување на сопствените интереси од стратегијата купување заради поседување, каде постоеше поклопување на пренесените вредности на хартиите од вредност заради целите на раководење со книговодствените вредности и кон раководењето на основа на целосен поврат на средствата. Во 1993 година Националната асоцијација за застапници во осигурувањето ги воведе барањата за ризичен капитал. Службата за вреднување на хартиите од вредност на Националната асоцијација за застапници во осигурувањето, иако не поседуваше официјално овластување како

организација која врши статистичка проценка, изврши категоризирање на инвестиционите инструменти на вообичаен начин, што им овозможи на сите осигурителни компании во САД располагање со унифицирана структура за споредба на нивните инвестициони портфолија.

Осигурителните компании за животно осигурување поминаа низ тежок период во 2001 и 2002 година, кога врз осигурителите на емисиите на обврзници и преференцијални хартии од вредност беа отворени стечајни постапки.

1.2.3. Финансиски компании

Инвестициите на финансиските компании во кредитни инструменти на пазарот изнесуваа 1.6 трилиони долари на крајот на 2006 година. Овие инвестиции беа поделени на следниот начин: потрошувачките хипотеки во недвижности изнесуваа 599 милијарди долари, потрошувачките кредити за автомобили и лизинг аранжмани изнесуваа 534 милијарди долари и автомобилските заеми и лизинг аранжманите за деловните субјекти изнесуваа 98 милијарди долари.

Финансиските компании по својата суштина претставуваат кредитни институции чие кредитирање не се потпира на претходно прибирање на депозити. Поради тоа банките не беа конкурентни на инвестиционите компании во однос на нивната суштинска база на клиенти – комерцијалните клиенти и потрошувачите со висок рејтинг од над 720 поени, според кредитниот модел за оценка (FICO). Во понудата на финансиските компании, поради оневозможениот пристап до дисконтниот прозорец на федералните резерви, изостанаа ликвидните продукти. Наместо нив, финансиските компании се специјализираа за поризични, т.е. форми на кредитирање со повисока стапка на принос.

Финансиските компании може да се класифицираат во три категории. Првата категорија ги опфаќа потрошувачките финансиски компании, кои претставуваат директни кредитори на потрошувачите на гарантирана основа како и на негарантирана основа, кои располагаат со мрежа на филијали. Втората категорија се состои од продажни финансиски компании, кои претставуваат индиректни кредитори и кои се занимаваа со откуп на малопродажни и големопродажни заеми и лизинг аранжмани од производителите на автомобили и производителите на мобилни куќи, трговците на мало и останатите

потрошувачки компании и компании за капитални добра. Третата категорија ги опфаќа комерцијалните финансиски компании кои одобруваа заеми и опрема на лизинг на производителите и трговците на големо на директна и индиректна основа.

Основната активност на финансиските компании се состоеше од финансирање на потрошувачите, кредитирање на припадниците на работничката класа и малите претприемачи. Притоа каматните стапки на одобрените кредити беа повисоки во споредба со каматните стапки на банките, но условите под кои беа одобрени кредитите беа значително пофлексибилни.

Со тек на време низа банки го проширија обемот на своите активности во финансиската индустрија. Wells Fargo, петтата најголема банка во САД, достигна значаен раст во сферата на потрошувачкото финасирање заедно со Wells Fargo Financial. Во сферата на комерцијалното финансирање, Citicorp долго време беше значаен учесник, преку CitiCapital, при што особено беше фокусирана на специфичното финансирање и лизингот на опрема.

Голем број од најголемите финансиски организации за продажба беа истовремено и големи производни компании, како што се General Motors заедно со корпорацијата следбеник Ford Motor Credit и IBM. Од страна на General Electric Capital Corporation која влече корени од 1932 година беше реализирано финансирањето на производите на General Electric и на крајот на 2006 година претставуваше најголема финансиска компанија со актива од 544 милијарди долари. Нејзината деловна активност може да се подели на три одделни групи, и тоа – комерцијално финансирање, потрошувачко финансирање и сервисирање на опрема, со што General Electric Capital Corporation прерасна во масовен и исклучително профитабилен супермаркет што нуди финансиски услуги.

Од друг аспект, финансиските компании се класифицираа како контролирани и неконтролирани. Контролираните финансиски компании претставуваа филијали во целосна сопственост на фирмите-родители. Контролираните финансиски компании одобруваа заеми, лизинг аранжмани и побарувања за финансирање на дистрибуцијата и набавката на производи создадени од фирмите-родители. Примери за водечки контролирани финансиски компании се кредитната компанија Ford Motor и финансиската услужна компанија Toyota, со финансиски средства од 165 милијарди долари и 77 милијарди долари, соодветно, во март 2008 година.

Неконтролираните финансиски компании одобруваа заеми, лизинг аранжмани и побарувања кои не беа наменети единствено за финансирање на дистрибуцијата и набавката на производи создадени од страна на фирмите-родители. Примери за водечки неконтролирани финансиски компании се General Electric и General Motors Acceptance Corporation, кои поседуваа 504 милијарди долари и 208 милијарди долари, соодветно, во март 2008 година. Овие четири финансиски компании заедно поседуваа 49% од вкупните финансиски средства во сопственост на финансиските компании во САД.[45]

Финансиските компании беа институции со висок левериџ. На крајот на март 2008 година показателите за левериџот на General Electric, GMAC LLC, финансиската услужна компанија Toyota и кредитната компанија Ford Motor изнесуваа 10.8:1, 15.5:1, 15.3:1 и 11.4:1, соодветно.

За период од неколку години банките и финансиските компании постигнаа висок раст, при што стапките на раст на нивните портфолија беа под влијание на значително повисокиот раст на пазарот на хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства. Значаен дел од емитираните хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства беше гарантиран од страна на банките и финансиските компании, за кои пазарот за хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства беше алтернативен метод за финансирање. Во текот на изминатите 15 години беше остварен значителен раст на бројот на мали финансиски компании кои вршеа откуп на потрошувачки заеми, особено на хипотеки, преку финансирањето на банките и брокерите/дилерите, а потоа нивно пакување и продажба на заемите како хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства.

За финансиските компании финансирањето обезбедено од страна на банките и берзите претставува исклучително сигурен извор на финансирање. Една од клучните предности на финансиската индустрија претставуваше специјализирањето на компаниите; но оваа активност можеше да доведе до криза поради појавата на проблеми во подрачјето на специјализација. Најрепрезентативен пример за ваква ситуација беше Conseco кој се соочи со банкрот во декември 2002 година, што претставуваше трет по големина забележан банкрот воопшто. Проблемите на Conseco започнаа со преземањето на Green Tree Financial

[45] Статистика за текот на средствата/федерални резерви/Хејвер. Пресметката на процентите е извршена од страна на авторот.

Corporation во 1998 година во износ од 6 милијарди долари, чија основна дејност се состоеше од позајмување пари за набавка на подвижни куќи. Своевремено откупната цена беше предмет на низа критики како прекумерна, но вистинскиот проблем произлезе од квалитетот на кредитното портфолио, што значително се влоши во наредните години до појавата на банкрот.

Во 2006 и 2007 година во функционирањето на финансиските компании настанаа проблеми поради портфолијата на нискоквалитетни хипотекарни заеми кои предизвикаа банкрот на неколку помали финансиски компании и значителни проблеми во портфолијата на поголемите компании.

1.2.4. Претпријатија за посебна намена

Категоријата претпријатија за посебна намена се состои од претпријатијата спонзорирани од страна на владата[46], хипотекарните пулови гарантирани од претпријатијата спонзорирани од страна на владата и останатите владини агенции и емитенти на хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства. Огромното влијание врз кредитните пазари не се должи само на големината на претпријатијата за посебна намена, туку и на речиси идентичното учество на инвеститорите на пазарите (10 трилиони долари), како и на кредитобарателите (10.2 трилиони долари).

Како резултат на високиот кредитен рејтинг и значителната финансиска флексибилност, претпријатијата за посебна намена остварија низа користи. Како директни кредитори претпријатијата за посебна намена имаа ненаплатени побарувања од 2.6 трилиони долари на крајот на 2006 година, врз основа на инвестициите во хартии од вредност, заеми и хипотеки. Покрај тоа дополнителни 4 трилиони долари беа инвестирани во секјуритизирани хипотекарни пулови, гарантирани од страна на претпријатијата спонзорирани од страна на владата и агенциите.

На пазарот на хартии од вредност, врз основа на нехипотекарни средства, ненаплатените побарувања во кредитни инструменти изнесуваа 3.6 трилиони долари, од

[46] Претпријатијата спонзорирани од страна на Владата претставуваат група организации за финансиски услуги од кои дел во приватна сопственост за остварување јавни цели на Конгресот на САД, во насока на намалување на трошоците на капиталот при позајмување на одредени сектори во економијата.

кои 2.5 трилиони долари во хипотеки и 671 милијарди долари во потрошувачки кредити. Приближно 20% од хипотеките отпаѓа на комерцијалните хартии од вредност врз основа на хипотека, а остатокот го сочинуваа станбените хартии од вредност врз основа на хипотека. На крајот на 2005 година обемот на емисиите на хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства го надмина обемот на ненаплатени корпоративни обврзници, што придонесе за продлабочување на постојниот јаз помеѓу нив.

Кредитирањето од страна на претпријатијата за посебна намена се заснова на претпоставката дека финансискиот резултат на кредиторите произлегува од основните готовински текови и вредноста на средствата која може брзо и точно да се процени. Притоа успехот на структуираните финансиски трансакции кои беа рангирани од страна на рејтинг агенциите беа подобри од еквивалентите во корпоративни обврзници, како во однос на степенот на наплата, така и во однос на фреквенцијата на загуби. Малколм Најт истакна: [47]

> „Финансискиот систем поминува низ исклучително сензитивна фаза. Финансиските фирми остваруваат постојани и солидни профити, со можност за брзо надминување на ретките кризни ситуации, при што постои мал распон на каматните стапки кај широкиот опсег на различни видови средства и индиректната нестабилност е исклучително ниска... Според наведените сигнали на пазарот, се јавуваат тешкотии при откривање на ризикот или се претпоставува дека постои особено низок ризик.“

Најт заклучи дека финансискиот систем во целост има зголемена флексибилност, а зголемената комплексност, поголемиот обем на иновации и огромниот обем на заеми ја наметнаа потребата од зголемено ниво на претпазливост за заштита од појава на лажна сигурност.

1.2.5. Инвестициони менаџери и пензиски фондови

Во текот на изминатите 15 години настана исклучително висок пораст на износот на заштеди во пензиските фондови, како резултат на демографските трендови во Соединетите Држави и останатите индустријализирани земји, како што е Јапонија. Во

[47] Malcolm D. Knight, *Speech to the Eight Annual Risk Management Convention of the Global Association of Risk Professionals* (New York City, February 2007, 27 – 28)

земјите членки на OECD средствата инвестирани во пензиските фондови достигнаа значаен пораст, при што во 2005 година изнесуваа 18 трилиони долари, во споредба со износот од 13 трилиони долари во 2001 година.[48]

Во САД беа инвестирани средства во износ од 12.3 трилиони долари во пензиските фондови во 2005 година, што претставува значаен пораст во споредба со 2001 година кога инвестираните средства во пензиските фондови изнесуваа 9.7 трилиони долари, со што беше обезбедено учество од 99% во БДП, наспроти нивното учество од 96% во 2001 година.

За разлика од останатите земји членки на OECD кои презедоа инвестиции во меници и хартии од вредност со фиксен принос, инвестициите на Соединетите Американски Држави во меници и хартии од вредност со фиксен принос изнесуваа приближно 15% од вкупните средства на пензиските фондови, а речиси 65% од средствата беа инвестирани во заеднички фондови и акции.

Финансиските менаџери преземаа инвестиции во широк дијапазон на инструменти од акции до недвижности, при што оплодувањето на парите се реализира преку два основни начини. Во обем што им овозможува да купуваат по пониска цена, а продаваат по повисока цена, финансиските менаџери остваруваа парична заработка врз основа на апрецијацијата на цените. Во обем што им овозможува позајмување на пари по прифатлива камата, постои можност за парична заработка со преземање на кредитниот ризик.

При раководењето со кредитниот ризик применетиот пристап на финансиските менаџери значително се разликуваше од учесниците во индустријата од мал обем, како што се банките и осигурителните компании. За разлика од банките и осигурителните компании чиј примарен фокус се однесуваше на индивидуалниот ризик, финансискиот менаџер беше фокусиран истовремено и на индивидуалниот ризик и на ризикот на портфолиото, при што беше формирана диверзифицирана група на инвестиции и донесени одлуки за продажба на средствата кај кои настанало намалување на очекуваните приноси. Ваквиот пристап е познат како управување со портфолиото со целосен принос. Додека дел од финансиските менаџери создаваат портфолио на хартии од вредност преку

[48] Organisation for economic Co-operation and Development (OECD), *Pension Markets in Focus*, Issue 3 (October), 2006.

индивидуалниот пристап на комплетна анализа, останатите го комбинираат макроекономскиот пристап (top-down) со индивидуалниот пристап на компанијата (bottom-up) за соодветните вредности.

Специјализираните фирми за инвестиционен менаџмент функционираат со драстично помал обем на работна сила во споредба со банките, па поради тоа кај нив постои намалена доверба во способноста за избор на кредитобарателите со солиден рејтинг. Проценката за остварениот успех на застапниците на концептот за управување со портфолиото со целосен принос се потпира не само врз нивната способност за идентификација на добрите инвестиции, туку и на брзината за препознавање и откажување од лошите инвестиции.

За мнозинството професионално ориентирани портфолио менаџери, диверзификацијата претставува најадекватното решение за управување со кредитниот ризик. Врз основа на принципите на современата теорија за портфолио, финансиските менаџери создадоа струкура на портфолио што е диверзифицирана според сите потенцијални варијабли – сектор, доверител, период на достасување и тип на инвестицијата.

Како резултат на начелото на диверзификација, финансиските менаџери ги задржаа преземените инвестиции во сите сегменти на претходно избраниот пазар. Доколку идните очекувања за цените на хартиите од вредност врз основа на хипотека се неповолни, финансиските менаџери би спровеле намалување на алокацијата на инвестициите во овој сектор, наместо целосно напуштање на секторот. Фокусот на финансиските менаџери беше задржан во рамките на пазарот каде се преземени инвестициите, со постојано набљудување на релативните надоместоци на различните сегменти во рамките на индексот, наспроти кои се врши мерење на резултатот.

Финансиските менаџери кои го применуваат концептот на управување со целосен принос на ефикасен начин се дистанцираат од основните пропусти на банкарската индустрија – тенденцијата на премногу долг период на чување лоши заеми во своето портфолио. Кога кредитобарателот се соочува со тешкотии за навремена отплата на своите заеми, банкарот ѝ овозможува на компанијата во одреден временски период да преземе соодветен план на акција. Во извесни случаи банката може да одобри и нови, дополнителни заеми. Ваквата ситуација произлегува поради тешкотиите со кои се соочува

банката при продажба на заемите на јавните пазари. Наспроти тоа, портфолио менаџерот го раскинува договорот и при најмали знаци на тешкотии со кои се соочува кредитобарателот. Како резултат на тоа, пензиските фондови и заедничките фондови многу ретко се соочуваат со значителни загуби, каков што беше случајот со банките во изминатите декади.[49]

Употребата на овој пристап од страна на финансиските менаџери ја оневозможи преголемата концентрација на портфолиото, која би довела до негативно влијание на ликвидноста и пазарната вредност на хартиите од вредност. Продажбата на одреден тип на хартии од вредност ќе предизвика незначителна загуба, при што приходите од продажбата ќе се искористат за купување друг вид хартии од вредност. Притоа хартиите од вредност со фиксен принос овозможуваат мал тек на каматен приход. За надоместок на загубата од големи размери менаџерот во хартии од вредност со фиксен принос има на располагање неколку начини. Менаџерите во хартиите од вредност со фиксен принос по постојната цена се јавуваат како купувачи на соодветните инструменти. Останатите инвеститори се подготвени за плаќање 60 или 70 центи на долар на соодветните обврзници поради трендот на пораст, т.е. можноста за апрецијација на нивните инвестиции.

Менаџерите кои управуваат со портфолиото на хартии од вредност што носат фиксен приход се разидуваат со банкарите според низа аспекти. Овие менаџери инвестираат во хартии од вредност со јавно објавен рејтинг за кои постои ликвиден пазар и од нив се бара објавување на износот на преземените инвестиции во хартии од вредност на пазарот. Намалувањето на довербата предизвикува опаѓање на вредноста на дел од инвестиционото портфолио. За споредба, банкарите не ги објавуваа заемите на пазарот кога се реализираше нивно навремено сервисирање, при што заемите се вбројуваат во категоријата на заеми во фаза на извршување.

Функционирањето на банките и пензиските фондови почива врз различен регулаторен режим. Иако од двата типа институции може да се очекува гарантирање на депозитите, од банките се очекува да обезбедат и финансирање кое ќе одговори на рационалните потреби на деловните фирми и поединците. Банките во суштина претставуваат најзначаен извор на ликвидност, хипотеки и капитални заеми за финансирање на деловните активности.

[49] Financial Stability Forum (FSF), Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions, May 19, 2007.

Поради тоа во периодот на затегнување на кредитните политики на банките и забавениот тек на финансирање, голем дел од населението на САД се обрати до претставниците во Конгресот поради слабата понуда на кредити. Наспроти тоа, врз основа на Актот за обезбедување пензии на вработените лица од 1974 година (ERISA), обврска на пензиските планови претставуваше обезбедувањето приоритетен третман на интересите на своите клиенти.

Иако во суштина постоеше тренд на солидно функционирање на професионално управуваните фондови кои исплатуваа фиксен приход, дел од нив се соочија со сериозни проблеми. Ваквата ситуација произлезе поради поседувањето на портфолија со високоризични обврзници и средства инвестирани во секторот на недвижностите, што предизвика неефикасна диверзификација поради преголемата концентрација на портфолијата во рамките на еден сегмент на пазарот. Економските проблеми со кои се соочи сегментот во целост предизвикаа појава на значителни загуби. Изразената концентрацијата на активностите на фондот на одреден географски регион овозможи фондот да претрпи огромни загуби.

Досега направени се незначителни обиди за воспоставување цврста корелативна врска помеѓу различните индустрии и помеѓу разновидните хартии од вредност. Поради отсуство на овие инструменти, не постои можност портфолио менаџерите да ги реализираат потенцијалните користи на диверзификацијата во целост.

Процесот на избор на хартиите од вредност преставува друг проблем на портфолио менаџерите. Најголем број од одговорните фирми за управување со финансии се во надредена позиција при конципирање на теоријата за портфолио, но при селекцијата на хартиите од вредност кои го сочинуваат нивното портфолио се во подредена позиција. Како резултат на тоа, одговорните фирми за управување со финансии се задолжени за купување хартии од вредност кои се соочени со опасност од потенцијална загуба на средствата поради намалување на кредитниот рејтинг.

Со цел да се укаже на постоење на реалниот проблем, како и да се искористат инвестиционите можности на растечкиот пазар за банкарски заеми, високоприносните корпоративни заеми и заемите од транзиционите земји кои инкорпорираа повисоко ниво на кредитен ризик од вообичаените големини, дел од големите инвестициони фирми започнаа со инкорпорирање на кредитните вештини кои по правило се поврзани со

банките. Компаниите, како што е Fidelity Investments, ангажираа професионалци кои беа претходно обучени во банките, со цел да помогнат при креирање на системите на кредитирање што ги комбинираа индивидуалните кредитни анализи со вештините на управување на портфолио менаџерите. Истовремено, банките ги совладаа вештините за управување со портфолиото на финансиските менаџери.

1.2.6. Хеџ фондови

Во текот на изминатите 10 години низа промени на кредитните пазари и подобрувања во однос на иновациите, ликвидноста и дисперзија на ризикот беа под влијание на хеџ фондовите. Според извршените проценки во 2007 година, се смета дека хеџ фондовите раководат со приближно 2.7 трилиони долари, но се одговорни за значително повисок удел во обртот на многу пазари, особено на пазарот за кредитни деривати.[50] „Во 2005 година консултативната фирма Greenwich Associates процени дека додека хеџ фондовите обезбедија учество од 15% во трговскиот волумен на пазарите со фиксни приходи во САД, овој сооднос достигна до 45% од тргувањето на пазарите за обврзници во транзиционите земји, 47% од ризичните заеми и 58% од кредитните деривати.“[51] Хеџ фондовите се развиваат со особено брза динамика, па поради тоа во 2006 година беа промовирани 1518 нови фондови, а истовремено беа ликвидирани 717 фондови. Растот на хеџ фондовите претставува глобален феномен со најголема концентрација во САД и учество од 65% во вкупната пазарна вредност на заедничкиот фонд, споредено со Европа која поседуваше 24% и Азија со 8% во 2006 година, иако во 2002 година Соединетите Држави поседуваа 80% од средствата на заедничкиот фонд.

Хеџ фондовите употребуваат низа инвестициони стратегии кои се состојат од 5 основни елементи:

- Начин – глобалните макроекономски хеџ фондови инвестираат во сите инструменти и пазари, со цел остварување профит со предвидување на глобалните макроекономски трендови. Раководените хеџ фондови реализираат таргетирани инвестиции на специфични пазари, инструменти или ситуации. Хеџ фондовите

[50] Според проценките на ММФ.
[51] Financial Stability Forum (FSF), Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions, May 19, 2007.

управувани од настани се во потрага по профити преку откривање и искористување на неефикасноста на цените кои произлегуваат поради појава на специфични настани. Хеџ фондовите на поврзаната вредност се во потрага по профити преку откривање и искористување на неефикасноста на цените помеѓу поврзаните финансиски средства.

- Пазари – хеџ фондовите преземаат инвестиции на еден или неколку од следните пазари: акции, должнички хартии од вредност, деривати, стоки и валути.
- Инструменти – хеџ фондовите може да заземаат долги или кратки позиции кај хартиите од вредност, купувањето или продажбата на опции или тргувањето со фјучерси.
- Метод – инвестиционите одлуки може да бидат дискрециони или квантитативни.
- Диверзификација – одредени хеџ фондови се во потрага по диверзификација преку инвестиции на различни менаџери или на различни пазари, инструменти или сектори.

Вилијам Вајт[52], економски советник и раководител на секторот за монетарни и економски прашања во Банката за меѓународни порамнувања, во 2007 година истакна дека: работењето на хеџ фондовите е проследено со незначителен обем на инвестициони ограничувања, но се применуваат различни „методи“ (основни инвестициони стратегии), што ги прифаќаат шпекулативните и леверицните позиции во потрага по целосно таргетираните стапки на принос, кои се очекувани како компензација за ризикот од страна на менаџерите. И покрај тоа што хеџ фондовите беа составени од поимотни лица, во последните години предизвикаа зголемен интерес кај институционалните инвеститори, како што се пензиските фондови и осигурителните компании. Ваквата состојба доведе до поголем професионализам и „институционализација“, што особено беше случај кај покрупните хеџ фондови.

За да обезбедат зголемување на приносите, хеџ фондовите имаат висок обем на левериџ. Хеџ фондовите позајмуваат врз основа на кредитни линии и договори за реоткуп

[52] William R. White, “Hedge Funds Flurries: Introductory comments by Mr William R. White, Economic Adviser and Head of the Monetary and economic Department of the BIS, to Session 3 of the Bellagio Meeting, London, 19 – 20 January 2007”, *BIS Menagement Speeches, 25 January*, http://www.bis.org/speeches/sp070125.htm.

на резерви кај банките. Показателите за левериџот на хеџ фондовите се движат од 2:1 до 10:1. Кај одредени хеџ фондови нивото на левериџ изнесува 30:1.

За разлика од портфолио инвеститорите кои создаваат ефикасни портфолија преку внимателна анализа и диверзификација, хеџ фондовите се директни прифаќачи на ризикот кои се стремат кон остварување на сразмерни или поголеми стапки на принос за преземените изложености на ризик. Притоа е овозможено намалување и поделба на системскиот ризик, при што менаџерите на хеџ фондовите при реализирањето на активностите создаваат сопствен сет на ризици. Хеџ фондовите се високо леверицни институции кои се фокусирани врз комплексни и неликвидни производи и пазари каде егзистираат високи технички предизвици за мерење и управување со ризикот.

2. Влијанието на секјуритизацијата врз економијата на САД

2.1. Историја на финансирање во секторот домување

Во 2007 година пазарот на домување на САД се соочи со сериозни проблеми. Притоа настана значително влошување на нискоквалитетните заеми, што предизвика неможност за продажба на заемите по која било цена на инвеститорите во портфолијата на станбени заеми на секундарниот пазар. Во февруари 2007 година HSBC и New Century, двата најголеми кредитори на пазарот со низок квалитет на САД, предвидоа наплата на значителни провизии на нивното хипотекарно портфолио. Цените на хипотекарните обврзници од низок квалитет, изразени преку индексот ABX, покажаа тенденција на систематско опаѓање од јули 2006 година.

Поради тоа настана зголемување на динамиката на неповолни настани, што на 4 мај 2007 година предизвика затворање на еден од фондовите за заштита од ризик на UBS AG, чија активност се состоеше од заштита од ризик на хипотеките од низок квалитет, како резултат на акумулираните загуби во работењето. Подоцна една рејтинг агенција оцени намалување на рејтингот на над 60 транши кај 21 договор на хартии од вредност, врз основа на нискоквалитетни хипотеки кои предизвикаа опаѓање на цените на хипотекарните обврзници.

На крајот на 2000 година економскиот раст забележа значителен пад, што придонесе за агресивно намалување на каматните стапки од страна на федералните резерви. На крајот на 2001 година каматните стапки изнесуваа 1.75% и достигнаа износ од 1% во 2003 година. Ниската каматна стапка овозможи зголемување на атрактивноста на хипотекарните заеми за кредитобарателите, ако се земе предвид дека на пазарот на домување не беше евидентирана тенденција на забавување и покрај појавата на нестабилност во економијата.

Во економијата најголем дел од хипотеките имаа променливи каматни стапки кои се менуваа на годишно ниво или за ограничен период од две до три години. Од 2004 година наваму настана тренд на раст на каматните стапки до одредени нормални нивоа на раст. До средината на 2006 година низа сопственици на домови забележаа двојно, тројно или дури и четирикратно зголемување на нивните хипотеки, во зависност од моментот на затворање на хипотеката, т.е. или како резултат на процесот на затворање или на периодот кога варијабилните каматни стапки забележаа истовремен пораст со порастот на стапката на федералните резерви.

Со порастот на каматните стапки голем број сопственици на домови не беа во можност да ги извршат месечните хипотекарни отплати. Појавата на неизвршување на обврските започна на крајот на бумот во домувањето во САД и доведе до сериозни проблеми на хипотекарниот пазар. Кредитобарателите со заеми, во износ од 100% од вредноста на нивниот стан, се соочија со загуби на капитал. Како резултат на тоа банките емитенти на хипотеки беа соочени со намалување на гаранциите на колатерал.

Во текот на 2007 година банките не беа подготвени за меѓусебно позајмување на меѓубанкарскиот пазар. Како последица на затегнувањето на условите на меѓубанкарскиот пазар настана колапс на пазарот на пари. Првите последици од оваа ситуација беа евидентирани на пазарот за комерцијални хартии од вредност, врз основа на нехипотекарни средства. Оваа ситуација беше предизвикана од банкарскиот систем во сенка, што беше воспоставен со тек на време, со финансирање базирано на купување структуирани кредитни хартии од вредност преку емисија на краткорочни комерцијални хартии од вредност, врз основа на нехипотекарни средства. Комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства беа обезбедени со пул на заеми, кои во одредени случаи беа поврзани со пазарот на заеми од послаб квалитет. Сериозното

влошување на вредноста на заемите претставуваше сигнал на инвеститорите за зголемен ризик при инвестирањето во комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства. Притоа и кај LIBOR стапката, репо стапката и стапката на меѓубанкарскиот пазар беше забележана тенденција на забавување.

Серијата неповолни настани во текот на 2007 година предизвика појава на големата кредитна криза и го иницира процесот познат како „момент на Мински“. Моментот на Мински претставува точка на кредитниот или деловниот циклус кога инвеститорот се соочува со ликвидносни проблеми што се предизвикани од создадената спирала на заемот, со цел да се реализира финансирањето на шпекулативните активности. Како последица на тоа беше утврден бран на распродажба поради отсуството на интерес за учество на лицитација по највисоката барана цена. Оваа ситуација доведе до неочекуван колапс во пазарните цени и значителен пад на ликвидноста на пазарот.[53]

Последиците од т.н. „момент на Мински“ за првпат беа поднесени од страна на американската инвестициона банка Bear Stearns. Банката беше дел од низата инвестициони банки со највисок левериџ на Wall Street што им позајмуваше значителни износи на фондовите за заштита од ризик во период од неколку години. По укажаната помош на двата фондови за заштита од ризик, еден од најзначајните клиенти, Капиталната корпорација Карлајл, што претставува Холандски фонд за заштита од ризик, инвестираше значајна сума во агенциски заеми, како што се хартиите од вредност емитирани од страна на Fannie Mae и Freddy Mac, при што се соочи со извесни потешкотии во однос на барањето за зголемување на износот на дополнителни депозити од страна на кредиторите.

Поради фактот дека Капиталната корпорација Карлајл не успеа да одговори на барањата за зголемени дополнителни депозити, настана конфискување на нејзиниот колатерал, што доведе до понатамошна депрецијација на цената на агенцискиот заем. Ако се има предвид дека Bear Stearns претставуваше голем инвеститор во агенциски заеми, неговата позиција ја стимулираше недовербата на меѓубанкарскиот пазар во однос на способноста за отплата на обврските на пазарот на пари. Оваа ситуација предизвика значително намалување на ликвидноста на инвестиционата банка Bear Stearns, при што во

[53] Paul McCulley од PIMCO за првпат ја употреби оваа терминологија при опишувањето на Руската криза од 1998 година.

март 2008 година, од страна на федералните резерви на САД, беше донесен план за спас на Bear Stearns со заем во крајна инстанца од 200 милијарди долари.

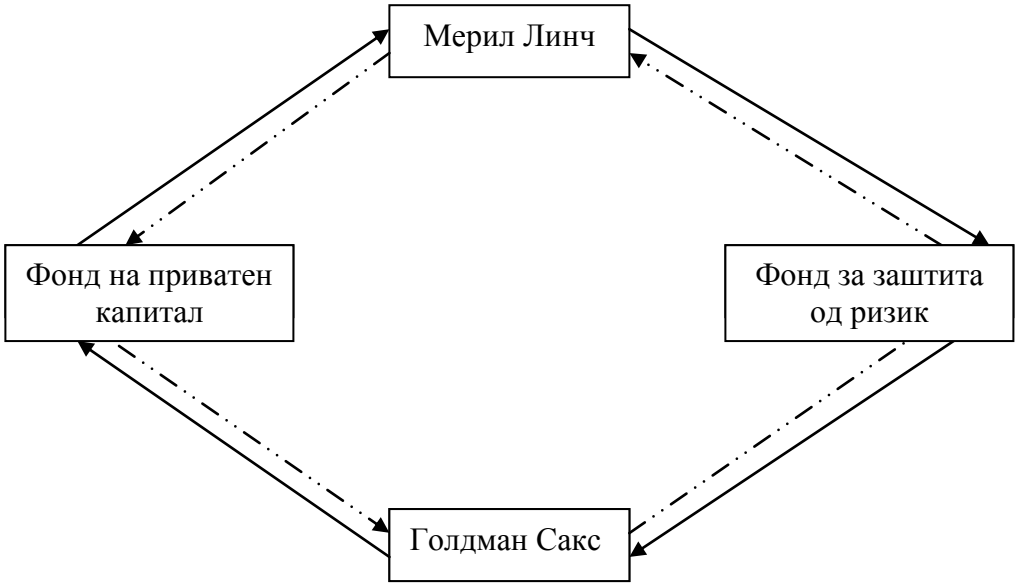
Покрај интервенцијата на централните банки во меѓународни рамки за внесување значителни износи на готовина во банкарскиот систем, се зголеми значењето на ликвидноста. Притоа на меѓубанкарскиот пазар се наметнаа нови ограничувања за инвестиционите банки.

На крајот на летото 2008 година настана намалување на ликвидноста на исклучително ниско ниво, како резултат на тоа дека најголемите американски банки евидентираа значителни загуби во последниот квартал и се наметна потребата за нивна рекапитализација поради ниската стапка на адекватност на капиталот.

Притоа се презеде чекор за спојување на најголемите американски инвестициони банки со одредени комерцијални банки (Merrill Lynch се соедини со Bank Of England), или преструктуирање во форма на комерцијални банки (случајот со Goldman Sachs) или отворање стечајна постапка во случајот на Lehman Brothers).

Спроведувањето на стечајната постапка врз Lehman Brothers беше манифестирано со серија негативни настани во американската економија во целина. Кај банките се зголеми претпазливоста во однос на можноста од неизвршување на обврските од страна на нивните деловни партнери, што доведе до зголемување на купувањето свопови за кредитна несолвентност за заштита од евентуалната појава на ризик од несолвентност.

Шема 1: Аранжман за своп на каматни стапки



Извор: Markus K. Brunnermeier, „Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-8“, Journal ofEconomic Perspectives, 2009.

2.2. Поим и видови на хипотекарни хартии од вредност на пазарот на САД

2.2.1. Карактеристики на хипотекарните хартии од вредност на пазарот на ХВ во САД

Хипотеката претставува заем обезбеден со основни средства што се предмет на одземање во случај на неизвршување на обврската.[54] Хипотеката може да се дефинира и како заем одобрен на сопственикот на 1 – 4 семејни станбени живеалишта, кој е обезбеден со основен имот. По издавањето заемите мора да бидат раководени од оддели кои за провизија ги прибираат плаќањата од кредитобарателите и ги предаваат на инвеститорите. Сервисерите се одговорни за поврзување со кредитобарателите во случај на неодговорно однесување во однос на нивните исплати, како и управување со одредбите од заемот и основниот имот при конфискација.

Како основни атрибути за дефинирање на хипотеките се сметаат:

- статусот на залог, посебни услови на заемот

[54] Frank J. Fabozzi, Anand K. Bhattacharya and William S. Berliner, *Mortgage backed securities: Products, Structuring, and Analytical Tecniques,* Hoboken, New Jersey: John Wiley &cSons, Inc., 2007.

- класификација на кредитот
- вид на каматна стапка
- вид на амортизација
- кредитни гаранции
- кредитна рамнотежа
- предвремено плаќање и казни за предвремено плаќање

Статус на залог

Статусот на залог ја одредува староста на заемот во случај на присилна ликвидација на имотот, што се должи на неплаќањето од страна на должникот. Првиот залог подразбира дека кредиторот упатил прв повик до приходите од ликвидацијата на имотот, во случај на негово одземање. Кредитобарателите ќе го искористат вториот залог или помладите заеми како средство за разводнување на вредноста на домот кај издатоците, чија цел е покривање на медицински сметки или школарини за колеџ, или инвестиции што се однесуваат на реновирање на домовите.

Посебни услови на заемот

Голем број хипотеки се емитуваат со рок од 30 години. Заемите со пократки рокови се искористуваат од оние кредитобарателикои бараат побрза амортизација на своите заеми како ефикасен инструмент за создавање капитал во нивните домови. Хипотеката со рок од 15 години е највообичаен краткорочен инструмент за амортизација, и покрај тоа што емисијата на заеми со рокови од 10 и 20 години бележи тренд на пораст во последните години.

Класификација на кредитот

Најголем број емитирани заеми се со висок кредитен квалитет, каде кредитобарателите имаат постојано вработување и солидна кредитна историја, доволен доход да ги отплатат заемите без спогодба за нивната кредитна способност и значителен капитал во основниот имот. Овие заеми се класифицирани како примарни заеми и историски доживеале низок обем на неплаќање. Заемите со понизок почетен кредитен квалитет, каде постои зголемена веројатност за појава на неплаќање се класифицирани како нискоквалитетни заеми. Запишаниот нискоквалитетен заем често користи нетрадиционални мерки за да го процени кредитниот ризик, ако се има предвид дека овие кредитобарателичесто имаат пониско ниво на доход, помал обем на средства и нарушени кредитни истории. По

издавањето овие заеми треба да бидат сервисирани од посебни оддели кои имаат задача да ги надгледуваат исплатите на нискоквалитетните кредитобарателиВо случај кога нискоквалитетните кредитобарателисе однесуваат неодговорно, сервисерите преземаат активности со цел да им помогнат на кредитобарателите да ги ублажат загубите кои произлегуваат од неплаќањата на заемите. Помеѓу примарниот и нискоквалитетниот сектор се наоѓа некаква нејасна категорија означена како алтернативни-А заеми, или почесто алт-А заеми. Овие заеми се сметаат за примарни заеми, иако со некои атрибути или ја зголемуваат кредитната ризичност, или предизвикуваат тешкотии при нивното категоризирање и вреднување.

Кредитни поени

Одредени фирми прибираат податоци за историјата на отплатите на поединци во корист на зајмовните институции и употребуваат софистицирани модели за оценување и квантифицирање на индивидуалната кредитна способност. Процесот резултира во кредитен поен кој е, всушност, нумеричко ниво на кредитната историја на кредитобарателот. Постојат три различни фирми за кредитно известување кои ги пресметуваат кредитните поени: Expirian, Transunion и Equifax.

Показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста

Показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста (LTV) е индикатор за леверицот на кредитобарателот во моментот на поднесување на барањето за заем. Пресметувањето на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста ја споредува номиналната вредност на бараниот заем со пазарната вредност на имотот. Според дефиницијата, показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста на еден заем во куповната трансакција е функција на авансот и куповната цена на имотот. При рефинансирањето показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста е зависен од бараната сума на новиот заем и пазарната вредност на имотот утврдена со проценката. Ако новиот заем е поголем од иницијалниот заем, трансакцијата упатува на рефинансирање при недостаток на готовина, додека рефинансирањето кога билансот на заемот останува непроменет е опишано како рефинансирање со стапка и рок или

неготовинско рефинансирање. Показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста има големо значење поради низа причини. Прво, тој е индикатор за сумата која може да биде надоместена од заемот во случај на неплаќање, особено ако вредноста на имотот опаѓа. Нивото на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста има влијание врз очекуваното извршување на плаќањето на должникот, ако се земе предвид дека високите показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста укажуваат на поголема веројатност за неплаќање на заемот. Друга корисна мерка е комбинираниот показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста, кој овозможува постоење на втор залог.

Показатели за доход

Со цел да се осигури дека обврските на кредитобарателот се усогласени со неговиот имот, кредиторите пресметуваат показатели на доход кои ја споредуваат месечната отплата на заемот со месечниот доход на барателот. Највообичаените мерки се наречени предни и заднински показатели. Предниот показател се пресметува со поделба на вкупната месечна отплата на домот со месечниот доход пред оданочување. Заднинскиот показател е сличен, но се додаваат други должнички исплати на вкупните исплати. Со цел заемот да биде класифициран како примарен, предните и заднинските показатели не треба да бидат поголеми од 28% и 36% соодветно.

Документираност

Кредиторите традиционално им бараат на потенцијалните кредитобарателите да обезбедат податоци за нивниот финансиски статус и поддршка на податоците со документација. Референтите за заем вообичаено им бараат на апликантите да го прикажат и документираат доходот, статусот на вработување и финансиските ресурси. Дел од процесот на аплицирање рутински вклучува собирање документи, како што се поврат на данок и банкарски извештаи за употреба при процесот на запишување. Меѓутоа, растечкиот број програми за заем имаат пофлексибилни барања за документацијата и кредиторите често нудат програми со голем обем на документирани стандарди. Ваквите програми вклучуваат програми каде не се потребни наплатните талони и повратот на данок.

Основна карактеристика која се употребува за да се направи разлика меѓу примарните или нискоквалитетните заеми е кредитниот поен.[55] Примарните заеми обично имаат FICO поени над 660, показатели на доход со претходно забележан максимум од 28% и 36% и показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста под 95%. Алт-А заемите вообичаено имаат понизок степен на документираност, при што треба да бидат поддржани со втор дом или имот на инвеститорот, или треба да имаат комбинација на атрибути што го прават заемот поризичен. Наспроти тоа нискоквалитетните заеми вообичаено имаат FICO поени под 660, со специфични програми и степени на заем на кредиторот. Еден кредитор може да смета дека заемот со 620 FICO поени е рангиран како В заем, додека друг кредитор ќе го рангира истиот заем повисоко или пониско, особено ако другите атрибути на заемот се повисоки или пониски од просечните нивоа.

Хипотеките со фиксна стапка имаат каматна стапка што е утврдена при склучување на заемот и е постојана во текот на времетраењето на заемот. Ако се земе предвид дека се потпираат на салдото на заемот, каматната стапка и рокот, планот на отплата кој важи во текот на животот на заемот е пресметан за да го амортизира салдото на главнината.

Хипотеките со прилагодлива стапка (ARMs) имаат каматна стапка која се менува во текот на животот на заемот. Каматната стапка се потпира на движењето на основната стапка и опсегот над бараниот индекс за соодветна зајмовна програма. Бројот на различни индекси може да се употреби како референтна стапка при утврдување на каматната стапка на заемот при неговото прилагодување, вклучувајќи ја и Меѓубанкарската каматна стапка на пазарот во Лондон (LIBOR), едногодишното постојано трезорско достасување (CMT) или 12 месечно подвижно трезорско достасување (MTA), што претставува стапка пресметана од месечните просеци на едногодишното постојано трезорско достасување. Каматната стапка на заемот се прилагодува на крајот на почетниот период и подоцна се прилагодува периодично, врз основа на плафони и дна кои ограничуваат за колку каматната стапка на заемот може да се промени. Хипотеките со прилагодлива стапка се структуирани да се прилагодуваат годишно, иако некои производи се прилагодуваат на месечна или полугодишна основа. Поради тоа што стапката на заемот и отплатата може да

[55] ibid 58.

се прилагодат на повисока основа, кредитобарателот може да доживее „шок во отплатата“ при значителен пораст на месечната отплата. Во суштина, хипотеките со прилагодлива стапка имаат едногодишен иницијален период каде е евидентирана ефективна почетна стапка, т.е. „цврста“ стапка. Заемите се прилагодуваат на крајот на неповолниот период на кредитобарателот, покрај обврската за годишно прилагодување во текот на животот на заемот. Кај едногодишните хипотеки со прилагодлива стапка е забележан пад на атрактивноста, при што се врши нивна замена со заеми со поатрактивни карактеристики за кредитобарателите.

На пазарот на хипотеки со прилагодливи стапки доминираат два вида кредити. Еден вид се однесува на хипотеката со прилагодлива стапка за фиксен период или хибридна хипотека со прилагодлива стапка, со фиксни иницијални стапки кои се ефективни за подолг период на време по финансирањето. На крајот на периодот на иницијалната фиксна стапка заемите се прилагодуваат на начин кој е многу сличен на начинот на потрадиционалните заеми со хипотеки со прилагодлива стапка. Хибридните хипотеки со прилагодлива стапка имаат три плафони на стапки: иницијален плафон, периодичен плафон и животен плафон. Иницијалниот плафон и периодичниот плафон ограничуваат за колку каматната стапка на заемите може да се промени на крајот на фиксниот период и при секое наредно прилагодување, додека животниот плафон го диктира максималното ниво на каматната стапка.

Во групата хипотекарни заеми се вбројуваат и хипотеките со прилагодлива стапка, со опција на отплата или хипотеките со прилагодлива стапка со негативна амортизација. Ваквите производи започнуваат со исклучително ниска „цврста“ стапка. Додека стапката се прилагодува месечно, минималната отплата единствено се прилагодува на годишна основа и е предмет на плафон на отплата што го ограничува обемот на отплата на заемот што подлежи на прилагодувањето. Во случај кога извршената отплата не е доволна да ја покрие каматата што се должи на заемот, билансот на заемот се зголемува со феноменот наречен „негативна амортизација“.

Хипотеките со фиксни и прилагодливи стапки се целосно амортизирани заеми, кои укажуваат дека главнината и каматните исплати на должникот се пресметани со еднакво зголемување за да го отплатат заемот во утврдениот рок. Целосно амортизираните заеми со фиксна стапка имаат отплата што е константна во текот на животниот век на заемот.

Ако се има предвид дека отплатите на хипотеките со прилагодливи стапки се прилагодуваат периодично, нивните отплати повторно се пресметуваат при секое прилагодување за преостанатиот биланс на заемот по нова ефективна стапка во процесот наречен адаптирање на заемот.

Како резултат на трендот на пазарот беше зголемена употребата на нетрадиционалните амортизациони шеми. Наједноставна иновација е плаќање единствено на каматата или производот IO (Interest only). Овие заеми бараат да биде платена единствено камата за утврдениот период на време. По истекот на периодот на инструментот кој ја носи единствено каматата или периодот на затворање, заемот се адаптира за да се амортизира за преостанатиот период на заемот. Вклучувањето на главнината во отплатите во таа точка го амортизира преостанатиот период од заемот, предизвикувајќи отплатата на заемот значително да порасне по адаптирањето, со што се создава платежен шок аналоген на тој што се доживува при прилагодување на хипотеката со прилагодлива стапка. Производот кој носи само камата беше воведен на пазарот на хибридни хипотеки со прилагодлива стапка, при гранични услови за исплата единствено на каматата и периоди на фиксна стапка. Нуспроизвод на хипотеката со прилагодлива стапка која носи единствено камата беа големите промени во месечната отплата на кредитобарателот, резултат на комбинацијата на зголемувањата на подоцнежната прилагодена стапка и воведената амортизација на главнината. Меѓутоа, фиксната стапка неодамна ја зголеми популарноста на производите што носат само камата. Тоа се заеми со 30-годишно достасување, што имаат фиксна стапка во текот на животниот век на заемот, но имаат доволно долг период на исплата единствено на камата. Заемите, според тоа, се амортизираат во нивниот преостанат рок. Овие производи беа создадени да ги привлечат кредитобарателите кои бараа пониски отплати на производите кои носат единствено камата без стапка на ризик поврзана со производите со прилагодлива стапка.

Другата иновација од понов датум се однесува на безграничните хибридни хипотеки со прилагодлива стапка што носат единствено камата, каде периодот на исплата единствено на каматата се разликува од времетраењето на периодот со фиксна стапка. Кога фиксниот период на хибридната хипотека со прилагодлива стапка е завршен, стапката на заемот се прилагодува на ист начин како и другата хипотека со прилагодлива стапка. Притоа на заемот се плаќа единствено каматата сè до датумот на промена. Овие

производи се развиени за да го прошират платежниот шок што се јавува кога настапува истовремено прилагодување и промена на заемите со хипотека со прилагодлива стапка.

Способноста на хипотекарните банки постојано да издаваат хипотеки е силно зависна од способноста да создаваат заменливи средства од различни групи заеми одобрени на мнозинство индивидуални должници. Овие средства потоа се продаваат на пазарите на капитал каде приходите се надополнуваат во ново кредитирање. Поради тоа хипотекарните заеми може понатаму да бидат класифицирани врз основа на тоа дали кредитната гаранција поврзана со заемот е обезбедена од федералната влада или квази-владините претпријатија, или добиена преку други приватни претпријатија или структурни средства.

Заемите кои се поддржани од агенциите на Федералната влада се именуваат под заедничкиот термин владини заеми. Како дел од размислувањата за политиката на домување, Министерството за домување и урбан развој контролира две агенции: Федералната администрација за домување и Администрацијата на ветераните кои го поддржуваат станбениот кредит за кредитобарателите кои успеале да се квалификуваат. Федералната администрација за домување обезбедува гаранции за заем за оние кредитобарателите кои можат да си дозволат ниска отплата и најчесто имаат релативно ниско ниво на доход. Администрацијата на ветераните ги гарантира заемите кои им ги одобрува на ветераните, овозможувајќи им да добијат поволни услови на заемот. Овие гаранции се поддржани од Министерството за финансии на САД, со што овие заеми се обезбедени со „целосна доверба и кредит“ поддржани од Владата на САД. Владините заеми се во голем обем секјуритизирани од страна на Владината национална хипотекарна асоцијација, агенција надгледувана од Министерството за домување и урбан развој.

Кај конвенционалните заеми не постои експлицитна гаранција од страна на Федералната влада. Конвенционалните заеми се секјуритизирани како структури со „приватна ознака“, или како пулови гарантирани од страна на спонзорирани претпријатија на Владата, како што се Freddie Mac и Fannie Mae. Владино спонзорираните претпријатија се корпорации во сопственост на акционери кои се создадени од Конгресот со цел да ја поддржат активноста на домување. Додека ниедно претпријатие нема јасна владина гаранција, пазарната конвенција ја одразува претпоставката дека Владата ќе обезбеди помош за владино спонзорираните претпријатија во случај на финансиски неуспех.

Имено, од страна на спонзорираните претпријатија на Владата е обезбедена гарантирана отплата на главнината и каматата на инвеститорите, во замена за гарантна провизија, платена или надвор од приходите од камата на заемите, или како износ при емисијата. Конвенционалните заеми кои не се гарантирани од владино спонзорираните претпријатија можат да бидат секјуритизирани како трансакции со приватна ознака. Традиционално, заемите се секјуритизирани во форма на приватна ознака поради неквалификуваната основа за гаранции од страна на спонзорираните претпријатија на Владата, нивниот биланс или кредитните атрибути. Неодамнешниот развој се состои во раст на договорите со приватна ознака, поддржани целосно или делумно со заеми каде билансот одговара на лимитите на спонзорираните претпријатија на Владата. При вакви договори оригинаторот утврдува дека е поекономично да го одобри кредитот со употреба на механизмот на приватниот пазар, отколку преку поддршката на спонзорираните претпријатија на Владата.

Во работењето на агенциите се воспоставени лимити на кредитната рамнотежа што можат да бидат вклучени во гарантираните пулови на агенциите. Максималните големини на заемот за 1 – 4 семејни домови во тековната календарска година се прилагодуваат кон крајот на претходната година. Процентот на промена во лимитите од година во година се темели на промената од октомври до октомври во просечните цени на домовите, објавени од Федералниот одбор за финансирање на домувањето. Од нивниот почеток пуловите на Freddie Mac и Fannie Mae имаат идентични лимити на заеми бидејќи лимитите се диктираат за ист статут. Поголемите заеми од прилагодениот лимит се класифицирани како „големи“ заеми и единствено можат да бидат секјуритизирани како трансакции со приватни ознаки. Имено, големината на секторот со приватна ознака претставува особено значаен фактор, но со значително помал обем од пазарот за агенциски пулови. Покрај тоа со зголемување на прилагодените лимити на билансот како резултат на интензивната апрецијација на недвижниот имот, забележан е пораст и на пазарниот удел на агенциските пулови во однос на договорите со приватни ознаки.

Хипотекарните заеми можат предвремено да се платат поради низа причини. Сите хипотекарни заеми имаат клаузула „достасан за продажба“, што значи дека преостанатиот биланс на заемот мора да биде платен кога куќата се продава. Постојните хипотеки може да бидат рефинансирани од должникот ако актуелното ниво на хипотекарните стапки

опаѓа, или ако им се понудени поатрактивни финансиски претпријатија. Покрај тоа сопственикот на домот може да извршува делумни предвремени плаќања на неговиот заем, кои служат да го намалат преостанатиот биланс и да го скратат преостанатиот рок на заемот. Предвремените плаќања силно влијаат на повратот и извршувањето на хипотекарните хартии од вредност и инвеститорите посветуваат значајни ресурси во нивното проучување и моделирање. Со цел да се овозможи намалување на ефектите од предвремените плаќања, некои зајмовни програми се структуирани со казни за предвремени плаќања. Казните се создадени со цел обесхрабрување на активноста на рефинансирање и плаќање провизија на сервисерот, во случај кога заемот е предвремено платен за одредена сума во периодот по финансирањето. Казните се вообичаено структуирани во насока на обезбедување делумна предвремена отплата на кредитобарателите до 20% од заемот секоја година кога казната е на сила и оптоварување на кредитобарателот со 6-месечна камата за предвремените плаќања на преостанатите 80% од нивниот биланс.

2.2.2. Механизам за одобрување на хипотекарните заеми од страна на комерцијалните банки во Соединетите Американски Држави

Хипотекарните заеми традиционално се структуирани како должнички инструменти со целосна амортизација, со биланс на главнината што се отплатува за време на траењето на заемот. За производот со фиксна стапка отплатата на заемот е константна за времетраењето на заемот, иако анализата на отплатата на главнината и каматата се менува секој месец. Амортизираната месечна отплата на заемот со фиксна стапка се утврдува со пресметување на факторот на хипотекарна отплата, со употреба на следната формула:

$$\text{Фактор на хипотекарна отплата} = \frac{\text{каматнастапка}(1+\text{каматнастапка})^{\text{рокназаемот}}}{(1+\text{каматнастапка})^{\text{рокназаемот}}-1}$$

Каматната стапка претставува месечна стапка, што значи дека годишната стапка изразена во проценти се дели со 12. Месечната отплата потоа се пресметува со множење на факторот на хипотекарна отплата со билансот на заемот.

Отплатата се состои во најголем дел од каматата во почетниот период на заемот. Ако се земе предвид фактот дека каматата се пресметува од прогресивно опаѓачки биланс, износот на исплатената камата опаѓа со тек на време. При пресметката, бидејќи агрегатната отплата е фиксна, главнината постепено расте со текот на времето. Заемите со пократки амортизациони планови овозможуваат побрз обрт на капиталот. Преостанатиот биланс на заемот кој носи единствено камата се амортизира побрзо од целосно амортизираниот заем поради повисоката отплата, иако преостанатиот биланс на заемот кој носи единствено камата е поголем од билансот на амортизираниот заем. При амортизација на заемите со хипотека со прилагодлива стапка, иницијалното плаќање се пресметува по иницијална каматна стапка во текот на 360 месеци. При првото прилагодување и секое наредно прилагодување, заемот се адаптира и месечниот план на отплата повторно се пресметува со употреба на нова каматна стапка и преостанатиот рок на заемот.

Платежната структура за негативно амортизираните заеми со хипотека со прилагодлива стапка е различна и комплексна. Најчесто емитирана форма на производи што овозможуваат негативна амортизација се т.н. заеми со платежна опција, кои се варијации на традиционалните хипотеки со прилагодлива стапка со годишно прилагодување. Заемите имаат почетна стапка која е ефективна за краток временски период. По иницијалниот период стапката на заемот се менува месечно, што се должи на промените во односниот индекс. Минимумот на кредитобарателот или бараната отплата не се менува до 13-тиот месец. Иницијалната отплата првенствено се пресметува за целосно да го амортизира заемот за 30 години по почетната стапка. По истекот на една година и по наредните едногодишни интервали, заемот се адаптира. Минималната отплата повторно се пресметува врз основа на маргината на заемот, ефективното ниво на индексот и преостанатиот биланс и рок на заемот. Минималната отплата може да не е доволна за целосно да се плати каматата на заемот, базирана на нејзината ефективна стапка. Ова може да се случи ако индексот и маргината на заемот се такви што минималната отплата е пониска од отплатата на каматата или минималната отплата е ограничена со платежен плафон од 7.5%. Во тој случај заемот е предмет на негативна амортизација, каде неплатениот износ на каматата се додава на билансот на главнината.

2.2.3. Ризици поврзани со хипотеките и хипотекарните производи во САД

Сопствениците на инвестициите со фиксен доход вообичаено работат со ризикот на каматната стапка или ризикот што го променува нивото на пазарни каматни стапки, т.е. предизвикува флуктуации во пазарната вредност на ваквите инвестиции. Меѓутоа, хипотеките и поврзаните хипотекарни производи имаат дополнителни ризици, што се единствени за производите и бараат дополнителни анализи.

1. Ризик од предвремено плаќање

Должниците се способни да вршат предвремено плаќање на нивните заеми пред рокот на нивното достасување. За имателот на хипотекарен имот опцијата за предвремено плаќање на кредитобарателот создава единствена форма на ризик. Во случаи кога должникот го рефинансира заемот со цел да го капитализира намалувањето на пазарните стапки, инвеститорот има високоприносна отплата на средството и можност за замена со средство кое носи понизок принос. Ризикот на предвремено плаќање е аналоген со „дневниот ризик“ за корпоративни и општински обврзници во услови на влијание на нивниот повратот и создава несигурност во врска со тајмингот на готовинските текови на инвеститорите. Покрај тоа променливите „брзини“ на предвремените плаќања што се должат на движењата на каматните стапки предизвикуваат варијации во готовинските текови на хипотеките и хартиите од вредност колатерализирани со хипотекарни производи, со силно влијание на нивното поврзано извршување, што го отежнува нивниот хеџинг.

Предвремените плаќања се феномен кој произлегува од одлуките донесени од кредитобарателот и/или кредиторот и се јавуваат поради следните причини:

- продажба на имотот (што се должи на нормална мобилност, како смрт и развод),
- уништување на имотот од пожар или друга незгода,
- неплаќање на дел од кредитобарателот,
- ограничување (т.е. делумно предвремено плаќање),
- рефинансирање.

Одредени предвремени плаќања кои се припишуваат на причини што не се опфатени во рефинансирањето се вклучени во широкиот назив за „профитот“. Стапките на профит во суштина се стабилни на долгорочна основа, наспроти изразеното влијание на состојбата на пазарот на домување, особено нивото на проценка на недвижниот имот и

волуменот на продажбите на постоечките домови. Активноста на рефинансирање зависи од способноста за стекнување нов заем со ниска стапка или помала отплата, што ја прави оваа активност во голем обем зависна од нивото на каматните стапки, формата на кривата на принос и достапноста на алтернативните заемовни производи. Покрај тоа сумата на активноста на рефинансирање може да се промени во голем обем како резултат на привидно малите промени во стапките. Врз основа на фактот дека растот на предвремените плаќања се одвива на паралелна основа со зголемените цени на обврзниците и опаѓањето на пазарните приноси, употребата на хипотеките предизвикува стеснување на просечниот живот и времетраењето во случај на собирање на пазарите на обврзници и ограничување на нивната проценка на цените. Наспроти тоа, растечките приноси влијаат во насока на забавени предвремени плаќања и проширено времетраење на обврзниците, што ќе предизвика поголем пад на цената споредено со потрадиционалните производи со фиксен доход. Како резултат на тоа, ценовното извршување на хипотеките и хипотекарните хартии од вредност тежнее да заостане во однос на споредливите инструменти со фиксно достасување при пораст на актуелното ниво на приноси. Овој феномен генерички е опишан како „негативна конвексност“. Ефектот на променливата брзина на предвременото плаќање на времетраењето на хипотеките се темели на движењето на каматните стапки и е во целосна спротивност со она што го посакуваат сопствениците на обврзници.

2. Кредитен ризик и ризик од несолвентност

Анализите на кредитната изложеност во хипотекарниот сектор се разликуваат од проценката на кредитниот ризик кај многу други инструменти со фиксен доход бидејќи бараат:

- квантифицирање и раздвојување на карактеристиките на огромен број заеми кои претставуваат основа на хипотекарната инвестиција;
- проценување како овие атрибути ќе се преведат во извршување кое базира на стандардната метрика и еволуција на оправданиот најдобар-, најлош- и потенцијален-случај на извршување;
- пресметка на приносите кои се темелат на овие сценарија.

На пример, измерените просечни кредитни поени и показателите за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста се рутински

пресметани и стратификацијата на овие карактеристики се употребува во комбинација со кредитната евалуација на пулот. Покрај овие карактеристики на заемите, следните метрики се исто така искористени во подоцнежната евалуација на хипотекарниот пул или хартијата од вредност.

Целта на воведувањето на прекршочни мерки е да се овозможи оценка дали се реализира навремена отплата на заемите од страна на кредитобарателите или нивно раздвојување во согласност со сериозноста на нивниот прекршок. Највообичаената конвенција за класифицирање на прекршоците е онаа објавена од Канцеларијата за супервизија на штедењето; овој „OTC“ метод ги класифицира заемите на следниот начин:

- отплата со задоцнување до 30 дена: навремена отплата,
- задоцнување од 30 до 60дена: прекршок од 30 дена,
- задоцнување од 60 до 90дена: прекршок од 60 дена,
- задоцнување над 90 дена: прекршок над 90 дена.

Во одредена точка на нивното постоење, многу заеми што се поврзани со прекршоци стануваат актуелни за наплата бидејќи состојбата која води до прекршок се решава сама по себе. Меѓутоа, одреден дел од деликвентниот заем преминува во категоријата несолвентни заеми. Според дефиницијата, несолвентноста е точка каде кредитобарателот го губи правото на соодветната сопственост. Несолвентноста обично настанува кај заемите кои се со прекршок од над 90 дена, иако заемите каде кредитобарателот паѓа во банкрот можат да бидат и пред тоа класифицирани како ненаплатливи.

Ако се има предвид дека кредиторот има залог врз имотот на кредитобарателот, голем дел од вредноста на заемот може да биде наплатен преку процесот на конфискација. Сериозноста на загубата ја мери минималната вредност на загубата на заемот откако процесот на конфискација е завршен. Во зависност од видот на заемот, сериозните загуби се движат во просек во распон од 20% до 40% и можат да бидат под силно влијание на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста. Меѓутоа, во случај на несолвентност, заемите со релативно ниски показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста можат да резултираат со загуби, особено поради две причини:

- висока проценета вредност на имотот во однос на вистинската пазарна вредност на имотот;

- појава на трошоци и откажан имот поврзан со процесот на конфискација.

Врз основа на овие фактори, процесот на оценување на кредитно прилагоденото извршување на одреден заем од групата заеми вклучува прво проценка на очекуваните прекршоци, несолвентност и сериозни загуби на пулот на хартии од вредност базирани на нивните кредитни карактеристики. Според тоа, приносите се прилагодени на загубите и може да создадат приходи. Треба да се напомене дека инвеститорите во некои сегменти на пазарот на хипотекарни хартии од вредност не се ангажираат во детални кредитни анализи; купувачите на агенциски пулови, на пример, вообичаено се потпираат на гаранцијата на соодветната агенција. Во прилог на купувачите на хипотеки во форма на целосен кредит, кредитната анализа главно се презема од инвеститорите во подредени транши на договорите со приватна ознака. Извршувањето на подредените транши е доста сензитивно на кредитното извршување на пулот на колатерали. Тоа се јавува поради улогата на заштита на повисоките класи од загуби, како и секвентната природа на алокација на загубите во рамките на подредените класи.

2.3. Пазарот на хипотекарни хартии од вредност во САД

Растот на недвижниот имот и на примарните хипотекарни пазари предизвика експанзија на пазарот на хипотекарни хартии од вредност во САД. Во согласност со Асоцијацијата за пазарот на обврзници, ненаплатените хипотекарни хартии од вредност на крајот на третата четвртина од 2006 година изнесуваа 6.4 трилиони долари, што претставуваше за 49% повисоко ниво споредено со пазарот на државната благајна. Големината на пазарот на хипотекарни хартии од вредност, како и широкиот опфат на понудени производи во САД, претставуваат одраз на растот и разликите на пазарот за инвестиционите претпријатија со фиксен доход. Овие производи предизвикаа инвестиционите менаџери со фиксен доход да бидат свесни за развојот на пазарите на хипотекарните хартии од вредност и чувствителни на факторите кои ја движат емисијата и успехот на хипотекарните хартии од вредност.

Во најопшта смисла, креаторите спроведоа секјуритизација на заемите, со цел искористување на пазарите на капитал за финансирање и ликвидност. Од страна на хипотекарните кредитори беше извршено прифаќање на апликациите, финансирање на

заемите, продажба на пазарите на капитал во форма на хипотекарни хартии од вредност и потоа од остварените приходи започна процес на одобрување на нови кредити. Пред развојот на пазарите за хипотекарни хартии од вредност, кредиторите одобруваа хипотекарни заеми од депозитите и вообичаено ги чуваа заемите во своето портфолио. Тоа доведе до периодични кусоци на хипотекарни пари во периодот на зголемена неликвидност на локалните услови за финансирање; во прилог на тоа профитабилноста на кредиторите беше врзана за формата на кривата на принос, како и можноста да се оствари принос во соодветен распон над трошоците за финансирање. Развојот на активниот пазар за тргување со хипотекарни производи во текот на последниот четврт век придонесе за раст на националниот примарен хипотекарен пазар. Хипотекарното позајмување настана од фрагментираната индустрија, каде стапките и достапноста на финансирањето се базираа на локалните услови за ликвидност, на пазарот со масовна комуникација помеѓу изворите и корисниците на фондови.

2.3.1. Создавање различни типови хипотекарни хартии од вредност

Пулот претставува фундаменталната единица на пазарот на хипотекарни хартии од вредност. Според најмалиот заеднички деноминатор, хипотекарно поддржаните пулови се целини на голем број хипотекарни заеми со слични карактеристики. Заемите со заеднички атрибути, како што се каматната стапка, рокот на достасување, кредитниот квалитет, билансот на заемот и типот на производот, се комбинираат со употреба на низа легални механизми за да се создадат релативно заменливи инвестициони претпријатија. Со создавање на хипотекарните хартии од вредност, хипотекарните заеми се трансформираат од хетерогена група на различни средства во значително хомогена група хартии од вредност со кои се тргува на ликвидниот пазар.

Трансформацијата на групите на хипотекарни заеми со заеднички атрибути во тргувани и ликвидни хипотекарни хартии од вредност настанува со употреба на еден од двата механизми. Со создавање на заемите врз основа на упатствата на агенциите во однос на кредитниот квалитет, стандардите за запишување на заем и билансот се одредува осигурителната премија, позната како гарантна провизија на одредена агенција и секјуритизирана како агенциски пул. Заемите кои или не се квалификувани за агенциски

третман или каде постои неефикасно извршување при агенциското здружување во пул, се секјуритизираат како неагенциски или трансакции со „приватна ознака“. Овие типови хартии од вредност немаат гаранција од агенцијата и треба да бидат емитувани под регистрирано претпријатие или „полица“ на емитентот.[56] Осигурувањето на кредитите е во форма или на приватна гаранција или почесто во договор преку т.н. „подредени“ класи. Повисоките транши на овие договори се многу слични според профилот со агенциските пулови и често се однесуваат како оние со приватна ознака или преодни хартии од вредност со повисок рејтинг.[57]

Со создавање на пулот, постои можност за продажба на инвеститорите во форма на преодна хартија од вредност, во која главнината и каматата се плаќаат на инвеститорите врз основа на пропорционалниот удел во пулот. Меѓутоа, готовинските текови на пуловите може да се поделат за да одговорат на барањата на различните типови инвеститори. Создавањето на т.н. „структурирани хартии од вредност“ вклучува поделба на готовинските текови на основните пулови на хартии од вредност кои имаат различен просечен живот и времетраење[58], различни степени на заштита или изложеност од предвремено плаќање и различни степени на кредитен ризик. Овие типови хартии од вредност се познати како хипотекарни обврски обезбедени со залог (CMOs). Флексибилноста како неделлива карактеристика кај транширањето, заедно со широкиот опфат должнички инструменти, му овозможува на пазарот на хипотекарни хартии од вредност да покаже висок степен на сегментација. Како резултат на тоа е овозможен широк опфат на инвеститори со различни инвестициони цели и толеранција на ризик за инвестирање на пазарот на хипотекарни хартии од вредност, со што настанува понуда на фондови кои конечно се адаптирани на новиот тип хипотекарно кредитирање.

За да се создаде агенциски договор за хипотекарни обврски обезбедени со залог, потписникот на заемот купува агенциски пулови на хипотекарни хартии од вредност на

[56] Според Законот за тргување со хартии од вредност од 1934 година неизземените претрпијатија да ги регистрираат своите понуди кај Комисијата за хартии од вредност пред емисијата. Поради квази-владиниот статус, хартиите од вредност емитирани од страна на претпријатијата спонзорирани од Владата се изземени од исполнување на барањата за регистрација кај Комисијата за хартии од вредност.

[57] Терминот „преодни“ упатува на фактот дека главнината и каматата се пренесуваат на инвеститорот пропорционално со нивното чување.

[58] Времетраењето претставува мерка за сензитивноста на цената на инструментот со фиксен приход во однос на промените на каматните стапки.

примарните или секундарните пазари и ги внесува во т.н. депозитно претпријатие. Различните транши потоа се создаваат од готовинските текови на главнината и каматата создадени од пуловите на хипотекарните хартии од вредност. За разлика од нив, трансакциите со приватни ознаки се создаваат со внесување голем број заеми директно во секјуритизационото претпријатие, од кои структуираната трансакција се создава од издавачот. Додека агенциската трансакција претставува арбитража на видови, секјуритизацијата со приватна ознака служи како процес според кој заемите директно се дистрибуираат на пазарите на капитал.

Различна подгрупа на секторот за хипотекарни хартии од вредност е пазарот на хипотекарни линии, или попрецизно пазар на хартии од вредност, кои носат единствено главнина и хартии од вредност кои носат единствено камата. Ако се има предвид дека хипотеките се состојат од главнина и камата, двете компоненти може да се раздвојат и продаваат независно. Сопственикот на хартијата од вредност која носи единствено главнина ја добива единствено главнината исплатена на основните заеми. Сопственикот на хартијата од вредност која носи единствено камата ја добива каматата создадена кај основните заеми.

2.3.2. Тргување со хипотекарните хартии од вредност

На крајот на 2000 година американската економија оствари нагорен раст од 39 позиции. Според Ален Гринспин, оваа состојба се заснова на исклучително високата флексибилност на економијата. Големите финансиски компании покажаа значаен обем на профитабилност и диверзификација на портфолиото, што им обезбеди современи техники за управување со ризикот.

Во периодот од 1995 до 2000 година цените на пазарот на домување постигнаа пораст од 5.2% на годишно ниво; при што во наредните пет години стапката достигна ниво од 11.5%.[59] Пониската каматна стапка претставуваше дополнителен мотив за позајмување на хипотекарните кредитобарателиповради можноста за пристап до хипотекарните кредити и

[59] Податоците ја прикажуваат прилагодената просечна стапка на раст и пресметките во Системскиот извештај за финансиската криза со примена на националниот индекс за цените во секторот домување изготвен од страна на компанијата Корлоџик; Извршување на заемот врз основа на на националниот индекс за цените во секторот домување на Корлоџик, август 2010

на домаќинствата кои ја сочинуваа групата на кредитобарателиод понизок кредитен рејтинг.

Зголемениот пристап до кредити обезбеди постабилна состојба за поединците кои управуваа на прудентен начин со сопствените финансии. Оваа состојба обезбеди експанзија во сопственоста на домови, како и појава на можност за шпекулативни активности на пазарот на недвижности.

Зголемувањето на цените на домовите овозможи поголема финансиска сигурност за сопствениците на домови, што предизвика намалување на обемот на штедењето. Како последица на тоа беше евидентиран исклучително висок долг, при што во периодот меѓу 2001 – 2007 година настана двојно зголемување на националниот долг. Долгот на домаќинствата, во износ од 80% од расположливиот персонален доход во 1993 година, достигна 130% во средината на 2006 година.

Со порастот на позајмувањето на кредитобарателите од послаб квалитет се зголеми достапноста на хипотекарните кредити по периодот на банкрот или делумен откуп на низа кредитори од послаб квалитет во 1998 и 1999 година. Во 2000 година Citigroup со вкупна актива од 800 милијарди долари изврши купување на вториот најголем кредитор за одобрување заеми од послаб квалитет First Capital Associates во износ од 31 милијарда долари. Во 2004 година федералните резерви наметнаа парична казна на Citigroup за прекршоците во сферата на кредитирањето, што доведе до незначително ревидирање на правилата за намалување на високите трошоци на хипотеките.[60]

На почетокот на 2001 година настана намалување на темпото на економијата и покрај тоа што стапката на невработеност се задржа на нивото од 4%. За да се стимулира кредитирањето и потрошувачката, Комитетот за отворен пазар на федералните резерви значително ги намали краткорочните каматни стапки.

Како последица на тоа во 2001 година настана умерена рецесија со времетраење од 8 месеци, што предизвика бруто домашниот производ во американската економија да се намали за 0.3%. Креаторите на економската политика се потпираа на тврдењето дека ефикасната монетарна политика ќе обезбеди економијата да го ограничи влијанието на

[60] Изјава за јавноста на Одборот на федералните резерви, 27 мај, 2004 година.

надолната фаза во деловниот циклус, што беше предвидено пред почетокот на технолошката криза.

По завршување на рецесијата и воведувањето на ниски каматни стапки на хипотеките со времетраење од 40 години, настана експанзија на кредитирањето во секторот на домување. Федералните резерви водеа политика на одржување на ниски краткорочни каматни стапки. Во текот на 2003 година на најдобрите американски компании им беше овозможено позајмување на пазарот за комерцијални хартии од вредност со достасување од 90 дена и каматна стапка од 1.1%, во споредба со каматната стапка од 6.3% три години претходно; додека стапката на државните записи опадна под 1% во текот на 2003 година, во споредба со стапката од 6% во 2000 година.

Примената на ниски каматни стапки овозможи намалување на трошокот за сопственост на домовите врз основа на паралелното придвижување на каматните стапки на 30 годишна хипотека со фиксна стапка со стапката на расположливите кредити на федералните резерви преку ноќ. До 2003 година на кредитоспособните купувачи на домови им беа одобрени хипотекарни заеми со фиксна стапка од 5.2%, што претставува пониска стапка за 3 процентни поени во споредба со 2000 година. Како резултат на тоа, дојде до брз пораст на тековните заштеди, со што се обезбеди за купен дом по просечна цена од 180 илјади долари, со аванс од 20%, месечната хипотекарна отплата, да биде пониска за 286 долари во споредба со 2000 година. Хипотеката со прилагодлива стапка им овозможи на инвеститорите пониски иницијални отплати, како и зголемување на достапноста на поголеми станови, под услов да не настане пораст на каматните стапки.

Сопственоста на домови забележа континуиран пораст, достигнувајќи максимум од 69.2% во секторот на домаќинства во 2004 година.[61] Кај 10% од водечките домаќинства, според нето вредност, од кои 96% ги поседуваа сопствените домови, беше утврден пораст на вредноста на нивните примарни живеалишта меѓу 2001 – 2004 година од 372.800 долари на 450.000 долари, што претставува пораст од над 77.000 долари. Просечната нето вредност на сите домаќинства кои претставуваа дел од 10% на водечките домаќинства, по пресметката на останатата вредност во домувањето и средствата, како и обврските, изнесуваше 1.4 милиони долари во 2004 година.

[61] U.S. Census Bureau, „Housing Vacancies and Homeownership, CPS/HVS“, Table 14: Homeownership Rates for the US 1965 to Present.

Врз основа на порастот на цените на домовите и пониските хипотекарни стапки, беше овозможено рефинансирање на примарниот хипотекарен пазар. Притоа низа сопственици на домови подигнаа значителен обем на готовина, како резултат на намалувањето на каматните стапки. Во периодот 2001 – 2003 година, врз основа на рефинансирањето на продажбата на долгорочните средства, беше евидентирана предвидената заработка на домаќинствата на износ од 427 милијарди долари, при што сопствениците на станови стекнаа дополнителни 430 милијарди долари преку хипотекарните заеми.[62] Дел од заемите беа одобрени врз основа на второстепен залог, додека останатите заеми беа засновани на новите иновативни продукти, како што се хипотекарните заеми. Хипотекарните заеми функционираа на ист начин како и кредитните картички, при што кредитобарателот беше во состојба да изврши позајмување и отплата според сопствените потреби, со што се обезбеди искористување на предностите на постоечките пластични картички.

До 2003 година американската економија се соочи со краткотрајна рецесија во 2001 година, како и криза во сферата на информатичкото општество, што предизвика исклучително висока загуба на богатство. Со употреба на новите финансиски продукти, како што беа хипотекарните заеми, домаќинствата беа во состојба да позајмуваат врз основа на вредноста на домовите, за да ги компензираат инвестиционите загуби или невработеноста.

Пазарот на нискоквалитетни заеми забележа значително заздравување, по економската состојба што доведе до пад на вредноста на хартиите од вредност кон крајот на ’90-тите години. Вредноста на одобрените нискоквалитетни заеми двојно се зголеми во периодот 2001 – 2003 година. Во 2000 година беа секјуритизирани 52% од нискоквалитетните заеми, наспроти 2003 година, кога се спроведе секјуритизација на 63% од заемите. Употребата на ниските каматни стапки и дејството на низа фактори, како што се: општоприфатените компјутеризирани кредитни поени, растот на статистичката историја за нискоквалитетни кредитобарателии и обемот на фирмите кои влегуваат на пазарот, предизвика стимулирање на експанзијата на пазарот, што наметна појава на сериозни проблеми на долг рок.

[62] Според пресметките на лицата задолжени за изработка на Систематскиот извештај за финансиската криза, ажурирани врз основа на податоците обезбедени од страна на Ален Гринспин и Џејмс Кенеди, чии податоци беа објавени во „Sources and Uses of Equity from Homes“, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2007 – 20 (март 2007)

Во сферата на нискоквалитетното креирање и секјуритизацијата се јавуваат три видови компании: комерцијални банки и штедилници, инвестиционите банки на Волстрит и независните хипотекарни кредитори. Имено, од страна на дел од најголемите банки и штедилници, како што се Citigroup, National City Bank, HSBC и Washington Mutual, беа потрошени милијарди долари за пораст на нискоквалитетното кредитирање, со создавање нови оддели, преземање на фирми или понуда за финансирање на останатите хипотекарни креатори.

Врз основа на нискоквалитетното кредитирање ,беше утврдена зголемена конкуренција на инвестиционите банки на Wall Street од страна на најголемите комерцијални банки и штедилници. Оваа состојба предизвика целосна насоченост на инвестиционите банки кон процесот на хипотекарно креирање како гаранти на понудата на заеми што се подготвени за секјуритизација и нивна продажба на растечката маса на инвеститори. Поради тоа Lehman Brothers, четврта по големина инвестициона банка во САД, откупи шест различни домашни кредитори во периодот 1998 – 2004 година, вклучително и нискоквалитетниот хипотекарен кредитор BNC и Aurora. Од друга страна, Bear Stearns, петтата инвестициона банка во САД, го зацврсти нискоквалитетното кредитирање со стекнување на три нискоквалитетни кредитори, вклучително и Енкор. Во 2006 година Merrill Lynch ја презеде финансиската корпорација First Franklin, додека Morgan Stanley ја откупи Saxon Capital.

Нискоквалитетните учесници на кредитниот пазар беа застапници на различни стратегии. Имено, Lehman Brothers и Countrywide беа насочени кон примена на „вертикално интегрираниот“ модел, што овозможи нивно вклучување во секој сегмент на хипотекарната верига: креирање и финансирање на заемите, пакување во хартии во вредност и продажба на хартиите од вредност на инвеститорите.

Кога креаторите создаваа заеми со цел да ги поседуваат до моментот на нивното достасување – пристап познат како создавање заради поседување, постоеше мотив на претпазливост при запишувањето заеми и преземањето ризици. Во случај, кога креаторите создаваа хипотеки за продажба и секјуритизација – пристап познат како создавање заради дистрибуција, не постоеше ризик од загуби во случај на неизвршување на обврските. Притоа, врз основа на употреба на пристапот „создавање заради дистрибуција“, беа

реализирани над половина од сите хипотеки пред почетокот на кризата, како и голем обем на нискоквалитетни хипотеки.

Со децении пристапот на создавање заради дистрибуција овозможи создавање на посигурни хипотеки. Владините агенции Fannie Mae и Freddie Mac купуваа примарни, прилагодени хипотеки од 1970 година, заштитени со ригидни стандарди за запишување. Но, подоцна моделот се соочи со низа недостатоци.

Почетна точка за низа хипотеки претставува хипотекарниот брокер. На независните брокери им беше овозможен пристап до голем број кредитори и соработка со кредитобарателите за завршување на процесот на апликации. Со вклучување на брокерите се обезбеди поголема експанзија што не беше поврзана со потребата за изградба на дополнителни филијали; намалување на трошоците без потреба за ангажирање на продажниот персонал со полно работно време и широк географски опсег.

За брокерите компензацијата настана како резултат на директните провизии – од кредитобарателот, од кредиторот или од двата субјекти, при што извршувањето на заемот има помало значење. Заедничката провизија платена од кредиторот на брокерот е позната како „премија на распонот на приносот“: на заемите со повисоки каматни стапки, банката кредитор ќе му исплати на брокерот повисока премија, што претставува дополнителен мотив на кредитобарателот да му се одобри запишување на заем по максимална каматна стапка.

Во теоријата кредитобарателите имаат приоритет во заштитата од злоупотреби при кредитирањето. При откуп на заеми, кредитобарателите треба да проценат дали брокерот се обидува да им продаде заем со повисока каматна стапка или одобри нискоквалитетен заем во случај кога претставуваат квалификувани субјекти за одобрување на поевтин примарен заем. Студијата спроведена од страна на економистите во федералните резерви потврдува дека најмалку 38% од кредитобарателите на хипотеки со прилагодлива каматна стапка не ја согледуваат ситуацијата од евентуално корегирање на високите каматни стапки со тек на време, додека другата половина врши потценување на нивото што може да го достигнат високите каматни стапки со тек на време.[63]

[63] Brian Bucks and Karen Pence, "Do Borrowers Know Their Mortgage Terms? " *Journal of Urban economics* 64 (2008): 223.

Критичарите истакнуваат дека колку е поголем вложениот износ на пари, кај хипотекарните брокери се јавува дополнителен мотив за барање „на највисока комбинација на провизии и хипотекарни каматни стапки што може да се поднесат од страна на пазарот“.

Експанзијата на пазарот на домување предизвика појава на нов проблем кај нискоквалитетните и примарните хипотеки, познат како инфлаторна проценка. За кредиторот инфлаторните проценки предизвикуваа поголеми загуби во ситуација на неизвршување на обврските од страна на кредитобарателот. Наспроти тоа, за кредитобарателот, брокерот или кредитниот комерцијалист кој ангажирал проценител, инфлаторната проценка овозможи да се направи разлика меѓу затворање или загуба на деловната зделка. Истражувањето спроведено во 2003 година покажа дека 55% од проценителите беа изложени на притисок во насока на зголемување на вредноста на домовите; при што до 2006 година оваа појава достигна ниво од 90%.

Во 2005 година четири банки-регулатори издадоа водич за зацврстување на проценките. Банките регулатори препорачаа дека изборот на проценителите треба да се изземе од надлежност на персоналот за креирање на заемот.

2.4. Спроведување на процесот на секјуритизација врз основа на употреба на хипотекарни хартии од вредност во САД

Во 2004 година комерцијалните банки, штедилниците и инвестиционите банки, заедно со хипотекарните асоцијации Fannie Mae и Freddie Mac, беа инволвирани во секјуритизацијата на станбените заеми. До 2005 година државните хипотекарни асоцијации го презедоа водството при спроведувањето на процесот на секјуритизација. Двете асоцијации спонзорирани од страна на Владата имаа монополска позиција при секјуритизацијата на примарните хипотеки под нивните кредитни лимити, наспроти фактот дека движењето на станбеното рефинансирање на примарните кредитобарателе беше мотивирано од исклучително ниските фиксни каматни стапки со тенденција на опаѓање. Од друга страна, Wall Street се фокусира на високоприносните заеми, со ограничена можност за откупување и секјуритизација од страна на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата, т.н. заеми кои гласат на исклучително високи износи и секундарни заеми кои не ги исполнуваат стандардите на асоцијациите спонзорирани од

страна на Владата. Секундарните заеми за краток период станаа доминантна категорија на пазарот – „нискоквалитетни“ заеми за кредитобарателите со низок кредитен рејтинг и заеми означени со „Алт А“, со поризични карактеристики од примарните заеми за кредитобарателите со висок кредитен рејтинг.[64]

До 2005-2006 година Wall Street изврши секјуритизација на повеќе од една третина од секјуритизираните заеми на владините асоцијации Fannie Mae и Freddie Mac. За период од две години беше остварен пораст од над 30% на хипотекарните хартии од вредност, со приватна ознака, кој достигна 1.15 трилиони долари во 2006 година, при што 71% од нив беа нискоквалитетни заеми или заеми рангирани со „Алт А“.

Голем дел од инвеститорите беа склони кон инвестирање во високо рангирани хартии од вредност од страна на рејтинг агенциите, т.е. се јави дополнителен мотив или ограничување од страна на регулаторите за нивно купување. Поради ниските приноси на останатите високо рангирани средства, инвеститорите беа насочени кон купување на хипотекарни хартии од вредност обезбедени со високоприносни хипотеки, што упатува на фактот дека овој тип заеми се одобруваше на кредитобарателите од низок квалитет, со нестандардни карактеристики и непотполна документација, како и на кредитобарателите кои се оневозможени на друг начин да ги исполнат ригидните стандарди за запишување на заем.

Создавањето и секјуритизацијата на хипотеките се заснова на краткорочното финансирање на банкарскиот систем во сенка. За разлика од банките и штедилниците кои имаа пристап до депозитите, инвестиционите банки се потпираа на фондовите на пазарот на пари и останатите инвеститори за добивање готовина, како и на комерцијалните хартии од вредност и репо заемите. Со порастот на цените на домовите на ниво од 91% во периодот 1995 – 2003 година, врз основа на готовинскиот тек и инструментот секјуритизација, беше овозможен пораст на цените на домовите за дополнителни 36% од почетокот на 2004 година до највисокото ниво кое беше остварено во април 2006 година.

Во периодот од јуни 2003 година до јуни 2004 година федералните резерви одржуваа ниска стапка на федералните фондови на ниво од 1%, со цел да се стимулира економијата

[64] На пример, кај заемот рангиран со ААА може да постои ограничена документација за приходите на кредитобарателот, висок показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вреност на недвижноста или сопствен заем на инвеститорот.

по рецесијата од 2001 година. Во текот на наредните две години, со намалување на претпазливоста во однос на појавата на дефлација, федералните резерви постепено ги зголеми стапките до ниво од 5.25%, што предизвика пораст од 17 четврт проценти.

Спроведените истражувања на низа економисти упатуваат на фактот дека федералните резерви го одржаа нивото на ниски каматни стапки во текот на исклучително долг временски период. Притоа, како резултат на примената на воспоставените стандарди за формирање на каматните стапки од страна на федералните резерви беше неопходно формирање на краткорочните каматни стапки на повисоко ниво, со што би се намалиле прекумерните инвестиции во хипотеки.

Високиот дефицит во тековната сметка на САД предизвика појава на низа непредвидени текови во економијата. Во периодот 2000 – 2006 година долгот во државни обврзници на САД ,во сопственост на надворешните јавни претпријатија, се зголеми од 0.6 трилиони долари на 1.43 трилиони долари; што обезбеди пораст на инвестициите од 18.2% на 28.8%, како процент на американскиот долг во сопственост на јавноста. Покрај тоа, надворешните компании купуваа хартии од вредност обезбедени кај Fannie Mae и Freddie Mac кои беа гарантирани во целост од страна на Владата, при што нивната сигурност беше на приближно исто рамниште со сигурноста на државните обврзници. По завршувањето на Азиската финансиска криза во 1998 година, надворешните инвестиции во хартии од вредност, гарантирани од страна на владините асоцијации, беа на исто ниво како пред 10 години, т.е. приближно 186 милијарди долари. До 2000 година инвестициите на надворешните компании во хартии од вредност гарантирани од страна на владините асоцијации достигнаа ниво од 348 милијарди долари, а во 2004 година износ од 875 милијарди долари.

Интересите на надворешните инвеститори беа насочени кон барање нов кредитен инструмент со висок кредитен рејтинг и приближно исто ниво на сигурност, како и државните обврзници и хартиите од вредност гарантирани од страна на владините асоцијации, но со повисок принос. Таков инструмент преставуваше средството со рејтинг од три А, што е производ на процесот на секјуритизација на хипотеки на Wall Street.

По завршувањето на експанзивниот период на реинвестирање, креаторите беа во потрага на хипотеки за продажба на берзата. Примената на новите производи, во услови на пораст на цените, влијаеше кон зголемување на расположливоста на становите со

високи цени за агресивните кредитобарателиВрз основа на тоа, произлезе одлуката за воведување поризични и поагресивни хипотекарни производи со повисоки приноси за инвеститорите, кое кореспондира со повисоки ризици за кредитобарателите.

Кај нискоквалитетните хипотеки беше забележан пораст од 8% при создавањето на хипотеки, кој достигна ниво од 20% во 2005 година.[65] Притоа хибридните хипотеки со прилагодлива стапка, како што се 2/28 и 3/27, т.е. хипотеките со ниски фиксни каматни стапки, се со времетраење од две или три години, а потоа се врши нивно прилагодување и се применуваат од приближно 70% од кредитобарателите од низок квалитет. Кај примарните кредитобарателиПостоеше тенденција на примена на алтернативните хипотеки. Обемот на секјуритизацијата на хипотеките означени со Алт А достигна пораст од речиси 350% во периодот од 2003 до 2005 година.[66] Со примена на овие заеми се зголеми веројатноста за навремени месечни хипотекарни отплати на кредитобарателите на домовите со повисока цена. Производите рангирани со Алт А се состојат од хипотеки со прилагодлива стапка кои носат единствено камата и хипотеки со прилагодлива стапка кои носат единствено отплата. Опцијата на хипотеката со прилагодлива стапка им овозможи на кредитобарателите издвојување на средства за месечна отплата, вклучително и плаќањата кои предизвикуваат пораст на главнината, при што секој дефицит во каматните плаќања се додава на главнината, позната како појава на негативна амортизација. Доколку настане појава на полнење на буџетот во доволен обем, се врши конверзија на заемот во хипотека со фиксна стапка, што ќе предизвика исклучително висок пораст на месечната отплата. Кај опциите на хипотеки со прилагодлива стапка беше остварен пораст од 2% на хипотеките во 2003 година на 9% во 2006 година.[67]

Како резултат на тоа, настана пораст кај комбинираните показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста, што се одрази кај првата, втората и третата хипотека. Покрај тоа беше остварен пораст кај показателите за заем до висина на доходот, како и кај заемите одобрени за изнајмување на станови.

[65] *2009 Mortgage Market Statistical Annual,* vol. 1, *The Primary Market*, p.4, "Mortgage Originations by Product".
[66] *2009 Mortgage Market Statistical Annual*, 2:13, "Non-Agency MBS Issuance by Type".
[67] *2009 Mortgage Market Statistical Annual,* 1:6, "Alternative Mortgage Originations"; претходните податоци беа екстраполирани во проценките на Систематскиот извештај за финансиската криза од страна на Голден Вест во форма 10-К за фискалната 2005 година и федералните резерви, "Residential Mortgage Lenders Peer Group Survey: Analysis and Implications for First Lien Guidance," 30 ноември, 2005.

Уделот на владините асоцијации Fannie Mae и Freddie Mac беше намален од 57% на сите откупени хипотеки во 2003 година на 42% во 2004 година, со понатамошен тренд на опаѓање до ниво од 37% во 2006 година.

Примената на хипотеките 2/28 или 3/27, познати како хибридни хипотеки со прилагодлива стапка, им овозможи на кредитобарателите со низок кредитен рејтинг рефинансирање на нивните кредити. Во текот на првите две до три години поништата каматна стапка обезбеди погоден план на отплата, врз чија основа кредитобарателите ја докажаа способноста за реализација на навремените отплати. Поради исклучително високиот пораст на каматните стапки, беше реализирано двојно или тројно зголемување на отплатите, при што кредитобарателите беа соочени со неколку алтернативи: во случај на потврдување на нивната кредитна способност, постоеше можност за рефинансирање во соодветен тип на хипотека или во хипотека со повисока каматна стапка, кај истиот кредитор;[68] во случај кога кредитобарателот не е во можност да изврши рефинансирање, не постои подготвеност за реализирање на повисоки отплати и неопходно е да се изврши продажба на домот или отплата на хипотеката.

2.5. Зголемување на нивото на ризичност на хипотекарните пазари

Кога опциите на хипотеките со прилагодена стапка за првпат беа воведени во ’80-тите години се однесуваа како таргетирани производи, но по 2004 година станаа дел од категоријата за избор на заеми поради поништите отплати од традиционалните хипотеки. Во периодот на појава на експанзија во секторот на домување, низа кредитобарателиги реализираа единствено минималните отплати, со дополнување на билансот на главнината на заемот на месечна основа.

На почетокот на изминатата деценија кај банките и штедилниците, како што беа Countrywide и Washington Mutual, настана зголемување на емисиите на заемите со опции на хипотеки со прилагодена стапка, што предизвика промена во производот во насока на пораст на евентуални шокови при отплатите. Kaj Golden West, по истекот на 10 години или по остварениот пораст на главнината од 125% над оригинерниот заем, опцијата со

[68] Интервју на Ендру Дејвидсон спроведено при изготвување на Систематскиот извештај за финансиската криза, 27 септември, 2010.

избор на отплатата кај хипотеката со прилагодена стапка доби улога на нова хипотека со фиксна стапка. Во случајот на Countrywide и Washington Mutual, на новите заеми беше променета улогата по изминување на 5 години или во моментот кога билансот на заемот достигна ниво од 110% од оригинерниот заем. Од страна на овие институции беа понудени ниски каматни стапки од 1%, како и показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста на ниво од 100%.

Со тек на време настана пораст на преземениот ризик кај овој тип заеми. Во периодот 2003 – 2005 година просечниот показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста се зголеми за приближно 4%, комбинираниот показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста се зголеми за 6%, додека кај показателите за заем до доходот беше забележан пораст од 34% на 38%: при што кредитобарателите ги гарантираа хипотекарните отплати со поголем дел од сопствениот доход. Покрај тоа 68% од емитираните опции на хипотека со прилагодена каматна стапка од страна на хипотекарната агенција Countrywide и штедната холдинг компанија Washington Mutual во 2005 година беа одобрени со ограничена документација[69].

Во текот на неколку децении, готовинското учество за примарните хипотеки изнесуваше 20%. Континуираниот пораст на цените доведе до отежнување на можноста за внесување на готовинско учество од 20% од страна на кредитобарателите, што предизвика, по истекот на 2000 година, да настане прифаќање на пониски износи на готовинско учество од страна на кредиторите.

Кредиторите наметнаа предуслов за намалување на готовинското учество на кредитобарателите, што се состоеше од барање за купување на приватно осигурување на хипотеките со наплата на месечна провизија. Доколку врз хипотеката беше активирана постапка на одземање, осигурителната компанија имаше обврска во целост да ја надомести хипотеката на кредиторот. Притоа зголемената веројатност од неизвршување на обврските наметна појава на аверзија кај асоцијациите спонзорирани од страна на Владата за откуп или обезбедување на хипотеките со готовинско учество под 20%, освен во случај на осигурување на хипотеките од кредитобарателот.

[69] Federal Reserve, "Residential Mortgage Lenders Peer group Survey: Analysis and Implications for First Lien Guidance," 30 ноември, 2005, pp. 6, 8

Кредиторите располагаа со широк распон при поставувањето на критериумите за готовинско учество. Во 1991 година беше донесена одредба од страна на Конгресо,т со која на федералните регулаторни тела им беше наложено пропишување на стандарди за позајмување во секторот на недвижности, кои е неопходно да се употребат и при работењето на банките и штедилниците.

Во 1999 година, врз основа на порастот на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста при процесот на кредитирање, регулаторните агенции го преиспитаа прашањето поврзано со воведувањето нови стандарди при позајмувањето. Притоа од страна на регулаторните агенции се спроведе затегнување на критериумите при изготвување на извештаите и ограничување на вкупниот удел во заеми на банката, со показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста над 90% во случај на отсуство на хипотекарно обезбедување, или некој друг вид гаранција; како и напомена на банките и штедилниците за воспоставување интерни директиви за управување со ризикот на овој тип заеми.[70]

Високиот показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста при кредитирањето прерасна во вообичаена практика, како резултат на воведувањето на специфичниот тип хипотекарна техника која се употребува од страна на сопствениците на домови за намалување на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста, во насока на елиминирање на потребата за осигурување на приватните хипотеки. Од страна на кредиторот беше понудена прва хипотека на износ од приближно 80% од вредноста на домот и втора хипотека за остатокот од 10% или 20%. Поради тоа месечните отплати на кредитобарателите беа поевтини во споредба со традиционалните хипотеки и бараното осигурување на хипотеките, а исплатите на каматите претставуваа одбитни даночни стапки. Овој тип хипотеки претставуваше погоден инструмент и за кредиторите поради помалата прва хипотека без хипотекарно осигурување и можноста за продажба на асоцијаците спонзорирани од страна на Владата.

[70] Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Deposit Insurance Corporation, Office of Thrift Supervision, "Interagency Guidance on High LTV Residential Real Estate Lending", October 8, 1999.

Меѓутоа, хипотекарните техники употребени од страна на сопствениците на домови за намалување на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста, со што се отстранува потребата за осигурување на приватните хипотеки беа поврзани и со низа ризици. Кредитобарателот со повисок показател за покриеноста на хипотекарниот заем, со проценетата пазарна вредност на недвижноста имаше помал износ на ангажиран капитал во домови. На растечкиот пазар на недвижности, во ситуација на невозможна реализација на плаќањата, кредитобарателот донесе одлука за продажба на домот. Доколку настане ситуација на невозможна реализација на побарувањата на опаѓачкиот пазар на недвижности, кредитобарателот може да поседува поголем износ од вредноста на домот.

Друг начин за стекнување хипотека претставуваше случајот кога е неопходен мал обем информации за кредитобарателот. Одобрените заеми врз основа на „одреден доход“ и „ограничена документација“ беа воведени низа години пред појавата на поединци со флуктуирачки доходи или доходи кај кои не постоеше можност за контрола, како што се доходите на самовработените поедици или обезбедување висок износ на кредит за постојните клиенти.

Во 2005 година беше забележан тренд на пораст на одобрување на заеми врз основа на ограничена документација или без соодветна документација. Од страна на кредиторите со низок кредитен рејтинг беа понудени олеснувања за кредитобарателите, во насока на донесување побрзи одлуки за одобрување заеми и намалување на прекумерниот обем на документација. Во периодот 2000 – 2007 година кај одобрените заеми со ограничен обем на документација или без документација беше забележан пораст од 2% на приближно 9% на вкупниот обем на ненаплатени заеми.

Секјуритизацијата на првостепените хипотеки зазема најголемо учество во пулот, при што кај 33% беше употребена техника од страна на сопствениците на домови за намалување на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста, со што се отстранува потребата за осигурување на приватните хипотеки на истиот тип недвижност. Како резултат на тоа, над една третина од одобрените хипотеки имаше комбиниран показател за заем до вредноста меѓу 95% и 100%. Трендот на зголемување на ризикот продолжи и понатаму поради фактот дека 42% од хипотеките беа одобрени како заеми без соодветна документација.

Во текот на еден подолг временски период постоеше тенденција за воведување регулаторни мерки на хипотекарната деловна активност, особено за затегнување на критериумите за стекнување хипотеки врз основа на зголемената побарувачка за нискоквалитетни заеми. Националните банки и штедилници и федералните регулациони агенции – Бирото за супервизија на штедилниците и Бирото за ревизија на платниот промет, покажаа отпор кон настојувањето на државата за зголемување на регулаторните мерки на националните банки и штедилници. Компаниите заседоа став дека без воведување униформен сет на правила, не постои можност за реализација на нивната деловна активност. Бирото за ревизија на платниот промет предложи цврсти правила во однос на правото на апропријација на националните банки, речиси идентични со претходните правила на Бирото за супервизија на штедилниците, со кое националните штедилници беа обвинети за занемарување на државните закони за заштита на потрошувачите.[71]

Деловните филијали со овластување од страна на државата беа предмет на дискусија во однос на правото за апропријација. Во 2001 година Бирото за ревизија на платниот промет донесе државен закон за регулативна предност што се однесува на деловните филијали на националните банки овластени од страна на државата. Како одговор на тоа, низа големи национални банки спроведоа селење на активностите на хипотекарно позајмување во деловните филијали, со што се потврди нивниот став дека филијалите се исклучок од државните закони за хипотекарно позајмување.[72]

Со донесувањето на постапката на првенство при донесување на одлуките на Бирото за супервизија на штедилниците и Бирото за ревизија на платниот промет, двете федерални агенции беа единствени регулатори со право за спречување на практиките на злоупотреба при кредитирањето од страна на националните банки и штедилници и нивните филијали.

Хипотекарните хартии од вредност од низок квалитет беа зависни од сложена верижна понуда, која во најголем обем е финансирана со краткорочно позајмување на пазарот за комерцијални хартии од вредност и пазарот за реоткуп, кај кои настана влошување на состојбата по проширувањето на финансиската криза во 2007 година. Овие заеми беа

[71] *Федерален регистар* 69 (7 јануари, 2004): 1904. Правилата беа издадени во форма на предлог кај *Федералниот регистар* 68 (5 август, 2003): 46119.
[72] Види: Watters v. Wachovia Bank NA, 550 U.S. 1 (2007).

предмет на зголемена колатерализација и тоа не само со благајнички записи и хартии од вредност емитирани од асоцијациите под покровителство на Владата, туку и со хипотекарни хартии од вредност со висок рејтинг обезбедени со значително ризични заеми.

Пред 1998 година, од страна на рејтинг агенцијата Moody's, беа воведени нови комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства (ABCP).[73] Употребата на комерцијалните хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства (ABCP) стана особено популарна техника за финансирање на хипотекарната активност, при што беше забележан пораст од една четвртина на една половина од вкупната продажба на комерцијалните хартии од вредност меѓу 1997 и 2001 година.

Во 2001 година пет хипотекарни компании реализираaа позајмување од вкупно 4 милијарди долари, со употреба на комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства (ABCP), додека во 2006 година 19 субјекти реализираа позајмување од 43 милијарди долари.

Кај комерцијалните банки се зголеми употребата на комерцијалните хартии од вредност делумно поради тенденцијата на зголемена регулаторна арбитража. Кога во рамките на билансот на состојба на банките се евидентирани хипотеки, од страна на регулаторите се бара чување на капитал во висина од 4% како заштита од појава на евнтуален ризик. Во ситуација кога банките одлучуваат да ги евидентираат хипотеките кај вонбилансните претпријатија како комерцијални хартии од вредност, не постои потреба за издвојување на капитален надомест. Со цел да се овозможи ефикасност при реализацијата на трансакциите, банките имаа обврска за обезбедување на ликвидносна поддршка на овие програми, за што добиваа одредена провизија. Ликвидносната поддршка им овозможи на банките купување комерцијални хартии од вредност по претходно утврдена цена, за кои постои аверзија за купување од страна на инвеститорите во периодот на нивно обновување.

Спроведувањето на регулаторните промени, особено во сегментот на законите за стечај, предизвика зголемен раст на репо пазарот со трансформацијата на колатерот на репо договорот. Во периодот пред 2005 година репо кредиторите поседуваа непосредни

[73] Moody's Special report, "The ABCP Market in the Third Quarter of 1998", February 2, 1999.

права врз колатералот во случај на отворање на стечајна постапка врз кредитобарателот, кога како колатерал беа поднесени благајнички записи или хартии од вредност на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата. Врз основа на Актот за заштита од злоупотреба на стечајната постапка и заштита на потрошувачите од 2005 година, Конгресот донесе одлука за проширување на гаранциите со вклучување на низа други средства, како што се хипотекарните заеми, хартиите од вредност врз основа на хипотека, облигациите покриени со заеми и одредени видови на деривати. Како последица на тоа, кај учесниците на пазарот на краткорочни репо договори беше зголемена довербата во неагенциските хартии од вредност врз основа на хипотека со висок рејтинг. Во средината на 2007 година, врз основа на зголемената недоверба на банките и инвеститорите во хипотекарниот пазар, неагенциските хартии од вредност врз основа на хипотека се покажаа како исклучително нестабилен извор на финансирање.

Во групата инвеститори во хартии од вредност врз основа на хипотека беа вклучени ивеститори од низа земји во светот, што придонесе процесот на секјуритизација да создаде прилагодени транши за одделните инвеститори.

Табела 3: Избрани инвеститори во трустот на хипотекарни заеми на Citigroup во 2006 година

		Транша	Почетен биланс (во милиони)	Почетен[74] рејтинг	Распон[75]	Избрани инвеститори
НАЈВИСОК РАНГ	78%	A1	$ 154.6	AAA	0.14%	Fannie Mae
		A2-A	$ 281.7	AAA	0.04%	Управа за обезбедување на средствата за кредитирање на Chase Manhattan
		A2-B	$ 282.4	AAA	0.06%	Федералната банка за станбени кредити на Чикаго; 3 банки во Германија, Италија и Франција; 11 инвестициони фондови; 3 инвеститори во трговијата на мало
		A2-C	$ 18.3	AAA	0.24%	2 банки во САД и Германија
СРЕДЕН РАНГ	21%	M-1	$39.3	AA+	0.29%	1 инвестиционен фонд и 2 банки во Италија; Cheyne Finance Limited; 3 менаџери за управување со средства
		M-2	$44.0	AA	0.31%	Parvest ABS Euribor; 4 менаџери за управување со средства; 1 банка во Кина; 1 облигација

[74] Standard & Poor's

[75] Приносот на стапката е едномесечна меѓубанкарска каматна стапка на пазарот во Лондон (LIBOR), плус наведениот распон. На пример, за проектираниот договор Fannie Mae ќе добие LIBOR стапка од 5.23% плус 0.14% за да се оствари вкупен принос од 5.46%

				покриена со заем
M-3	$ 14.2	AA-	0.34%	2 облигации покриени со заеми; 1 менаџер за управување со средства
M-4	$16.1	A+	0.39%	1 облигација покриена со заеми; 1 фонд за заштита од ризик
M-5	$16.6	A	0.40%	2 облигации покриени со заеми
M-6	$10.9	A-	0.46%	3 облигации покриени со заеми
M-7	$9.9	BBB+	0.70%	3 облигации покриени со заеми
M-8	$8.5	BBB	0.80%	2 облигации покриени со заеми; 1 банка
M-9	$11.8	BBB-	1.50%	5 облигации покриени со заеми; 2 менаџери за управување со средства
M-10	$13.7	BB+	2.50%	3 облигации покриени со заеми; 1 менаџер за управување со средства
M-11	$10.9	BB	2.50%	NA
CE	$13.3	NR		Citi and Capmark Fin Grp
АКЦИОНЕРСКИ КАПИТАЛ 1%	P, R, Rx: Дополнителни транши наменети за посебни исплати			

Извор: FCIC, „The Financial Crisis Inquiry Report“, US Government Printing Office, 2011.

Федералната национална хипотекарна асоцијација (Fannie Mae) реализира откуп на транши рангирани со највисок кредитен рејтинг ААА на износ од 155 милиони долари, кај кои постоеше повисока очекувана стапка на принос, во споредба со благајничките записи

емитувани од страна на Владата на САД. Остатокот од траншите, рангирани со највисок рејтинг на износ од 582 милиони долари, беше распределен на над 20 институционални инвеститори низ светот, при што настана поделба на ризикот на глобално ниво, со учество од 78% во реализираниот договор.

Учеството на траншите од среден ранг во овој договор изнесуваше 21% од вкупната вредност на хартиите од вредност. Во случај на настанување на загуба од 1 до 3%, врз инвеститорите во резидуални транши се отвора стечајна постапка, додека кај инвеститорите во транши од среден ранг се евидентираат финансиски загуби.

Инвеститорите чија тенденција е остварување високи приноси, како што се фондовите за заштита од ризик, купуваа капитални транши на хартиите од вредност врз основа на хипотеки, со што овие инвеститори беа на врвот на листата на инвеститори кои би претрпеле загуба при појава на евентуални негативни флуктуации.

Кредитниот рејтинг беше тесно поврзан со владините регулативи кои беа донесени во период од ’80-тите години на изминатиот век.[76] Во 1931 година Бирото за ревизија на платниот промет им одобри на банките објавување на јавно тргуваните хартии од вредност со рејтинг од BBB или по книговодствена вредност; додека објавувањето на обврзниците со низок кредитен рејтинг се изврши по тековни пазарни цени, за кои постоеше веројатност дека се пониски. Во 1951 година Националната асоцијација на застапници во осигурувањето воведе повисоки капитални барања за обврзниците со понизок рејтинг кои ги поседуваат осигурителите. Во 1975 година настана пресврт во федералната регулација кога Комисијата за хартии од вредност изврши модифицирање на минималните капитални барања за брокери-дилери, кои се засноваа на кредитните рејтинзи утврдени од „официјалната рејтинг организација за статистика“ (NRSRO), т.е. рејтинзите утврдени од Moody’s, S&P или Fitch Ratings. Рејтинзите беа изградени врз основа на банкарската регулатива на капиталот според Законот за изворите на средства,

[76] Рејтинзите креирани од страна на трите агенции беа мерило за незначителните разлики меѓу различните карактеристики кои произлегуваа од кредитниот ризик. Агенциите S&P и Fitch создадоа рејтинзи врз основа на веројатноста за неизвршување на обврските од страна на кредитобарателот; додека Moody’s го заснова рејтингот врз основа на очекуваната загуба на инвеститорот. Покрај овие разлики, кај инвеститорите и регулаторите постоеше тенденција на изедначување на рејтинзите. Рејтинзите се поделени во две категории: инвестиционите хартии од вредност се рангирани од BBB до AAA, додека хартиите од вредност рангирани под BBB се сметаат за шпекулативни, високоризични хартии од вредност.

што од 2001 година им овозможи на банките чување на помал обем на капитал за повисоко рангираните хартии од вредност.

Во однос на регулирањето на хипотекарниот пазар, Актот за зацврстување на правилата на секундарниот хипотекарен пазар од 1984 година им одобри на федералните и државните финансиски институции инвестирање во хартии од вредност врз основа на хипотека во случај на висок кредитен рејтинг на хартиите од вредност доделен од страна на најмалку една рејтинг агенција.

Рејтинг агенциите во текот на низа декади успешно ја избегнаа регулацијата. На почетокот на 1975 година Комисијата за хартии од вредност го одобри барањето на компанијата да стане официјална рејтинг организација за статистика и во случај на правосилност на барањето, компанијата не преставува предмет на понатамошна регулација.

Во текот на 2004 година во работењето на владините асоцијации Fannie Mae и Freddie Mac беа утврдени низа проблеми во неколку сегменти. Како последица на прекршувањето на сметководствените правила, владините асоцијации Fannie Mae и Freddie Mac се соочија со корекции и казни.[77] На асоцијаците спонзорирани од страна на Владата им беше намален пазарниот удел на Wall Street, што претставуваше почеток на периодот на доминација на пазарот за секјуритизација. Притоа асоцијаците спонзорирани од страна на Владата спроведоа активност за олабавување на критериумите за запишување заеми, при што откупуваа и гарантираа поризични заеми и беше евидентиран пораст на трансакциите за купување на нивните хартии од вредност.

Во 2002 година кај хипотекарната асоцијација Freddie Mac беше регистрирано намалување на заработката за 5 милијарди долари во периодот од 2000 година до третиот квартал на 2004 година, со цел израмнување на објавените заработки и промоција на стабилноста на асоцијацијата, т.е. компанијата со забележан брз и континуиран раст. Поради тоа, во јануари 2004 година, Freddie Mac се согласи со одлуката на Бирото за надзор на претпријатијата за федерално домување за издвојување на износ за 30% повисок

[77] Изјава на Chris Cox, претседател на комисијата за хартии од вредност пред Банкарскиот комитет на Сенатот, 109 Конгрес, 2 сесија, 15 јуни, 2006: ”Freddie Mac, Four Former Executives Settle SEC Action Relating to Multi-Billion Dollar Accounting Fraud”, објавена изјава на КХВ, 27 септември, 2007.

од минималните капитални барања додека не го намали оперативниот ризик и изготви навремени документирани финансиски извештаи.

Во 2004 година, Бирото за надзор на претпријатијата за федерално домување откри низа прекршувања на сметководствените стандарди од страна на хипотекарната агенција Fannie Mae. Во 2006 година Бирото за надзор на претпријатијата за федерално домување објави дека Fannie Mae бележи намалување на заработките од 1998 година до 2002 година за 11 милијарди долари, а притоа биле спроведени голем број манипулативни активности во сметководството со примена на компензационите планови. Бирото за надзор на претпријатијата за федерално домување побара од Fannie Mae подобрување на сметководствените контроли и одржување на вишок од 30% како и кај Freddie Mac, како и подобрување на владините и интерните контроли.

Како последица на пропустите во функционирањето на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата, нискоквалитетните хартии од вредност, врз основа на хипотека од приватна емисија, забележаа пораст на Wall Street од 87 милијарди долари во 2001 година на 465 милијарди долари во 2005 година, додека вредноста на највисоко рангираните хартии од вредност врз основа на хипотека со рејтинг Алт-А се зголеми од 11 милијарди долари на 332 милијарди долари. Приватните емисии на хартиите од вредност врз основа на хипотека во најголем обем беа откупувани од страна на приватните инвеститори, додека асоцијациите спонзорирани од страна на Владата откупија 10.5% од нискоквалитетните хартии од вредност врз основа на хипотека од приватната емисија во 2001 година. Уделот на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата достигна 40% во 2004 година, во споредба со 2008 година кога опадна до 28%. Асоцијациите спонзорирани од страна на Владата ги откупуваа најсигурните транши рангирани со три А.

На почетокот инвестициите беа исклучително профитабилни, но, со порастот на злоупотребите во периодот 2007 – 2008 година, кај асоцијациите спонзорирани од страна на Владата беа евидентирани значителни загуби врз основа на поседувањето хартии од вредност врз основа на хипотека од приватна емисија. До третиот квартал од 2010 година, вкупното намалување на хартиите од вредност врз основа на хипотека за двете компании изнесуваше 46 милијарди долари, што беше доволен износ за исплата на приближно 60% од нивниот капитал пред настанување на кризата.

Аналитичарите, меѓу кои и Ален Гринспен, ја истакнаа поврзаноста на купувањата на хартии од вредност врз основа на хипотека од приватна емисија од страна на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата, со тенденција за остварување повисоки цели на достапност на домувањето. Пред 2005 година учеството под 50% од набавките на заеми на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата претставуваше доволен обем за постигнување на целите во секторот за домување. Во 2005 година беше евидентиран пораст на целите над 50%; но и покрај тоа употребата на едносемејните и мултисемејните набавки поединечно овозможи исполнување на севкупните цели. Купувањето на хартиите од вредност во неколку ситуации овозможи остварување на потцелите на Fannie Mae – остварување на специфични таргети на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата за купување или гарантирање на заемите за купување на домови. Од страна на федералната хипотекарна корпорација Freddie Mac беше употребен сличен модел, ако се има предвид дека се работеше за поголем купувач на неагенциски хартии од вредност врз основа на хипотека.[78] Предвидувањата извршени во Системскиот извештај за финансиската криза покажаа дека во периодот од 2003 до 2006 година Freddie Mac ги исполни целите во секторот за домување без дополнително купување на хартии од вредност рангирани со Алт А или нискоквалитетни хартии од вредност, при што хартиите од вредност беа употребени во насока на остварување на потцелите. Хипотеките рангирани со Алт А не беа достапни за кредитобарателите од низок квалитет, додека регулативите наметнаа забрана за одобрување хипотеки на кредитобарателите кај кои не постои точно утврден доход како карактеристика на заемите рангирани со Алт А, од нивно вклучување кон остварување на целите.

2.6. Кредитна експлозија на банките во САД

Финансиската и економската криза започнаа со појавата на кредитниот балон во САД и Европа. Притоа кај кредитниот распон беше забележано значително стеснување, што предизвика опаѓање на трошоците за позајмување, со цел да се овозможи зголемен обем на финансирање на ризичните инвестиции во однос на релативно стабилните средства,

[78] FHFA, *Report to Congress, 2008* (2009), pp. 116, 125

како што се американските благајнички записи. Една од клучните категории во групата ризични инвестиции беа високоризичните хипотеки.

Комерцијалните недвижности, заемите со висок принос и леверицните заеми предизвикаа зголемување на вишокот на евтини кредити.

Кредитната експлозија во САД настана како последица на дејството на три фактори: глобалните капитални текови, повторната оцена на ризик и монетарната политика.

Глобалните капитални текови

На крајот на 1990 година Кина, останатите развиени земји и земјите производители на нафта се одликуваа со помала потрошувачка и инвестиции во интерни рамки, во споредба со нивната заработка. Растот на Кина и останатите азиски економии предизвика раст на нивните заштеди. Покрај тоа, под влијание на високите цени на нафтата на глобално ниво, кај најголемите земји производители на нафта беа евидентирани значителни капитални вишоци кои беа инвестирани во САД и Европа. Во САД беше евидентиран прилив на огромни износи на евтин капитал, што придонесе за поевтинување на позајмувањето. Капиталните заштеди на Германија се придвижија кон Ирска, Италија, Шпанија и Португалија.

Претседателот на федералните резерви, Бен Бернанке, упати на постоење силна врска меѓу растот на суфицитот на финансиската сметка и апрецијацијата на цените на домовите: „Кај земјите во кои беше евидентирано влошување на состојбата на тековните сметки и раст на капиталните приливи... постои поголема апрецијација на цените на домовите (од 2001 до 2006 година)... Врската е од особена важност како од статистички, така и од економски аспект и ја објаснува варијабилноста на приближно 31% од апрецираните цени на домовите во земјите“.[79]

Глобалната нерамнотежа претставува основна причина за појава на кризата. Континуираниот и обемен пораст на капиталните приливи во САД и европските земји го стимулираше значителниот пораст на домашното штедење, особено на високоризичните хипотеки.

[79] Ben S. Bernanke, “Monetary Policy and the Housing Bubble,” одржан говор на годишната средба на Американската економска асоцијација, Атланта, Џорџија, 3 јануари, 2010.

Повторна оценка на ризикот

Нискиот трошок на капитал е веројатна, но не и неопходна причина за пораст на ризичните инвестиции. Кредитниот балон не може да се објасни доколку се земат предвид единствено зголемените капитални текови во САД и Европа.

Притоа однесувањето на инвеститорите може да биде рационално, при што настануваат промени во нивните преференции, т.е. подготвеноста за прифаќање на пониски приноси кај високоризичните инвестиции. Нивното однесување може да биде и ирационално, т.е. прифаќање на ставот за кредитниот балон и предвидување дека исплатата на повисока цена за ризичните средства може да се замени со повторна продажба на овие средства по повисока цена. Во нивното предвидување постои можност за појава на пропусти кога се поаѓа од претпоставката за зголемена сигурност на инвестициите на глобално ниво и пад на ризикот на лошите пласмани.

Како резултат на комбинирање на овие причини, во текот на подолг временски период настана генерирање на кризата, поради зголемување на склоноста на инвеститорите за купување ризични средства по повисока цена. Врз основа на меурот во секторот на домување, како една од причините за појава на финансиски шок, инвеститорите ја преиспитаа одлуката за големината на бараниот принос за ризични инвестиции и оттука и цената која се подготвени да ја платат за ризичните средства. Кредитните распони на сите типови ризик на глобално ниво бележат пораст, што обезбеди драстичен пад на цените на ризичните средства.

Монетарната политика

Политиката преземена од страна на федералните резерви оствари значително влијание врз достапноста и цената на капиталот. Поради тоа низа аналитичари се приврзаници на ставот дека федералните резерви обезбедија пораст на побарувачката за ризични инвестиции со одржување на ниските каматни стапки за исклучително долг временски период. Според тврдењето на Џон Б. Тејлор, од страна на федералните резерви беа утврдени релативно ниски каматни стапки во периодот 2002 – 2006 година, кои го стимулираа настанувањето на балонот во секторот за домување, што беше проценет од моментот на отпочнување на инвестициите во секторот за домување. Тејлор укажа на фактот дека креираниот балон во секторот на домување од страна на федералните резерви е основна причина за почеток на финансиската криза.

Тврдењето на Тејлор се соочи со низа критики од страна на претседателот на федералните резерви Бен Бернанке и неговиот претходник Ален Гринспен. Притоа Бернанке истакна дека Тејлоровото правило претставува дескриптивно, емпириско правило, но „едноставните правила на политиката“ се незадоволителни показатели за креирање одлуки во монетарната политика.[80] Бернанке истакна дека зависноста од воведеното Тејлорово правило, ќе придонесе за формирање на став при креирање на монетарната политика кој не се разликува значително од историскиот пат. Ален Гринспен изврши дополнување на тврдењето на Бернанке и укажа на лабавата врска меѓу краткорочните каматни стапки и цените на домовите, при што и под услов на постоење на исклучително низок таргет на федералните резерви за позајмување преку ноќ меѓу банките, мала е можноста да се објасни ниското ниво на стапките на обврзниците со достасување од 30 години. Поради тоа лабавата монетарна политика не води нужно кон помал кредитен распон. Во ваков случај се јавуваат низа отворени прашања за врската меѓу краткорочните каматни стапки и апрецијацијата на цените на домовите, временското усогласување на порастот на цените на домовите во однос на каматните стапки во периодот 2002 – 2006 година, споредбата со европските земји и дали големината на балонот се објаснува со јазот меѓу одредбите на Тејлоровото правило и историските стапки. Истовремено, низа аналитичари го поддржаа тврдењето на Тејлор дека краткорочните каматни стапки се одржувале на ниско ниво во долг временски период и поради тоа, во најмала мера, тврдењето е остварливо, со можност за негово докажување. Иако монетарната политика на САД претставува фактор кој во последните години има зголемено значење, самостојно не може да предизвика кредитен балон, ниту претставува основен фактор за појава на кризата.

Балонот во секторот домување се состои од две компоненти: постоечките домови и хипотеките со кои се финансираат. Во САД настана балон во секторот на домување, т.е. кај цените во секторот на домување во САД беше евидентиран поголем пораст од очекуваниот пораст што произлезе од развојот на пазарот.

Како клучни претпоставки за појава на балон во секторот на домување во САД се сметаат:

[80] Ibid.

- Раст на населението. Растот на населението во неколку држави во САД, како што се Аризона, Флорида, Невада и делови од Калифорнија, го надмина националниот доход во голем обем, што предизвика пораст на побарувачката за домови.
- Ограничувања за користење на земјата. Во одредени области локалните зонски правила и останатите ограничувања за користење на земјата, како и природните бариери за изградба, ја отежнаа изградбата на нови станови со цел да се одговори на зголемената побарувачка која произлезе од растот на населението. Во случај на ограничена понуда и пораст на побарувачката, настанува пораст на цените.
- Прекумерен оптимизам. Во отсуство на пазарните принципи како двигател на порастот на цените, заедничките очекувања за порастот на цените во иднина претставуваа генератор за појава на експанзија во домувањето.
- Едноставен начин на финансирање. Примената на нетрадиционалните хипотеки обезбеди олеснување за потенцијалните сопственици на домови при подигнување заеми за купување домови со повисока вредност. Оваа ситуација не овозможи поседување на становите или реализирање на идните хипотекарни отплати на долг рок, туку имаше за цел да ја прикаже подготвеноста за обезбедување иницијален заем. Хипотекарните креатори не располагаа со дополнителни мотиви за да се охрабрат кредитобарателите за добивање одржливи хипотеки.

Како продолжение на кредитниот балон настана пораст на нетрадиционалните хипотекарни производи, што претставува основна причина за неочекуван пораст на хипотекарното кредитирање. Примената на овие производи достигна исклучително брз пораст на почетокот на минатата деценија до 2006 година. Притоа беше забележано сериозно влошување на стандардите за запишување на хипотека. Покрај тоа беше забележан тренд на пораст на хипотеките за кои се бараше ограничена документација или целосна недокументираност.

Со порастот на цените на домовите настана опаѓање на достапноста, што предизвика ограничена побарувачка, додека кредиторите и кредитобарателите во зголемен обем станаа зависни од нетрадиционалните хипотекарни производи за да се прикрие достапноста на емисијата. Нетрадиционалните хипотекарни производи ги вклучуваат хипотеките со прилагодлива стапка со опција за камата, хипотеките со прилагодлива стапка со опција за отплата кои им овозможуваат на кредитобарателите флексибилност, во

зависност од предвремените месечни отплати и производите со негативна амортизација каде иницијалната отплата не ги покрива трошоците за камата. Употребата на егзотичните хипотекарни производи овозможи појава на значително опаѓање на иницијалната месечна отплата, во споредба со стандардните хипотеки со прилагодлива стапка.

При согледување на растот на нетрадиционалните хипотеки, беше евидентирана појава на низа тешкотии за утврдување на релатнивното значење на клучните фактори, но како најбитни се јавуваат:

- Кај небанкарските хипотекарни кредитори, како што се New Century и Ameriquest, беше забележан експанзивен раст врз основа на неефикасниот регулаторен режим. Лабавите стандарди на разоткривање и правилата за запишување претставуваа олеснителна околност за неодговорните кредитори во насока на емисија на хипотеки, со голема веројатност за неизвршување на отплатата. Банките регулирани на федерално ниво и штедилниците како што се Countrywide, Wachovia и Washington Mutual, се одликуваа со умерен регулаторен надзор врз создавањето хипотеки.
- Хипотекарните брокери добиваа надомест за создавање на хипотеките, но не ги поднесуваа загубите при појава на нефункционални заеми. Поради тоа хипотекарните брокери беа дополнително мотивирани да ги занемарат негативните информации за кредитобарателите.
- Голем број кредитобарателите не ги согледаа условите под кои им е одобрена хипотеката, ниту ризикот за значителен пад на вредноста на домовите, додека останатите кредитобарателите позајмуваа исклучително високи износи и купуваа поголеми станови од нивните реални можности.
- Сите фактори беа дополнети со владини политики чии ефекти доминираа во период од неколку децении и со кои се субвенционираше сопственоста на домови, но беа придружени со скриени трошоци за даночните обврзници и економијата во целина.

Експлозијата на законското и сомнително кредитирање претставува едноставно објаснување за креирање на големиот број лоши хипотеки. Стандардите за кредитирање беа лабави до степен што овозможи движење на кредиторите во законски рамки, со истовремено создавање огромен обем лоши хипотеки. Иако лажните заеми не беа

одобрени во значителен обем што би предизвикало влијание на балонот во секторот на домување, порастот на шпекулативната активност претставуваше водечки индикатор за продлабочени структурни проблеми на пазарот.

Неуспехот на „банкарскиот систем во сенка“ може да се дефинира како „активности на финансиските институции кои се реализираа на паралелна основа со банкарските активности и беа предмет на помала регулација во споредба со комерцијалните банки“.

„Банкарството во сенка“ е термин кој се употребува за да го прикаже збирот од најразлични финансиски институции, инструменти и прашања во рамките на финансискиот систем. Според тоа, „банкарството во сенка“ се однесува на финансиската активност која го трансформира краткорочното позајмување во долгорочно позајмување, без можност за добивање помош од страна на Владата. Во рамките на овој термин се опфатени следните инструменти и институции:

- тространиот пазар на репо договори;
- структуираните инвестициони претпријатија и останатите вонбилансни ентитети чија цел е зголемување на левериџот;
- владините асоцијации Fannie Mae и Freddie Mac;
- своповите за кредитна несолвентност;
- фондовите за заштита од ризик, осигурители со една надлежност, комерцијалните хартии од вредност, заедничките фондови на пазарот на пари и инвестиционите банки.

Една од основните причини за појава на кризата во банкарскиот сектор се однесува на различната концентрација на левериџ и ризик. Високиот ризик во секторот на домувањето беше концентриран во крупни финансиски институции со висок левериџ во Соединетите Држави и Европа. Високиот левериџ предизвика зголемување на ефектот од загубата во домувањето на товар на капиталните резерви во финансиските институции, додека концентрацијата укажа на паралелното настанување на загубите.

Низа инвеститори донесоа три погрешни претпоставки за цените во секторот на домувањето во САД, и тоа:

- Ниска веројатност за значителен пад на цените во секторот на домување;

- Отсуство на корелација помеѓу цените во различни региони, што овозможи експлозијата на локалниот балон во секторот за домување во Невада да не настане истовремено со експлозијата на балонот во секторот за домување во Флорида и
- Релативно ниско ниво на стратегиско неизвршување на обврските, при кое несолвентниот сопственик на дом по сопствена волја одлучува да не ги извршува обврските на хипотеката без регрес.

Кога настана пад на цените во секторот на домување на национално ниво, со сериозни размери во одредени области, погрешните претпоставки заедно со проблемите во останатите сфери, создадоа енормни финансиски загуби за фирмите изложени на инвестиции во секторот домување.

Како основна причина за појава на финансиската и економската криза се смета лошото управување со ризикот од страна на раководителите на дел од најголемите финансиски институции во Соединетите Држави и Европа.

Заедничките пропусти при управувањето со ризикот може да се групираат во неколку класи:

- **Концентрација на висок степен на корелација на ризикот во секторот на домување**. Менаџерите на компаниите масовно се обложуваа на еден тип на средство, со очекување дека ќе остварат високи стапки на принос.
- **Недоволен обем на капитал**. Некои од банкротираните институции беа рангирани во сооднос 35:1, или дури и со повисок сооднос. Тоа значи дека средствата во износ од 35 долари беа финансирани со 1 долар акционерски капитал и 34 долари заем. Оваа состојба овозможи реализирање на огромни профити во услови на добро работење, но исклучително висока сензитивност на најмала загуба, што значи дека 3% пад на пазарната вредност на овие средства придонесува за појава на несолвентност. Во други околности компаниите ги користеа услугите на структурните инвестициони претпријатија, комерцијалните хартии од вреднсот врз основа на нехипотекарни средства и други вонбилансни претпријатија кои се однесуваа на два начина: понатамошен пораст на леверицот, иако настапуваа дека не преземаат таква активност. Високиот степен на концентрација и корелација на ризикот, комбиниран со висок левериџ, придонесе за слабеење на финансискиот сектор и создаде предуслови за појава на финансиска катастрофа. Кај овие

компании беше неопходно постоење на инструменти за амортизирање на капиталот во поголем обем, како и механизми за влечење на резервниот капитал во услови на криза.

- **Висок степен на зависност на краткорочната ликвидност од пазарите за репо договори и комерцијални хартии од вредност**. Кога станува збор за ликвидноста на пропаднатата фирма, треба да се напомене дека влијанието на амортизерот на капиталот се губи за период од неколку дена. Пропаднатите фирми ги засноваа стратегиите за ликвидност на погрешни претпоставки дека компанијата и пазарите за финансирање ќе функционираат континуирано на здрава и врамнотежена основа. Пропаѓањето на компаниите предизвика прекин во краткорочното финансирање што овозможи менаџментот да го направи опстанокот на компаниите зависен од дејството на незначителни импулси на пазарот.
- **Незадоволителни системи за управување со ризикот**. Низа фирми се соочија со пречки при сумирање на ризиците во домувањето од разновидните деловни линии. Со опаѓање на активноста на пазарот, фирмите согледаа можност за ефикасна продажба или хеџинг на нивните ризици врз основа на нивната вкупна изложеност на ризици, пред пазарот да се соочи со исклучително високиот пад на активноста.

2.7. Финансиската дерегулација и справувањето на монетарната политика со ценовните балони на финансиските пазари

Наспроти распространетото верување на луѓето и инвеститорите дека во времето на силни експанзии, придружени со пораст на кредитите, цените на недвижностите постојано ќе растат, реалноста беше поинаква. Нобеловецот Стиглиц, во едно интервју од декември 2008 година, тврди дека основната грешка што ја предизвика финансиската криза во САД е направена во 2001 година. Во тоа време се покажа дека намалувањето на даноците не е доволно за излез на американската економија од тогашната рецесија. Затоа гувернерот на Американската централна банка, Гринспен, реши да ги намали каматните стапки на рекордно ниско ниво од 1%, со што ја поттикна практиката на давање лоши кредити:

„…Ние измисливме нови работи, како, на пример, кредити без документација. Можевте да влезете во банка и да земете кредит. Но, најлош дел беше варијабилната камата. Односно, ако каматата оди нагоре, вие плаќате. А кога каматата е 15, таа може да се движи само во една

насока, нагоре. Тој ги охрабруваше луѓето да земаат кредити со променлива каматна стапка. Тие максимално земаа кредити, а брокерите ги убедуваа дека цените на недвижностите само ќе растат и ќе растат. Земаа кредити со променлива камата под претпоставка дека каматата ќе остане ниска, додека цената ќе расте".

Некои автори[81] потенцираат дека дел од мерките на Централната банка и на Трезорот на САД, кои беа одговор на политиката на кризата и кои во дел се применуваа и претходно (т.н. дисконтен прозорец, охрабрувањето на Fannie Mae и Freddie Mac да го подгреваат пазарот на недвижности и др.), директно придонесоа за кредитната експанзија и за експанзијата на пазарот на недвижности во американската економија.

Во САД цените на становите својот врв го достигнаа во 2005 година, а потоа, во 2006 година почнаа да опаѓаат. Падот на цените на становите беше особено голем во текот на 2008 година. Практично, се случи вистински крах кај цените на домовите, со вонредно негативен имотен ефект – вредноста на хипотекарните долгови значително ја надмина вредноста на становите. Оттука, разбирливо е зошто иницијалниот импулс за појавата на кризата од 2007 до 2008 година дојде токму од колапсот на пазарот на недвижности. Оваа ситуација потсетува на проблемот со неповолен избор што го креираат пазарите со асиметрични информации – голем дел од луѓето што настојуваа да дојдат до станови преку хипотекарни заеми потекнуваа од широките работни слоеви на населението, со ниска кредитна способност. Значителен дел од нив подоцна ги загубија становите. Со тоа нивната кредитна способност дополнително се намали, а се намали и понудата на кредити од банките поради лошите заеми.

Според тоа, во случајов јасна е логиката на формирањето економија на балони на современата економска криза[82]:

- Вишокот ликвидни средства, што во голема мера доаѓаше од пазарите на економиите во подем заврши на финансиските пазари на САД, Велика Британија и на другите високоразвиени земји.
- Големите вишоци требаше да се пласираат.
- Тоа генерира висока кредитна експанзија.

[81] G. Akerlof and R. Shiller, *Animal Spirits – How Human Psychology Drives the Economy and why it Matters For Global Capitalism*, Princenton University Press, 2009.
[82] Таки Фити, *Феноменологија на економските кризи,* Економски Факултет – Скопје, Македонска ризница – Куманово, Скопје, 2009.

- Кредитната експанзија во значителна мера беше потхранета од експанзивната монетарна политика, посебно во САД, каде што каматните стапки достигнаа рекордно ниско ниво – од 1%.
- Кредитната експанзија во САД и Велика Британија не се базираше врз реално штедење – напротив, овие економии имаат многу ниски стапки на национално штедење.
- Побарувачката за станови порасна во голем обем – САД неа ја подгреваа и преку посебни институции под државен патронат – Fannie Mae и Freddie Mac. Цените на становите и на другите недвижности постојано ќе растат.
- Сè поголем број луѓе, со сомнителна кредитоспособност и слаба финансиска едукација, земаа хипотекарни заеми со променливи каматни стапки и веруваа дека цените на становите и на другите недвижности постојано ќе растат.
- Големиот пад на цените на недвижностите ја означи експлозијата на балонот. Наеднаш се покажа дека наспроти високата вредност на хипотекарните заеми, тековната вредност на недвижностите е многу пониска.
- Експлозијата на балонот преку имотниот ефект ја намали кредитната способност на луѓето, а лошите кредити ја лимитираа можноста на банките да нудат кредити. Кредитната експанзија удри во сопствените лимити. Финансиската криза не можеше да се избегне. Таа, низ бројни канали, се пренесе во голем број земји во светот. Нејзините импликации набрзо се пренесоа во реалниот сектор во економијата.

Во современата економска литература се укажува на фактот дека коруптивните скандали имаат силен негативен ефект врз бизнис-климата, дека ја „топат“ довербата на луѓето во институциите на системот, дека го намалуваат поттикот кон инвестирање, а со тоа ја намалувааат и агрегатната побарувачка. Акерлоф и Шилер корупцијата ја сметаат за битна причина за појавата на кризи.

Во врска со светската економска криза од 2007 година, коруптивното однесување авторите го објаснуваат на следниов начин:

„Порано оние кои ги одобруваа хипотекарните заеми (S&Ls) исто така беа и оние кои ги задржуваа хипотекарните заеми. Но, на пазарот се случија промени. Сега многу ретко давателите на хипотекарните заеми... нив и натаму ги задржуваат. Хипотекарните заеми

веднаш се продаваат; навистина приходите од нив често се препакуваат во различни варијации. Како дел од тие препакувања, различните транши од приходите од хипотекарните заеми често се врзуваат заедно и се продаваат во многу различни парчиња"[83].

Такви видови трансакции се, на пример, облигациите покриени со заеми (CDOs).

Како една од круцијалните причини за појава на светската економска криза е големиот степен на дерегулација при спроведување на монетарната политика во САД.

Современата државна регулација (економска и општествена) претпоставува инволвирање на државата (на владата) во т.н. домени на пазарен неуспех – економски сектори во кои пазарот не може да осигура ефикасно користење на ресурсите. Финансиските пазари се типични пазари со асиметрични информации. Поради тоа неопходна е државна регулација на пазарите со асиметрични информации, или поттикнување на учесниците во економскиот живот да ги откриваат информациите за да се ублажат или, евентуално и да се надминат проблемите со функционирањето на пазарите.

Ова покажува зошто финансиските пазари, а во тој контекст и банките, како најзначајни финансиски институции насекаде во светот се регулиран бизнис. Меѓу позначајните пристапи за економска регулација на банките посебно треба да се спомнат следниве:[84]

- **Осигурување на штедните влогови (депозитите) на граѓаните во банките** – оваа мерка се презема поради две причини: (1) ако дојде до пропаѓање на банката, а депозитите не се осигурени, штедачите ќе бидат принудени да чекаат имотот на банката, низ ликвидационата постапка, да биде кеширан – но и во оваа ситуација штедачите нема да можат да си го повратат вкупниот износ на штедните влогови; (2) штедачите немаат целосни информации за квалитетот на перформансите на банката и тоа може лесно да го испровоцира проблемот на банкарска паника. Од друга страна, самото воведување систем за осигурување на депозитите придонесува за појавата на двата најзначајни проблеми врзани со асиметричните информации – неповолно избирање и морален хазард. За да се спречат овие проблеми, многу е значајно земјите да изградат ефикасни институции, посебно

[83] Ibid 74.
[84] F. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets,* Pearson – Addison Wesley, 2007.

ефикасен правен систем, со добра заштита на сопственичките права и со ефективно извршување на договорите, со силна и строга супервизија на банките и со ефикасна борба против корупцијата. Без тоа системот на осигурување на депозитите може да направи сериозни проблеми во одржувањето на стабилноста на банкарскиот сектор. САД воведоа осигурување на штедните влогови непосредно по Големата економска криза од 1929 до 1933 година (која беше придружена со банкарска паника и со пропаѓање на голем дел од комерцијалните банки);

- **Ограничувања врзани за ставките на активата на банките и на капиталните цензуси** – овие мерки се многу значајни за да се обесхрабрат банките да прифаќаат преголем ризик. Тука, на пример, влегуваат правилата за диверзификација на ризикот на банките (да не смеат да даваат голем износ кредити на една категорија кредитобаратели или на индивидуални позајмувачи). Кога на банките им се пропишуваат високи капитални цензуси (за нивно основање), тие се обесхрабруваат да прифаќаат голем ризик бидејќи, во случај на пропаѓање, би бил многу висок и загубениот капитал;
- **Супервизија на банките** – супервизијата посебно ги надгледува и ги анализира следниве индикатори: капиталната адекватност, ликвидноста и осетливоста на пазарниот ризик (т.н. CAMELS rating – capital adequacy, asset quality, management earnings, liquidity, sensitivity to market risk).

Регулацијата на примарниот и на секундарниот пазар на капитал ја вршат комисиите за хартии од вредност. На овие пазари клучно е да се осигура подобрување на квалитетот на информирање на учесниците на пазарот. Кога станува збор за пазарите на акции и обврзници, значајно е потенцијалните инвеститори да имаат добри информации за економско-финансиските перформанси на фирмите во кои сакаат да инвестираат. Ваквите информации, во принцип, не би требало да ги обезбедува владина институција бидејќи владата може да се соочи со политички проблеми – обвинувања дека за некои фирми се даваат нереални показатели, во зависност од тоа колку нивните менаџери се „блиски“ до владата. Затоа во развиените земји овој вид информации ги даваат специјализирани приватни фирми, како што се, на пример, Standard and Poor’s, Moody’s, Value Line и др. Се разбира дека во овој домен комисијата за хартии од вредност, како регулаторно тело во сегментот на ефективните берзи, има незаменлива улога со пропишувањето строги

правила за обелоденување информации од страна на фирмите (особено котираните), а во тој контекст и за навремено обелоденување на т.н. осетливи информации.

Наспроти големото значење на регулацијата за успешно функционирање на финансиските пазари и на финансиските институции и пошироко, на одржување на сигурноста и на стабилноста на финансиските системи на земјите, масовниот бран на дерегулација и приватизација на економската активност во периодот по 1978 година ги зафати и финансиските системи на современите економии. Во таа смисла Стиглиц, коментирајќи ги причините за економската криза од 2007 до 2008 година во САД, вели дека „многу грешки се направени уште во средината на осумдесеттите", кога се отвори „процесот на дерегулација, а системот не се приспособуваше на промените".[85]

Во современата економска литература се наведуваат бројни аргументи за слабата регулација и за масовниот процес на дерегулација, како предупредувања за можни турбуленции на финансиските пазари и како причини за креирање економии на балони и за појава на финансиската и економската криза чии почетоци беа забележани во економијата на САД:

- Њујорк Тајмс уште во септември 1999 година објави прилог во кој се тврди дека Клинтоновата администрација врши притисок врз Fannie Mae и Freddie Mac позначајно да се инволвираат во хипотекарното позајмување за да им се олесни купувањето станови на семејствата со низок и среден доход.
- Заради постигнување на истата цел, Бушовата администрација и Конгресот уште во 1992 година ја „олабавија" регулацијата на државно спонзорираните ентитети Fannie Mae и Freddie Mac. Администрацијата на Буш, според Кругман, беше типично антирегулативно настроена.
- Определени закони донесени во САД во 1999 година, како што се Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) и Commodity Futures Modernization Act (CFMA) им овозможија на финансиските институции масовно ангажирање во нерегулирани ризични трансакции. Фактички, овие закони го овозможија воведувањето на комплексните високоризични и „ступидни" финансиски „иновации" кои најверојатно лежат во основата на финансиската и економската криза од 2007 година.

[85] J. Stiglitz, *The roaring Nineties – Seeds of Destruction*, Allen Lane, London, 2003.

- Регулацијата во САД, но и во многу други земји, е фрагментирана и дисперзирана меѓу голем број регулаторни агенции одговорни само за одделни сегменти на финансискиот систем. Истовремено, во САД не постои регулатор за системскиот ризик. Системот на федералните резерви, на пример, има таква функција кога се во прашање комерцијалните банки, но нема компетенција врз инвестиционите банки, фондовите за заштита од ризик, дилерите со небанкарски деривати и сл. Последните типови на институции никогаш не подлежеле на регулација.
- Самите банки ги пренесуваа своите ризични заеми во билансите на банките во сенка за да ја избегнат регулацијата (супервизијата).
- Рејтинг-агенциите (агенциите за кредитен ризик), поради слабата регулација и постоењето конфликт на интереси на хартиите од вредност креирани врз основа на хипотекарни заеми, им доделуваа бонитет „ААА“ и придонесоа за мултипликација на високоризичните трансакции на финансиските пазари.

Централната банка на САД имаше пресудна улога за креирање на големата кредитна криза од 2007 до 2008 година. Од страна на Системот на федералните резерви на САД не беше поставен експлицитен инфлационен таргет, па тој се остваруваше преку таргетирање на растот.

Кога економијата на САД покажуваше знаци на прегреаност, Системот на федералните резерви носеше одлука за намалување на каматните стапки. Овие чекори истовремено предизвикуваа пораст на цените на средствата. На долг рок оваа активност креира балони кај средствата.

Поради таргетирањето на инфлацијата, централните банки во низа случаи се соочуваат со промашувања при креирање на политиката на каматните стапки. Оваа состојба се влошува како резултат на тоа што анализите на централните банки се засноваат на задоцнувачки статистички показатели. Според историското тврдење се укажува дека инфлацијата може да се контролира со контрола на понудата на пари. Притоа клучен проблем, во врска со кој е постигнат консензус на академско ниво, е дека централната банка има мало влијание врз понудата на пари. Од 2000 година наваму Системот на федерални резерви го запре мониторингот на монетарните агрегати М1 и М2 при регулирањето на понудата на пари. Покрај тоа, во услови на економско забавување, Системот на федералните резерви ќе продолжи и понатаму да ги намалува каматните

стапки за да ја стимулира побарувачката. Ваквиот стимуланс требаше навремено да се исклучи, со цел да се заштити економијата од прегревање.

Развојот на интернетот и информатичката технологија придонесоа за забрзување на растот кој се заснова на зголемената продуктивност. Помеѓу централните банкари постоеше консензус дека, како резултат на периодот на големи иновации, се создаде „нова економија“: која, врз основа на брзиот раст на продуктивноста, ќе ја одржи високата стапка на раст во амбиент на континуирано ниска инфлација. Оваа состојба беше резултат на динамиката на глобализацијата. Со придвижување на овие сили беа креирани две други кризи во почетокот на ’90-тите години на минатиот век: Азиската валутна криза и Руската должничка криза. Во текот на бумот беше извршен трансфер на евтини пари во Азија и, врз основа на валутна манипулација, беше предизвикан балон во азиските економии.

Покрај влијанието на глобализацијата врз платите, беше забележана исклучително ниска стапка на инфлација на глобално ниво. Иако кај цените на средствата настана тренд на понатамошен раст, Системот на федерални резерви не го зеде предвид актуелниот развој на настаните. Системот на федерални резерви презеде мерки на претпазливост во однос на ризикот од дефлација како последица на терористичките напади на САД, но и во однос на последиците од експлодирање на dot-com балонот.

Како резултат на влијанието на технолошката иновација и глобализацијата, кај потрошувачките цени се забележа надолен тренд на движење. Технолошката иновација овозможи поефикасно производство и намалување на производните трошоци. Глобализацијата предизвика отворање на пазарите на труд, што доведе до намалување на наемнините. Поради влијанието на технолошките иновации и глобализацијата, настана пад на инфлацијата во глобални рамки под долгорочниот просек.

Притоа Системот на федерални резерви согледа дека е предоцна за ново зголемување на каматните стапки, што ќе овозможеше прекин на балонот во секторот на домување.

Од страна на Системот на федералните резерви се преземаат вонредни напори за надминување на проблемот на сериозни разлики во временското усогласување на формирање на каматната стапка во доменот на монетарната политика во однос на економскиот раст. Доколку се направи споредба на промената на стапките на Федералниот фонд со просечната стапка на раст на БДП во текот на 2008 – 2009 година,

може да се забележи континуиран неуспех на мерките на монетарната политика на Системот на федералните резерви.

Клучниот проблем се состои во фактот дека не беше посветено доволно внимание на експанзијата на цените на средствата. Ален Гринспен, претходниот гувернер на Американската централна банка, истапи со погрешен заклучок на пазарот, истакнувајќи дека и во случај на навремено согледување на појавата на балон кај средствата, ќе изостанеше преземањето на соодветни мерки од страна на централната банка. Системот на федералните резерви би презел мерки исклучително за надминување на последиците од балонот кај средствата.[86]

Доктрината на Гринспен ја потврди една од иницијалните причини за создавање на централните банки: да се обезбеди финансиска стабилност. Американската централна банка беше основана во 1907 година, како одговор на слична финансиска криза. Во моментот на зголемување на негативните ефекти на кризата, врз основа на прекумерната кредитна експанзија, настана банкарска паника. Со цел да се заштити од повторување на кризата во таков размер, САД основа Систем на федералните резерви. Неговата основна цел беше да дејствува како позајмувач во крајна инстанца. Во случај на појава на нагло повлекување на депозитите кај некоја приватна банка, доаѓа до интервенција од страна на централната банка за спасување на имателите на депозити.

Принципот на позајмувач во крајна инстанца има двојна улога. Прво, обезбедува силна поддршка за имателите на депозити кои покажуваат помала склоност кон повлекување на пари од банките, ако се земе предвид дека, од теоретски аспект, централната банка остава на располагање на приватните банки неограничени ресурси за да се овозможи непрекинат тек на процесот на кредитирање. Второ, ги охрабрува имателите на депозити да ги депонираат своите пари во банки со највисока каматна стапка на депозити.[87]

Високата каматна стапка на депозитите произлезе од поагресивната кредитна политика. Поради тоа, принципот на позајмувач од крајна инстанца доведе до морален хазард. Примената на овој концепт во услови на криза обезбеди стабилност на системот.

[86] Говор на Ален Гринспен на 19 декември 2002 година, Економски клуб во Њујорк : „Балоните кај средствата не може да се откријат и поради тоа монетарната политика не може да изврши нивно неутрализирање“.
[87] George Cooper, *The Origin of Financial crises: Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Harriman House 2008.

Засилувањето на негативните ефекти на економскиот циклус предизвика појава на лабава кредитна практика.

Како резултат на глобализацијата, беше зголемена меѓусебната поврзаност на финансиските пазари. Системот на федералните резерви, под надзор на претседателот Ален Гринспен, ја согледа оваа ситуација и ја прошири својата улога на позајмувач од крајна инстанца за американската економија на меѓународно ниво. Во текот на Руската должничка криза, Системот на федералните резерви презеде превентивни мерки на намалување на каматните стапки со цел да оддржи стабилен економски раст. Оваа интервенција го зацврсти сфаќањето дека централната банка ќе преземе мерки за спасување доколку слабите кредитни стандарди и неодговорното преземање ризик од страна на банките креира финансиска криза.

Поради тоа Централната банка е еден од причинителите за настанување на големата кредитна криза од 2007 до 2008 година. Покрај ризичната оценка и надминувањето на ингеренциите на монетарната политика, друг показател укажуваше на голем кредитен балон како резултат на флуктуациите на инфлацијата. Кризата беше придвижена врз основа на кредитната експанзија. Централната банка на САД ја презеде крајната одговорност за неадекватниот надзор врз кредитната и монетарната понуда. Меѓутоа, монетарната понуда е зависна во поголем степен од износот на левериџ што се употребуваше од страна на банкарскиот систем, а кој беше под влијание на степенот на финансиски иновации. Со примена единствено на политиката на прилагодување на каматните стапки, Централната банка оствари незабележително влијание врз корегирањето на негативните ефекти на кризата. За да се оствари контрола над параметрите, неопходно беше преземање силни регулативни мерки.

2.8. Односот помеѓу секјуритизацијата и хипотекарната криза во САД

Секјуритизацијата има исклучително значење поради нејзината улога врз кредитната криза која започна во 2007 година. Кризата влече корени од финансиските производи создадени врз основа на хипотеки во САД, кои набрзо се проширија и во останатите земји, како и од финансиските пазари во реалната економија. Врз дел од финансиските

институции беше спроведена стечајна постапка, додека поголем дел од финансиските институции беше спасен од страна на националните влади.

Според традиционалниот пристап, банките ги финансираа своите заеми со депозити. Во ’60-тите години од минатиот век, банките во САД согледаа дека не се можност да го следат темпото на побарувачката за станбени хипотеки со ваков тип на финансирање. Тоа доведе до развој на пазарот на хартии од вредност врз основа на хипотеки. Притоа беа создадени портфолијата на хипотеки, чии готовински текови беа спакувани како хартии од вредност и продадени на инвеститорите. Американската влада ја создаде Владината национална хипотекарна асоцијација (GNMA) во 1968 година. Оваа организација ги гарантираше отплатите на каматата и главнината на определени хипотеки и создаде хартии од вредност кои подоцна им ги продаваше на инвеститорите.

Според тоа, иако банките креираа хипотеки, не ги задржуваа во своите биланси на состојба. Со примена на секјуритизацијата, на банките им беше овозможен побрз раст на кредитирањето во споредба со растот на депозитите.

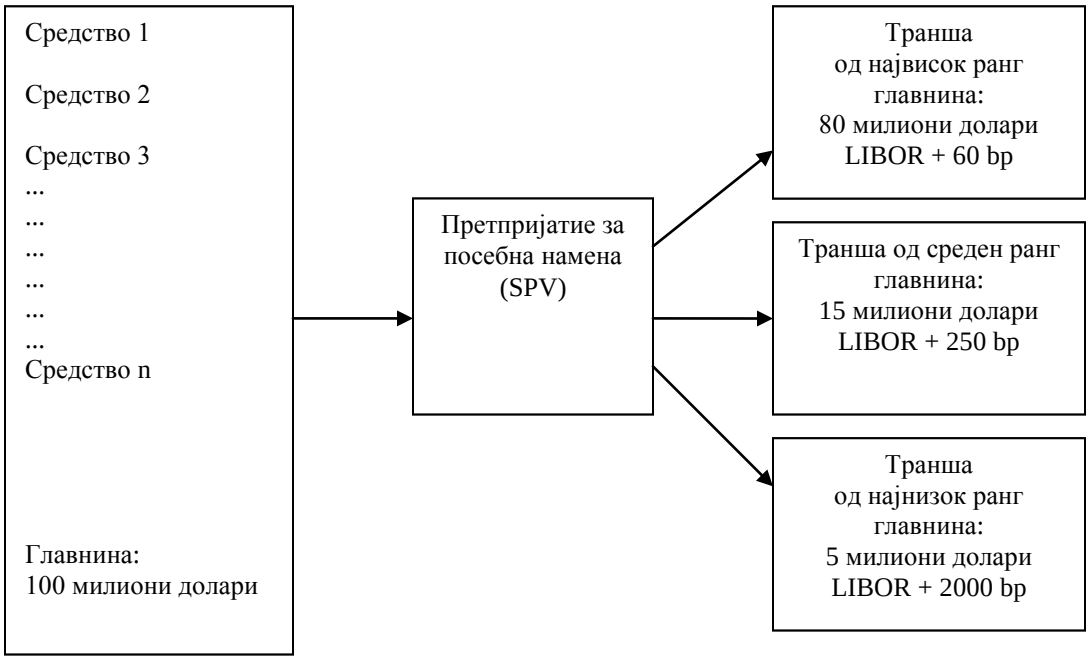
Во ’80-тите години од минатиот век техниката на секјутиризација имплементирана на хипотекарниот пазар, беше употребена и кај класите на средства, како што се автомобилските заеми и побарувањата по кредитни картички во Соединетите Држави. Со развојот на пазарот на секјуритизација, за инвеститорите се создаде погодна ситуација поради фактот дека за првпат изостана потребата од гаранција поради неизвршување на обврските на кредитобарателите.

Секјуритизациониот аранжман што се применуваше во периодот од 2000 до 2007 година, познат како хартија од вредност врз основа на нехипотекарни средства (ABS), се состои од портфолио на средства кои носат приход, како што се заемите кои се продаваа од страна на банките креатори на претпријатијата за посебна намена (SPV) и готовинските текови од средствата се алоцираа на траншите.[88] Секјуритизациониот аранжман се состои од транша од највисок ранг, транша од среден ранг и транша од најнизок ранг. Се тргнува од претпоставката дека портфолиото има главнина од 100 милиони долари. Главнината е поделена на следниот начин: 80 милиони долари на траншата од највисок ранг, 15 милиони долари на траншата од среден ранг и 5 милиони долари на траншата од најнизок

[88] John C. Hull, *Options, Futures and Other Derivatives,* Prentice Nall, 8th edition, 2012.

ранг. Траншата од највисок ранг носи принос од LIBOR стапката зголемена за 60 базични поени, траншата од среден ранг принос од LIBOR стапката зголемена за 250 базични поени и траншата од најнизок ранг носи принос од LIBOR стапката зголемена за 2000 базични поени.

Шема 2: Хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства (поедноставен модел)



Извор: John C. Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, 8th edition, Prentice Hall, 2012.

Иако се смета дека траншата од најнизок ранг е најповолен договор, тоа не е случај поради фактот што не постои гарантирана отплата на главнината и каматата. Кај траншата од најнизок ранг постои голема веројатност дека ќе се загуби дел од главнината, како и помала веројатност за добивање на очекуваната камата на неотплатената главнина, во споредба со останатите транши. Готовинските текови се алоцираат на траншите преку постапката на т.н. водопад. Отплатите на главнината се алоцираат на траншата од највисок ранг, до целосната отплата на главнината. Потоа, отплатите на главнината се алоцираат на траншите од среден ранг, до целосната отплата на нивната главнина. На крај отплатите на главнината се алоцираат на траншата од најнизок ранг. Отплатите на

каматата се алоцираат на траншата од највисок ранг, додека оваа транша го добие очекуваниот принос на неотплатената главнина. Под претпоставка дека се реализирал очекуваниот принос, отплатите на каматата се алоцираат на траншите од среден ранг. Доколку настане реализација на очекуваниот принос на траншите од среден ранг и дел од готовинските текови се неискористени, се врши нивна алокација на траншата од најнизок ранг.

Во кој обем траншите ќе обезбедат повраток на главнината зависи од загубите на основните средства. Загубата од 5% настанува кај траншите од најнизок ранг. Доколку загубата надминува 5%, траншата од најнизок ранг ја губи главнината во целост и дел од загубите се врзуваат за главнината на траншата од среден ранг. Во случај загубите да надминуваат 20%, траншите од среден ранг ја губат главнината во целост, а дел од загубите се врзуваат за главнината на траншата од највисок ранг.

Во практиката се создаваа поголем број транши со широк опсег на рејтинзи. При употреба на правилата на т.н. водопад, се реализира последователна алокација на готовинските текови врз траншите каде најпрво настанува тек кон траншите од највисок ранг, потоа кон траншите од среден ранг итн. Меѓутоа, во практиката се имплементирани многу посложени правила, меѓу кои и постоењето на прекумерна колатерализација каде (а) вкупната главнина на траншите е помала од вкупната главнина на основните средства и (б) очекуваниот просечен повраток на траншите е понизок од очекуваниот повраток на средствата.

Во 2000 година кај цените на становите е забележана тенденција на брз раст, во споредба со претходната деценија. Притоа особено значаен фактор во периодот 2002 – 2005 година беше исклучително ниското ниво на каматните стапки, иако балонот во цените на домовите произлезе од операцијата на хипотекарно кредитирање.

Периодот 2000 – 2006 година се одликува со огромен пораст на нискоквалитетното хипотекарно кредитирање. Хипотеките од низок квалитет претставуваат хипотеки кои се значително поризични во споредба со просекот.

Олабавувањето на стандардите при кредитирањето и растот на нискоквалитетните хипотеки овозможи купување на станови за низа семејства кои поседуваа низок кредитен рејтинг за да може да се квалификуваат за хипотекарен кредит. Овие семејства предизвикаа раст на побарувачката за недвижности, што доведе до раст на цените. За

хипотекарните брокери и хипотекарните кредитори беше особено атрактивна комбинацијата на поголем обем на кредитирање и повисоки цени на становите. Поголемиот обем на кредитирање овозможи реализирање на поголеми профити, додека повисоките цени на становите укажуваа на фактот дека кредитирањето е покриено со основниот колатерал.

Со цел да се овозможи привлекување на нови купувачи на пазарот на домување, хипотекарните брокери и хипотекарните кредитори се обидоа да пронајдат начини за поголемо олабавување на стандардите при кредитирањето. Во таа насока беа воведени хипотеки со прилагодена стапка (ARMS), каде постоеше ниска „иницијална“ каматна стапка за првите две до три години, а потоа оваа стапка се заменуваше со повисока каматна стапка.[89] Просечната иницијална каматна стапка изнесуваше 6%, додека каматната стапка по завршувањето на иницијалниот период се добиваше кога на LIBOR стапката за 6 месеци се додаваше стапка од 6%.[90]

Инвеститорите во траншите креирани кај нискоквалитетните хипотеки не располагаа со гаранции за отплата на главнината и каматата. Однесувањето на хипотекарните креатори беше под влијание на сознанието за спроведување на процесот на секјуритизација врз хипотеките.[91]

Со реализација на секјуритизацијата врз хипотеките, единствена информација за хипотеките за купувачите на производите создадени врз основа на хипотеките беа показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста и кредитниот рејтинг на кредитобарателот, врз основа на моделот FICO.[92]

Притоа треба да се истакне дека показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста и FICO показателот претставуваа

[89] Во случај на пораст на цените во секторот на недвижностите, кредиторите очекуваа да настане предвремена отплата од страна на кредитобарателите и задолжување со нова хипотека на крајот на периодот на иницијална каматна стапка. Меѓутоа, пеналите за предвремена отплата, кои изнесуваа нула за првостепените хипотеки, беа исклучително високи кај нискоквалитетните хипотеки.

[90] Хипотеките со прилагодена стапка 2/28, на пример, претставуваа хипотеки со прилагодена стапка каде стапката е фиксна за првите две години, а потоа флуктуира во останатите 28 години.

[91] Види: B.J. Keys, T. Mukherjee, A. Seru and V.Vig "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", *Quarterly Journal of Economics*, 125, 1 (February 2010): 307-62.

[92] Моделот за кредитниот рејтинг FICO ја мери индивидуалната кредитна способност. Показателот FICO претставува квантификација на мноштво фактори за индивидуалните услови, како што се историјата на неизвршување на обврските, тековниот износ на долгот и временскиот период во кој поединецот врши купување на кредит. Показателот FICO варира меѓу 350 и 850.

показатели со сомнителен квалитет. Проценителите на недвижностите кои ја утврдуваа вредноста на станот во случај на апликација за хипотекарен заем беа изложени на притисок од страна на кредиторите да предложат повисоки вредности. На потенцијалните кредитобарателиим беше предложено преземање на соодветни активности за подобрување на показателот FICO.

Американската влада од ’90-тите години започна со спроведување експанзивна политика во секторот на недвижности, со што беше зголемен притисокот врз хипотекарните кредитори за зголемување на обемот на кредитирање на лицата со ниско и средно ниво на доход.

Една од карактеристиките на пазарот на домување во САД е отсуство на правото на регрес кај хипотеките во низа држави. Во случај на неизвршување на обврските, кредиторот има право да го одземе станот, но останатите средства на кредитобарателот се надвор од досег при постапката за намирување на побарувањата. Поради тоа кредитобарателот во САД го искористуваше правото на пут опција. Кредитобарателот во секој момент имаше можност за продажба на станот на кредиторот во износ на неотплатената главнина на хипотеката. Оваа можност ја охрабри шпекулативната активност и поради тоа претставува една од причините за појава на балонот кај цените на становите.

Во 2007 година на голем број корисници на хипотеки им беше оневозможено управувањето со хипотеката, како резултат на завршување на периодот на иницијални каматни стапки. Оваа состојба предизвика одземање на становите, како и зголемување на бројот на станови за продажба на пазарот, што доведе до намалување на цените на становите. Еден дел од корисниците на хипотеки, кои имаа заеми со 100% или приближно 100% од вредноста на станот, констатираа појава на загуба во капиталот.

Притоа дел од корисниците на хипотека не беа во можност да ги реализираат хипотекарните отплати и беа принудени да ги продадат домовите. Дел од должниците се занимаваа со шпекулативна активност, при што реализираа купување на неколку станови како недвижности за давање под закуп и донесоа одлука за искористување на правата од пут опциите.

Порастот на конфискацијата на домовите предизвика зголемување на загубите кај хипотеките. Притоа се претпоставуваше дека намалувањето од 35% на цените на домовите

ќе доведе во најдобар случај до 35% загуба на главнината кај неисплатените хипотеки. Во 2008 – 2009 година беа објавени просечни загуби од 75% кај хипотеките на конфискуваните станови.

Инвеститорите во траншите креирани кај хипотеките беа изложени на огромни загуби. Вредноста на траншите на хартиите од вредност, врз основа на нехипотекарни средства креирани кај нискоквалитетните хипотеки, беа контролирани со употреба на индекси познати како АВХ индекси.[93] Овие индекси укажуваат на фактот дека кај траншите рангирани со ВВВ е остварена загуба од 80% од вредноста на крајот на 2007 година и приближно 97% од вредноста кон средината на 2009 година. Вредноста на траншите на облигациите покриени со заеми кај хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства создадена од траншите рангирани со рејтинг ВВВ, беше контролирана врз основа на серии на индекси, позната како ТАВХ индекси. Овие индекси укажуваат на фактот дека кај траншите првобитно рангирани со ААА е остварена загуба од приближно 80% од вредноста на крајот на 2007 година, додека кон средината на 2009 година се сметаа за безвредни транши.

Остварените загуби обезбедени со станбени хипотеки предизвикаа појава на сериозна кредитна криза. Во 2006 година банките располагаа со солидна капитализираност, едноставен пристап до кредити и низок кредитен распон. Во 2008 година кај банките беше утврдено намалување на капиталот поради појава на пораст на загубите. Кредитниот распон забележа исклучително висок раст. Распонот на стапките LIBOR - OIS[94] достигна 364 базични поени во октомври 2008 година, што укажа на значителна колебливост на банките за меѓусебно позајмување. Друга мерка за влошената состојба на банкарскиот систем претставува распонот TED што го означува вишокот на тримесечната каматна стапка LIBOR на тримесечниот државен запис. Во нормални пазарни услови овој распон се движеше во интервал 30-50 базични поени, додека во 2008 година достигна ниво над 450 базични поени.

[93] АВХ индексот е создаден од фирмата Маркит и ја претставува цената на свопот за кредитна несолвентност кај хартиите од вредност, врз основа на хипотека како составен дел на индексот.
[94] LIBOR – OIS претставува разлика меѓу стапката LIBOR и стапката на индексираниот своп преку ноќ. Разликата меѓу двете стапки претставува параметар за здравјето на банкарскиот систем.

2.9. Принципите на координираниот глобален регулациски одговор на кризата

Големата кредитна криза од 2007 до 2008 година не беше предизвикана исклучително поради неодговорното нискоквалитетно кредитирање и преземените корективни активности во секторот на домување во САД. Кризата произлезе поради заемното дејство на повеќе фактори, при што дел од факторите датираат од ’80-тите години па наваму. Дел од факторите предизвикаа штетни ефекти во поголема мера, во споредба со останатите (поради тоа е извршено рангирање од 1 до 5, при што со 1 се означени факторите со најсилно влијание, а со 5 со најслабо влијание).

Табела 4: Мерење на причините за Големата кредитна криза 2007 – 2008 година

Причини за големата кредитна криза 2007 – 2008 година	**Приближно време на почеток**	**Степен на влијание**
Пазарот на кредити од низок квалитет/пазарот на домување	1992	2
Банкарскиот систем во сенка	2000	1
Глобализацијата и суверените фондови на благосостојба	1995	3
Централните банки	1980	2
Моралниот хазард на Гринспен	2001 – 2003	1
Системскиот ризик	2004	3
Зголемување на потрошувачкиот долг на САД	1995	3
Валутната арбитража	1987	3
Финансиската иновација и секјуритизацијата	1985	3
Рејтинг агенциите	2000	2
Банкротот на Леман Брадарс	2008	2
Политичките интерференции	1992 – 1994	1
Регулацијата: Асоцијациите спонзорирани од страна на Владата	1994	1
Регулацијата: Базел I	1992	2
Регулацијата: Базел II	2004	4

Извор: Moorad Choudhry, Didier Joannas, Gino Landuyt, Richard Pereira and Rod Pienaar, „Capital Market Instruments: Analysis and Valuation“, Palgrave Macmillan, 2010.

На 1 април 2009 година самитот G20 во Лондон беше посветен на кризата, при што беа преземени мерки за заштита од појава на слична криза во иднина. Притоа се презеде иницијатива во неколку сфери:

- Зголемена контрола и регулација на финансиските институции.
- Регулација на хеџ фондовите.
- Санкции против даночните олеснувања.
- Специфична регулација за заштита од системскиот ризик, вклучително и ограничувањето на левериџот.
- Регулација за контрола на експанзијата и циклусите што водат до банкрот.
- Поцврста контрола на кредитните рејтинг агенции.
- Зголемена контрола и регулација на финансиските институции.

Водењето поцврста политика на начин што ќе наметне ограничувања на комерцијалните или трговските банки за создавање банкарски систем во сенка и загуба на депозитната база на нивните клиенти. Спогодбата Базел II отвора можности за рестартирање на банкарскиот бизнис.

За комерцијалните и трговските банки, при купувањето на структуирани кредитни хартии од вредност за остварување на целите поврзани со раководењето со средствата и обврските, се воведени повисоки стандарди за мерење на ризикот. Овој чекор беше неопходен за да спречи појава на ситуација при која малите градежни претпријатија би купувале транши на облигациите, покриени со заеми за да обезбедат добра усогласеност на позициите при раководење со средствата и обврските. Притоа е неопходно да се постави плафон на износот на хипотеката што ќе биде понудена како процент од расположивиот доход.

- Регулација на хеџ фондовите

  Хеџ фондовите не се вбројуваат во примарните причини за појава на кризата и покрај фактот што располагаат со исклучително висок левериџ и користат сложени инструменти. Од друга страна, хеџ фондовите остварија значаен придонес за подобрување на ликвидноста на пазарите со текот на времето. Употребата на мерките на системскиот ризик во банкарскиот сектор треба да обезбеди контрола во оваа индустрија.

- Санкции против даночните олеснувања

Оваа мерка е безначајна поради фактот што не е во состојба да овозможи надминување на идната финансиска криза.

- Специфична регулација за заштита од системскиот ризик, вклучително и ограничувањето на левериџот.

  Експоненцијалниот пораст на дериватите на пазарот преку шалтер овозможи појава на системскиот ризик. Притоа неопходно е да се воспостави контрола на исклучително високиот раст на пазарот за кредитни деривати. Во таа насока е и воведување на клириншка куќа за кредитните деривати. Примената на левериџот треба да им се препушти на фондовите за заштита од ризик и инвестиционите банки (според Спогодбата од Базел II).

- Регулација за контролирање на експанзијата и циклусите што водат до банкрот

  За да се обезбеди контрола на експанзијата и циклусите што водат до банкрот, неопходно е да се земе предвид состојбата во Холандија во 1630 година, во периодот на манија на лалињата, за да се откријат причините за појава на првите големи балони во историјата. По два века настана друга голема криза, позната како Златна треска во Калифорнија, која предизвика големи нарушувања во економскиот живот. Наредна криза од енормни негативни размери е Големата депресија во ’30-тите години на минатиот век. Потоа следуваше кризата во информатичката технологија кон крајот на ’90-тите години на минатиот век и Големата кредитна криза од 2007 до 2008 година.

  Централните банки одиграа значајна улога при креирање на балоните. За да бидат преземени антиципативни мерки во справувањето со шпекулативните балони, централните банки треба да посветат поголемо внимание на откривање на причините за експанзија и циклусите што водат до банкрот и соодветно прилагодување на монетарната политика. За таа цел треба да се посвети поголемо внимание на развојот на цените на средствата при формулирање на монетарната политика.

- Поцврста контрола на кредитните рејтинг агенции

  Кај кредитните рејтинг агенции е неопходна употребата на поголема супервизија. Притоа неопходен чекор е да се изврши промена на деловниот модел базиран на провизија, што е одговорен за појава на извештаи со низок рејтинг.

- На меѓународно ниво G20 им укажа на азиските земји за користење на нивните зголемени резерви за пораст на внатрешната побарувачка. Азиските економии беа во

голема мера извозно ориентирани врз основа на манипулациите со локалните валути, што предизвика нерамнотежа во глобалната трговија. Поради тоа е неопходно преземање континуирани напори, за да се обезбеди заштита од нерамнотежата во глобалната трговија во иднина.

- Во иднина е неопходно воведување на поцврста контрола на спојувањата и преземањата на компаниите. Регулаторите треба да преземат мерки за да се избегне појавата на банки кои се „премногу големи за спасување“. Банката која го надминува нивото на БДП на сопствената земја претставува развоен фактор што има загрижувачки размери и предизвикува пораст на системскиот ризик. Помалите банки ќе обезбедат поголеми предности за клиентите доколку се засновани на поцврсти врски.

3. Влијанието на финансиските деривати врз појавата и развојот на финансиската криза

3.1. Типови на финансиски деривати

Во изминатите 30 години дериватите стекнаа особено значајна улога во сферата на финансиите. Трговијата со фјучерси и опции достигна подем на низа берзи низ светот. Различни видови на форвард договори, свопови, опции и останати деривати беа воведени од страна на финансиските институции, фонд менаџерите и корпоративните благајници на пазарот преку шалтер. Со финансиските деривати се обезбедуваат емисиите на обврзници, се употребуваат при реализација на компензационите планови, се прилагодуваат според капитално инвестиционите можности, се употребуваат за пренесување на ризиците кај хипотеките од кредиторите на инвеститорите итн.

Пазарот на финансиски деривати е од огромни размери – од значително поголем обем, во споредба со берзите на хартии од вредност измерени според основните средства. Вредноста на основните средства на трансакциите на ненаплатени деривати изнесува колку неколкукратната вредност на светскиот бруто домашен производ. Финансиските деривати одиграа особено значајна улога при пренос на широкиот спектар на ризици во економијата од еден субјект на друг.

Финансискиот дериват претставува финансиски инструмент чија вредност зависи од вредноста на останатите основни варијабли. Притоа како основни варијабли на дериватите се сметаат цените на средствата во промет. Продуктната опција претставува дериват чија вредност зависи од цената на продуктот.

Дериватните финансиски продукти се противтежни продукти. Вредноста на секој дериват индиректно зависи од цената на примарниот, основниот инструмент. Цената на основниот инструмент често се однесува на зависната цена, цената на индиректниот продукт. Во основните инструменти се вбројуваат постојните обични или преференцијални акции во компаниите, хартиите од вредност со фиксен принос, физичките резерви на стоки и продукти, странските средства за плаќање итн.

Дериватите не се однесуваат само на основни готовински инструменти, туку ги вклучуваат сите инструменти подложни на ризик и нестабилност. Клучот за разбирање на дериватите лежи во фактот дека може да се прифатат како потврда за осигурителна премија. Меѓутоа, не може да бидат сведени на осигурување, туку во поголем обем претставуваат хартии кои се креативно дизајнирани за да се зголеми трговијата на пазарот на хартии од вредност поради низа причини, меѓу кои и намалувањето на ризикот.

Друг аспект на финансиските деривати е фактот дека тие претставуваат вонбилансни ставки. Поради нивната вонбилансна природа, финансиските деривати може да се употребат за прочистување на билансот на состојбата.

Пазарот на финансиски деривати е изложен на сериозни критики поради неговата улога при креирање на кредитната криза која започна во 2007 година. Дериватните производи беа создадени од портфолијата на ризични хипотеки во Соединетите Американски Држави со употреба на постапката позната под терминот секјуритизација. Голем дел од создадените производи станаа безвредни поради падот на цените на домовите. Финансиските институции и инвеститорите ширум светот реализираа огромни парични загуби, што овозможи светот да се соочи со најсериозната рецесија од понов датум.

3.1.1. Форварди (Forwards)

Форвард-договорот (forward contract) претставува инструмент на пазарот преку шалтер со кој се гарантира размена на одреден износ на стоки или валути, една за друга на однапред одреден датум. Поради тоа се смета дека форвард договорот ја фиксира цената и условите денес за одредено средство кое ќе биде испорачано во иднина.

Клучната разлика меѓу форвардите и фјучерсите е пазарот: со фјучерсите се тргува на берзите, а со форвардите „преку шалтер“. Како резултат на отсуството на стандардизација, форвардите се пофлексибилни. Со нивна помош е едноставно да се склучи договор со различни датуми на извршување, додека кај фјучерсите е нормално да постои еден прецизен датум. Покрај тоа форвардите имаат и флексибилна цена, ценовен израз и место на испорака, во согласност со барањата на договорните страни.

Максималниот рок за реализација на фјучерсите надминува 18 месеци, додека форвард договорите може да гласат на кој и да е посакуван датум. OTC – пазарите се значително поликвидни, како резултат на учеството на главните финансиски институции.

Ценовните принципи за форвардите и фјучерсите се слични. Единствена разлика може да се јави во однос на кривите, како резултат на маркетмејкерските разлики во куповната и продажната цена и кредитното приспособување на инвеститорите.

Следна битна разлика е дека на пазарите на стоки форвардот претставува испорачлив инструмент, додека фјучерсот, по правило, е неиспорачлив инструмент.

Од теоретски аспект, под цена на форвард договорот се подразбира спот цената на основното средство, зголемена со трошокот за финансирање поврзан со чувањето на средство до истекот на рокот на форвардот, кога се реализира испорака на средството. Според тоа, цената на форвард договорот[95] (запишана на основното средство кое не носи дивиденда, како што е обврзницата со нулта купон) се пресметува на следниот начин:

$$P_{fwd} = P_{und} e^{rn} \qquad (1.1)$$

каде

[95] Види J. Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, 4th ed. New York: Prentice Hall, 2000.

P_{und} е цената на основното средство на форвард договорот

r е континуирано прилагодената безризична каматна стапка за периодот на достасување *n*

n е периодот до достасување на форвард договорот во денови

Во случај $P_{fwd} < P_{und} e^{rn}$, трговецот ќе купи поевтин инструмент, форвард договор и истовремено ќе го продаде основното средство. Приходите од скратената продажба ќе бидат инвестирани со *r* за *n* денови; при што рокот на истекување на кратката позиција на средството се затвора по цена на форвардот P_{fwd} и трговецот ќе оствари профит од $P_{und} e^{rn}$ - P_{fwd}. Во случај на реализација на обратното сценарио, каде $P_{fwd} > P_{und} e^{rn}$, трговецот ќе примени долга позиција на основното средство, финансирана со безризична каматна стапка *r* за *n* денови и истовремена продажба на форвард договорот. На денот на истекување на рокот се реализира продажба на средството според условите на форвард договорот и приходите од продажбата се користат за затворање на финансирањето, што е иницијално преземено при купување на средството.

Оваа врска се употребува на пазарот под претпоставка дека форвард стапките кои се содржани во цената на фјучерс договорите со краткорочни каматни стапки се еквивалентни на форвард стапките содржани во форвард договорите со идентично достасување.

3.1.1.1. Валутен форвард и пресметување на валутни форвард-стапки

Валутниот форвард се пресметува со користење на спот-цена и соодносот на каматните стапки меѓу двете валути. Кога некое лице купува странска валута на берза, тоа продава друга валута. На пример, инвеститорот од САД купува јени за американски долари и со тоа ја губи можноста да ги задржи доларите во каматоносен депозит. За сметка на тоа, може да оствари камата на депозитот во јени.

Се претпоставува дека каматната стапка на доларскиот депозит е повисока од каматната стапка кај јените. Според тоа, инвеститорот може да позајми јени, да ги конвертира во долари и да ги вложи како депозит во САД. Таквата комбинација обезбедува профит еднаков на разликата во депозитните стапки на јените и доларите.

Меѓутоа, на денот на истекувањето на депозитот, јенот може да апрецира во однос на доларот. Во таков случај инвеститорот кој ги конвертира доларите – повторно во јени, ќе добие помалку долари отколку што иницијално позајмил. Поради тоа инвеститорот ќе загуби дел од капиталот. Профитот остварен од разликата во камтните стапки може да не биде доволен да се компензира загубата. За да го обезбеди својот капитал во времето на иницијалната конверзија, може да користи валутен форвард, инструмент што го гарантира куповниот иден девизен курс фиксиран во одреден период. Притоа инвеститорот остварува арбитражен профит: нема ризик на девизниот курс и се добива гарантиран профит остварен од разликата помеѓу каматните стапки. Како резултат на фактот дека цената на валутниот форвард ја одразува разликата во каматните стапки, се обезбедува спречување на инвеститорите за влегување во шпекулативни трансакции од таков вид, т.е. позајмување валути по пониски каматни стапки и со нив купување валути кои носат повисоки приноси, а притоа заштита со форвард договор.

Наредна претпоставка е дека трговецот планира да вложи депозит во јени на три месеци. Поради фактот дека стапките на доларските депозити и депозитите во јени се однапред познати, трговецот може да го пресмета износот на јени што ќе го добие на крајот на периодот. Купувачот на доларите однапред знае колку долари ќе има на крајот на периодот. Со оглед на тоа дека се познати и двата износи, двете страни можат да ја пресметаат тримесечната стапка на девизниот курс, која би била индифирентна за двете валути. Оваа стапка се нарекува форвард-стапка.

Поради фактот дека стапките на депозитите на двете валути се разликуваат, спотот се разликува од форвард-стапката за износот на т.н. форвард-разлика, која е позната и како „своп-поени“. Оттука концептот на одредувањето на цените на форвардите е адаптиран на принципите на слободниот безарбитражен пазар.

Голем број компании ја користат наплатата–приходот остварен во надворешно-трговските трансакции, за да ја купат својата национална валута на одреден датум во иднината. Со употреба на форвард договорите, тие се во можност да го договорат девизниот курс за размена во иднината. Кога датумот ќе настапи, тие ќе ги разменат – конвертираат идните приходи остварени во странска валута во својата национална валута, по курс одреден при склучувањето на форвард договорот.

За да се остварат условите за индиферентност помеѓу инвестициите во двете валути, односно трговскиот договор да биде неутрален во однос на промените на курсевите на некои парови светски валути:

- Форвардите на валутите со повисок принос се котираат со дисконт, односно форвард-стапката е пониска од спот-курсот, така што своп-поените се позитивни.
- Форвардите на валутите со понизок принос се котираат со премија, односно форвард-стапката е повисока од спот-курсот, така што своп-поените се негативни.

Форвард-стапката се пресметува според следната формула:[96]

$$Fw\left(\frac{C_1}{C_2}\right) = Spot\left(\frac{C_1}{C_2}\right) * \frac{\left(1+P_2\frac{T}{360}\right)}{\left(1+P_1\frac{T}{360}\right)} \qquad (1.2)$$

при што:

$Spot(C_1/C_2)$ – тековен спот

$Fw(C_1/C_2)$ – форвард-стапка/курс

P_1 – компонирана каматна стапка на валута 1

P_2 – компонирана каматна стапка на валута 2

3.1.2. Фјучерси (Futures)

Фјучерсот претставува законски договор помеѓу купувачот и продавачот за купување или продажба на одредена актива (хартии од вредност, валути, стоки), или на индекс кој ги претставува таквите средства во иднината, по цена договорена денес.

Акциските деривати, фјучерсите и опциите нудат можност да се засили портфолиото со зголемување на изборот на инвестициски алтернативни хартии од вредност. Со акциските деривати е овозможено редуцирање на трошоците, зголемен принос и можност за управување со ризикот со поголема сигурност, прецизност и економичност.

[96] Мирољуб Шукаров и Зоран Ивановски, *Хартии од вредност и портфолио менаџмент,* Европски Универзитет, Скопје: Три, 2005.

Фјучерс-договорот е стандардизиран договор кој однапред ги одредува следните параметри за трансакцијата:

- датумот на испораката,
- квантитетот на активата што треба да се испорача,
- квалитетот на средствата.

Основна цел на тргувањето со фјучерси не е да се купуваат стоки, туку да се менаџира ризикот. Цените може значително да се менуваат, поради што инвеститорите ги користат пазарите на фјучерси за да се заштитат од несигурноста на движењето на цените.

Фјучерсите може да бидат платени во готово или да се изврши физичка испорака на договорениот производ. Фјучерс-договорот за плаќање во готово треба да се плати на денот на исплатата, при што се остварува разлика помеѓу иницијалната цена на фјучерсот и цената на активата кога фјучерс-договорот достасува, по т.н. цена на плаќање.

Поделбата на фјучерс-договорите на исплатени во готово или физички реализирани инструменти, во финансиската теорија уште е позната како поделба на неиспорачливи и испорачливи фјучерси. Разликата се состои во процедурата на затворањето на стандардниот договор за размена. Во првиот случај купувачот ја наплатува или исплатува разликата помеѓу цената прецизирана во договорот на денот на тргувањето и цената по која берзата затворила на датумот договорен со договорот. Во вториот случај купувачот може да избере исплата или испорака на физички стоки. Доколку купувачот преферира да го добие производот, берзата му дава магацински сертификат за квантитетот назначен во договорот.

3.1.2.1. Фјучерси на краткорочни каматни стапки

Финансиските фјучерси ја фиксираат цената на каматните стапки, обврзниците, акциите итн, иако со нив се тргува на идентичен начин како и со стоковните фјучерси. На пазарите на пари се тргува со фјучерси на краткорочни каматни стапки, со кои се фиксира цената на каматата на хипотетичниот фиксен паричен депозит за одреден период во иднина. Износот е хипотетичен поради фактот дека не е депониран реален паричен износ при купувањето или продажбата на фјучерсите, т.е. станува збор за вонбилансен инструмент. Купувањето на овој тип депозит е еквивалентно на креирањето на

хипотетичниот депозит, додека продажбата на договорот е еквивалентна на позајмувањето на хипотетичниот износ.

Тримесечните фјучерси на каматни стапки претставуваат доминантен инструмент кој се употребува за заштита од каматниот ризик.

На Лондонската меѓународна берза на финансиски фјучерси и опции се тргува со фјучерси на краткорочни каматни стапки за клучните валути, како што се фунта стерлинг, евро, јен и швајцарски франк.

Фјучерсите со кои се тргува на Лондонската меѓународна берза на финансиски фјучерси и опции достасуваат квартално во текот на годината. Краткорочниот договор изразен во фунта стерлинг претставува готовински депозит, така што цената упатува на каматната стапка на депозитот, при што цената на договорот е одредена како $P = 100 - r$, каде P е цената на договорот, а r е цената на каматата во моментот на истекување претпоставена со фјучерс договорот. Притоа, во случај на пораст на цената на договорот, цената на каматата се намалува и обратно.

Во случај на купување форвард договори, се реализира позајмување на хипотетични парични средства, каде при купување на фјучерс договори се депонираат хипотетични парични средства. Доколку позицијата на фјучерс договорот на каматна стапка се чува до истекувањето, готовинската исплата ќе настане на денот на испорака на договорот.

3.1.2.2. Вреднување на фјучерсите на каматни стапки

Цената на тримесечниот фјучерс договор на каматна стапка е изразена преку претпоставената каматна стапка на соодветната тримесечна стапка на валутата на денот на истекување на договорот. Притоа постои тесна поврзаност и меѓузависност помеѓу цените на фјучерсите, стапките на форвард договорите и каматните стапки на пазарот на пари. На денот на истекување на фјучерс договорот цената на фјучерсот ќе биде еднаква на Libor стапката утврдена на тој ден. Оваа цена е позната како берзанска исплата на договорената цена (exchange delivery settlement price) и се употребува при пресметка на испорачаниот износ.

Цената на фјучерсите P_{fut} за договорот до денот на неговото истекување се пресметува на следниот начин:[97]

$$P_{fut} = 100 - \left[\frac{r_2 n_2 - r_1 n_1}{n_f \left(1 + r_1 \frac{n_1}{365} \right)} \right] \qquad (1.3)$$

каде

P_{fut} е цена на фјучерсите;

r_1 е каматна стапка на готовинскиот пазар во однос на датумот на вредноста за депозитите на готовинскиот пазар со кои се тргува на денот на истекување на договорот;

r_2 е каматна стапка на готовинскиот пазар во однос на датумот на достасување за тримесечниот депозит на готовинскиот пазар со кој се тргува на денот на истекување на договорот;

n_1 е број на денови од датумот на вредноста за депозитите на готовинскиот пазар со кои се тргува на датумот на тргување до датумот на вредноста за депозитите на готовинскиот пазар со кои се тргува на денот на истекување на договорот;

n_2 е број на денови од датумот на вредноста за депозитите на готовинскиот пазар со кои се тргува на датумот на тргување до датумот на достасување за тримесечниот депозит на готовинскиот пазар со кој се тргува на денот на истекување на договорот;

n_f е број на денови од датумот на вредноста за депозитите на готовинскиот пазар со кои се тргува на денот на истекување на договорот до датумот на достасување за тримесечниот депозит на готовинскиот пазар со кој се тргува на денот на истекување на договорот.

[97] Види Moorad Choudry, Didier Joannas, Gino Landuyt, Richard Pereira & Rod Pienaar, *Capital Market Instruments: Analysis and Valuation*, New York, Palgrave Macmillan, 2010.

Во формулата извршена е пресметка за период од 365 дена која се однесува на пазарите на стерлинг валутата; додека кога на пазарот се применува пресметка за 360 дена, таа основа се имплементира во формулата.

Во пракса цената на договорот во кое било време ќе биде приближно еднаква на теоретската цена. Разликите произлегуваат од понудата и побарувачката на пазарот, како и поради LIBOR стапките кои изнесуваат приближно 0,0625. Цените на форвардите и фјучерсите се во тесна корелативна врска, при што банките ја утврдуваат цената на форвардите со примена на фјучерсите и ги употребуваат фјучерсите за заштита од ризик при евидентирањето на форвардите. Кога се реализира заштита од ризик на евиденцијата на форвардите со фјучерси, заштитата од ризикот е потполно определена поради незначителната промена на двете цени во иста насока. Промената на вредноста на фјучерс-договорот е фиксна и употребува база од 3/12, додека вредноста на форвардите употребува база од 360 или 365 дена.

Цената на фјучерс договорите во исклучителен случај е еквивалентна на тримесечната каматна стапка што преовладува на денот на истекување на договорот. До денот на истекување на договорот цена на фјучерсот претставува претпоставената форвард стапка, иако се јавува разлика помеѓу форвард стапката и реалната стапка на готовинскиот пазар. Јазот помеѓу цената на готовината и цената на фјучерсот е познат како база.[98] Разликата помеѓу претпоставената цена со тековниот тримесечен меѓубанкарски депозит и цената на фјучерсите е позната под називот едноставна база. Едноставната база се состои од две одделни компоненти: теоретска база и вредносна база. Теоретската база претставува разлика помеѓу претпоставената цена со тековната тримесечна меѓубанкарска депозитна стапка и претпоставената цена со теоретската пазарна цена на фјучерсите што се заснова на форвард стапките на готовинскиот пазар. Вредносната база претставува разлика помеѓу теоретската пазарна цена на фјучерсите и реалната цена на фјучерсите. Оваа база е мерка за тоа како потценетоста или преценетоста на фјучерс-договорот е поврзана со пазарната вредност. Вредносната база го одразува фактот дека фјучерс-договорот не се тргува задолжително според неговата математички пресметана теоретска цена, што произлегува од влијанието на пазарната осетливост, како и побарувачката и понудата. Теоретската и

[98] Ibid 97.

вредносната база се придвижуваат независно една од друга, како одговор на различните влијанија. Двете бази конвергираат кон нулата на последниот ден за тргување, кога се реализира финалната готовинска исплата на фјучерс-договорот.

Фјучерсите ѝ овозможуваат на банката одредување стапка за трансакцијата што ќе се реализира во иднина, позната под називот форвард стапка. Основата претставува разлика меѓу тековната стапка на готовинскиот пазар и форвард стапката на одреден датум во иднина. Со истекување на рокот на фјучерс-договорот, настанува конвергенција на неговата цена и стапката на готовинскиот пазар.

3.1.3. Свопови (Swaps)

Своповите претставуваат еден од најзначајните финансиски инструменти со кои се елиминираат ризиците што се однесуваат на флуктуацијата на каматните стапки и на девизните курсеви. Со нив се отстрануваат ризиците при водењето на политиката на ликвидност на претпријатијата. Првите своп-тргувања се појавиле во САД и Велика Британија во 1981 година. Клучните меѓународни банкарски институции ги одобрувале своите кредити со флуктуирачки стапки, при што било извршено заклучување на своп-трансакции заради прибирање на нови извори на средства по фиксни стапки и нивна замена со свопови со пониски флуктуирачки стапки.

Меѓу првите што ги прифатиле своп-трансакциите биле брокерите од лондонскиот пазар на пари. Нивната задача била да извршат замена на високите флуктуирачки каматни стапки (кои биле повисоки од LIBOR) со пониски фиксни каматни стапки. Во првите години своповите се реализирале помеѓу крајните корисници со посредна улога на брокерите. Во подоцнежната фаза од развојот банките ги преземаат своп-трансакциите и склучуваат договори со корисниците, како и со другите банки, од свое име и за своја сметка.

Суштината на секоја своп-трансакција е дека таа се склучува помеѓу лица кои се договараат да извршат замена на исплатата на една актива со друга. Можно е да се изврши своп на еден вид камата на кредит со друг вид камата и друг вид кредитен продукт, или на една валута со друга. За своп-трансакциите е карактеристично тоа што не се заменуваат меѓусебните долгови помеѓу два стопански субјекти, туку се врши исплата на каматата за

конкретен долг. Меѓусебните исплати на учесниците во своп-трансакциите се вршат по истекувањето на датумите утврдени со договорот за своп. Технологијата на исплатата на каматите се спроведува така што прво се врши пребивање на каматите и се исплатува само разликата на стопанскиот субјект кој има право на каматата. На денот на втасувањето на исплатите се врши трансфер на разликата помеѓу договорените страни.

Тоа укажува на фактот дека, спротивно од фјучерсите, своповите може да се исплатат само во готово. Со нив не се фиксираат комплетно цените, туку се фиксира само разликата на иницијалниот сет на цени.

3.1.3.1. Акциски свопови (Equity swaps)

Акциските свопови се замени на готовински приливи кај кои барем еден од индикаторите е акциски индекс. Сопственичка замена е кога едната „нога“ од трговскиот договор е врзана за индекс на акцискиот пазар, а другата нога е врзана за фиксно каматно плаќање, или е поврзан со пливачки курс. Акциските свопови претставуваат специфични замени во договорите, плаќањата на едната или на двете страни се поврзани со перформансите на акциите или акцискиот индекс. Понекогаш се употребуваат за да се избегнат задржувања на даноци, да се добие левериџ или да се обезбеди принос од сопственост без таа вистински да се поседува.

Берзанскиот индекс е мерка за перформансите на поединечна акција или кошничка акции. Индексите на обичните акции со кои е запознаен општиот инвеститор ги вклучуваат индексите на Стандард и Пурс 500, Дау Џонс или индексот на берзата во Торонто.

Во практиката постојат низа причини за користење на акциските размени од кои некои се мотивирани од индексното тргување. Оваа пасивна инвестициона стратегија претставува основа за развој на активностите на фонд-менаџментот. Наспроти обидот за купување поединечна акција која изгледа дека е потценета, преку некој од методите на фундаменталната анализа, индексниот механизам на тргување избира кошничка од акции кои се селектирани според способноста да го претставуваат општиот пазар или одреден сектор на берзата. Провизиите поврзани со фондот што е ангажиран во индексносто тргување се многу пониски од вообичаените затоа што инвестициониот менаџмент е

механички определен, односно користи познати техники и индекси кои ги изработуваат надворешни професионалци за одреден надоместок.

Во одреден случај се јавува можност да се повика дериватна банка и да се побара договарање на акциски своп со кој би се побарало да се уплатува вкупниот приход од акциите (дивидендите) од компанијата во периодот на исплата на дивидендите, за одреден временски период, а во замена да се добие фиксна уплата на готовина од дериватната банка, согласно со некој индекс на краткорочниот пазар на пари, намален за ширењето на хипотетичниот износ на акциите. Притоа акциската замена на поединечната акција не се одаочува. Дополнително се задржуваат сопственичките права на акциите кои се предмет на своп-договорот.

Акциските свопови се исклучително погодни за пазарите во земјите во развој. Иако се особено атрактивен инструмент, акциските свопови се засновани врз регулатива што е непозната и различна од онаа на која се навикнати инвеститорите. Покрај тоа пазарите во развој се често неликвидни пазари, што ги прави прохибитивно опасни и скапи за употреба на имотно водена инвестициона стратегија на избор на акции.

Акциските свопови може да им олеснат на инвеститорите да ги избегнуваат регулаторните рестрикции. Еден пример за тоа е канадската регулатива во врска со пензиските штедни планови. Канадските инвеститори се ограничени да пласираат повеќе од 20% од своите штедно-пензиски имоти во неканадски имоти.

Еден од начините да се избегнат ограничувањата претставува купувањето на квалитетни пензиски шеми во американски заеднички фонд. Со употреба на акциски своп купен од канадските банки, средствата би се инвестирале во канадски инвестициони продукти. Оваа акциска (имотна) замена му исплатува на фондот вкупен принос од американскиот акциски пазар.

Акциските свопови се моќна алатка во рацете на пасивниот инвестиционен менаџер, односно инвеститор кој бара да ги поврзе временските и даночните фактори на инвестиционите менаџери кои бараат можности за ширење на пазарот преку отворање на инвестициони можности на странските пазари, како и на просечниот инвеститор кој бара да ги зголеми своите приходи во пласмани што се оневозможени со одредени регулаторни бариери.

3.1.3.2. Свопови на каматни стапки (Interest rate swaps)

Една од најголемите компоненти на глобалниот дериватен пазар и дополнување кон пазарите на производите со фиксен принос е пазарот на свопови на каматни стапки. Своповите на каматни стапки се употребуваат за раководење и заштита од ризикот и изложеноста на каматната стапка, додека маркет мејкерите заземаат позиции во свопот кои се одраз на нивниот став за насоката на движење на каматните стапки.

Свопот на каматна стапка претставува договор меѓу две страни за реализација на периодични каматни исплати од една на друга страна во текот на времетраењето на свопот, врз основа на однапред одредена низа на датуми, заснован на хипотетичкиот износ на главнината.[99] Едната страна се јавува во улога на учесник со фиксна каматна стапка, која е договорена во моментот на тргување со свопот; додека другата страна е учесник со пливачка каматна стапка, која се одредува во текот на животниот век на свопот врз основа на упатување на специфичен пазарен индекс.

Главнината или хипотетичкиот износ не е предмет на физичка размена, па оттука се употребува терминот „вонбилансна позиција“, туку се употребува исклучиво за пресметување на каматните исплати. Плаќачот на фиксна каматна стапка добива пливачка каматна стапка и се смета дека има „долга позиција“ или врши купување на свопот. Според концептот, кај долгата позиција се врши купување на меница со пливачка каматна стапка и емисија на обврзница со фиксна каматна стапка, што значи во принцип има позајмени средства. Плаќачот на пливачка каматна стапка се смета дека има „кратка позиција“ или врши продажба на свопот. Според концептот, кај кратката позиција се купува купонска обврзница и се емитува меница со пливачка каматна стапка. Поради тоа свопот на каматни стапки претставува:

- договор меѓу две страни,
- размена на насоката на готовинските текови,
- се пресметува како процент на хипотетичен износ,
- се пресметува на различни каматни основи.

[99] Види J. Bicksler and A. Chen, “An economic analysis of interest rate swap”, *Journal of Finance*, 41, 3, 1986, стр. 645-55.

Разликите во кредитниот квалитет претставуваат дополнителна мотивација за пазарите на свопови. Сообразно на тоа, некои агенти може да имаат подобри заемски профили при краткорочните втасувања отколку при долгорочните втасувања. Други агенти остваруваат компаративна предност од зајмувањето на пари со долгорочни втасувања. Противтежа на кредитната способност е пристапувањето кон процена на нивната способност за враќање на позајмените пари во определено време. Доколку компанијата има добар кредитен рејтинг, ќе биде поспособна да го враќа кредитот отколку компанијата со понизок кредитен рејтинг. Овој ефект се зголемува со текот на времето. За кредитно рангираните агенти се олеснува позајмувањето на краток рок во однос на позајмувањето на долг рок, при што кај позајмувачите е зголемена сигурноста за помалата изложеност на ризикот на каматните стапки. Поради тоа би можело да се очекува дека при фиксните свопови со пливачки каматни стапки, субјектот кој сака да го направи свопот да плаќа фиксна каматна стапка, а да прима пливачка каматна стапка е, по правило, помалку кредитно способната страна во договорот.

Свопот на каматните стапки ѝ создава на страната со помала кредитна способност полесна можност, па дури и единствена можност, да позајми пари на подолг рок по пониска стапка, отколку што би била во можност да постигне на капиталните пазари со стекнување на релативна предност при позајмувањето на средства, во однос на групите кредити со пократки рокови на втасување.

3.1.3.3. Вреднување на свопови

Цените на ванила-своповите[100] се пресметани како распон над референтниот владин принос на обврзниците во соодветната валута, при што распонот на свопот претставува функција на кредитниот распон што се бара од страна на пазарот над владината каматна стапка. Овој метод е погоден поради фактот што банките ги употребуваат владините обврзници како основен инструмент за заштита од ризик кај сметководствените книги на своповите. Поради тоа што најголем дел од тргувањето со свопови на банките се

[100] Кога се зборува за „ванила“, се мисли на едноставни свопови или деривати во нивната најчиста оригинална форма или дизајн. Сите други надградби и приспособувања кон поединечните зделки се нарекуваат неванила-трансакции.

спроведува со употреба на нестандардни, специјално креирани свопови, овој метод во одредени случаи е премногу сложен затоа што секој своп треба да има пресметано сопствен распон кој ќе одговара на специфичните карактеристики. Како резултат на тоа, банките употребуваат стандарден метод за вреднување на сите свопови, познат како нулта-купонско вреднување на свопови.

Нулта-купонските стапки, или спот-стапките, се реални каматни стапки за одреден период до достасување. При нулта-купонско вреднување на свопови, банката ги прикажува сите свопови како серии на готовински текови. Нулта-купонските стапки кои се прифатени за секоја вредност и цена на свопот се употребуваат за вреднување на готовинските текови. Според тоа, за да се одреди вредноста на свопот, готовинските текови на секој своп се пресметани според сегашната вредност со употреба на спот стапки, при што сумата на сегашните вредности претставува вредност на свопот.

Кај свопот фиксните исплати се однапред познати, па поради тоа е едноставно да се пресмета нивната сегашна вредност. Сегашната вредност на исплатите со пливачка каматна стапка се пресметува во две фази. Прво, претпоставените форвард стапки се пресметуваат на следниот начин:[101]

$$rf_i = \left(\frac{df_i}{df_{i+1}} - 1 \right) N \qquad (1.4)$$

каде

rf_i е форвард стапката за еден период што започнува во време i,

df_i е дисконтен фактор за периодот на достасување i,

df_{i+1} е дисконтен фактор за периодот $i + 1$,

N е број на пати во текот на годината на исплата на купоните.

Според дефиницијата, пливачките каматни стапки не се однапред познати, па затоа се предвидуваат од страна на банката со употреба на форвард стапките што се применуваат на секој датум на исплата. Форвард стапките се оние стапки кои во моментот се

[101] Ibid 98.

претпоставени со спот стапките. Вкупната вредност на фиксната и пливачката нога е сумата од сегашните вредности, при што вредноста на вкупниот своп претставува нето сегашна вредност на фиксната и пливачката нога.

Ако се земе предвид дека терминот нулта-купон се однесува на каматната стапка што се применува кај дисконтниот бескупонски инструмент кој има еден готовински тек (при достасувањето), не е неопходно функционирање на нулта-купонскиот пазар на обврзници со цел да се конструира нулта-купонската крива на принос. Во практиката доминираат финансиските модели за вреднување кои употребуваат комбинација од следните инструменти за конструирање на нулта-купонските криви на принос:

- депозити на пазарот на пари
- фјучерси на каматни стапки
- форварди
- владини обврзници

Штом еднаш се изведе нулта-купонската крива на принос (терминска структура), се употребува за вреднување на идните готовински текови кои достасуваат во кое било време на терминската структура. За пресметување на вредноста на свопот на каматната стапка, се врши пресметка на сегашната вредност на готовинските текови поодделно со употреба на нулта купонски стапки и сумирање на сите готовински текови. Нето сегашната вредност на свопот претставува нето разлика помеѓу сегашните вредности на фиксната и пливачката нога.

Своп-трансакциите се склучуваат со банките и се реализираат со нивно посредување. Со договорот за своп се дефинира каматната стапка која претставува базна стапка за пресметување на меѓусебната камата. Таа стапка се нарекува референтна стапка. Флуктуирачката каматна стапка се дефинира со тримесечен или шестмесечен LIBOR, зголемен за одреден процент, наречен ширење, а се изразува во поени (100 поени = 1%). Фиксните каматни стапки се дефинираат како каматни стапки на благајничките записи, односно на државните записи, зголемени за ширењето. Мотивите за склучување своп-трансакции лежат во можноста заемокорисниците да користат кредити по поповолни услови, со можност постојните каматни стапки постојано да ги заменуваат со други, поповолни стапки.

Иницијално, свопот претставува размена на фиксна обврска со флуктуирачка, променлива обврска. Еден субјект добива фиксна каматна стапка со позајмување на средства по фиксна стапка. Поради тоа продавачот на фиксната обврска фигуративно се нарекува – едната нога[102], а купувачот – другата нога.

Свопот најчесто се користи кога се издаваат обврзници каде се врши исплата на фиксна купонска стапка, со цел да се реинвестираат прибраните пари во обврзници што носат флуктуирачка стапка.

Според тоа, може да се заклучи дека:

- своп се исплатува на одреден датум во готово,
- износот за плаќање претставува разлика помеѓу разликата во цените на датумот на тргувањето и датумот на извршувањето на свопот,
- ако трговецот очекува паралелна промена надолу низ целата крива на каматните стапки, за него ќе биде подобро тргување со фјучерси на каматни стапки затоа што релативната вредност на фиксните и флуктуирачките исплати нема да се менува.

3.1.3.4. Валутен своп (Currency swap)

Кај валутниот своп настанува обединување на спот и терминските трансакции, односно тој претставува симултано спот купување или продажба на валути и нивна форвард-продажба или купување. Двете цени се фиксирани во една трансакција.

На денот на достасување на свопот настанува размена на главнините, но во одредени случаи постои размена на главнините на почетокот на реализација на свопот. Во случај на размена на валутите на почетокот на реазлизација на свопот, по постојниот спот девизен курс за двете валути, одредените суми ќе бидат повторно разменети на денот на достасување. Во текот на времетраењето на свопот, договорните страни реализираат каматни исплати во валутата која ја примиле при размена на главнините. Поради тоа може да се претпостави дека размената на истата сума при достасувањето предизвикува во

[102] Заемодавачот, според банкарската терминологија, или примач, според своп-терминологијата (првата нога, зајмувачот) добива можност за фиксна наплата, а купувачот на фиксната обврска (втората нога, должникот) плаќа фиксна стапка (плаќач).

одредена мера пораст на валутниот ризик, меѓутоа оваа карактеристика го отстранува секој елемент на валутен ризик од своп-трансакцијата.

Валутните свопови често се употребуваат во кохезија со емисиите на обврзници од страна на кредитобарателите кои настојуваат да ги искористат можностите на различните пазари, а притоа не ја побаруваат соодветната валута на пазарот. Врз основа на употребата на валутниот своп, компанијата може да ги зголеми средствата практично на секој пазар и да ги размени приходите во бараната валута. Банката запишувач на заем која е одговорна за емисијата на обврзници, ја договара реализацијата на валутниот своп. Поради тоа кај валутниот своп размената на главнината упатува на фактот за задолжително сметководствено евидентирање на вредноста на износите на главнината, која е зависна од постојниот спот девизен курс помеѓу двете валути.

Валутниот своп со исплата на фиксна каматна нога се вреднува според пазарната вредност на своп-стапката за секоја валута која ќе донесе нулта нето сегашна вредност. Тоа значи дека двете своп-стапки кај фиксно-фиксниот валутен своп ќе бидат идентични со своп-стапката со ист рок на достасување за секој валутен своп на каматни стапки.

Пливачко–пливачкиот валутен своп се вреднува на истиот начин, со таа разлика што за вредносни цели исплатите со пливачка нога се заменети со размена на главнините. Фиксно-пливачкиот валутен своп се вреднува според фиксната каматна стапка на свопот за валутата со фиксна нога и според LIBOR, или соодветна референтна стапка за пливачката нога.

3.1.4. Опции (Options)

Како инструмент за управување на ризикот, опциите им обезбедуваат на банките хеџинг на пазарната изложеност, но и стекнување корист од доминантните движења на пазарот, со што поседуваат исклучителни карактеристики во однос на останатите хеџинг деривати. Поради тоа што опциите обезбедуваат право за реализација на одредена трансакција, но не и обврска, нивниот профил за исплата се разликува од останатите финансиски средства, како готовински, така и вонбилансни ставки. Тоа доведува опцијата да се смета како одреден вид политика за осигурување, наместо едноставен хеџинг

инструмент, затоа што лицето кое ја купува опцијата заради остварување хеџинг цели има право на договорената цена по која опцијата може да се реализира.

Опциите се употребуваат и како сегмент при шпекулативното или арбитражното тргување, додека опциските маркет мејкери стекнуваат приноси од профитабилното управување со ризикот на сметководствените книги на опциите.

Опцијата претставува договор при кој купувачот има право, но не и обврска, да купи или продаде основно средство по однапред одредена цена во текот на одреден временски период.[103] Продавачот на опцијата, познат како запишувач, му го обезбедува ова право на купувачот, за возврат на кое ја прима цената на опцијата, позната под терминот премија. Опцијата која го обезбедува правото да се купи средството е наречена кол-опција, додека опцијата која обезбедува право да се продаде средството е наречена пут-опција. Купувачот на опцијата има долга позиција во опцијата, додека продавачот на опцијата има кратка позиција во опцијата. Ако се има предвид дека опциите му обезбедуваат право на купувачот да ја реализира трансакцијата, но не и обврска, нивните карактеристики за ризик/принос се разликуваат од останатите финансиски продукти. Профилот на исплата при чување на опција е различен од профилите кај кој било друг инструмент.

Профилот на исплата кај кол-опцијата е истоветен како и кај останатите дериватни инструменти, како што се форвардите и своповите, така и кај готовинските инструменти, како што се обврзници или акции. Тоа значи дека профилот на исплата има линеарни карактеристики, без оглед на тоа дали се работи за купување или продажба на договорот.

Притоа имателите на долги и кратки позиции кај опциите немаат иста симетрија кај профилот на исплата. Купувачот на кол-опцијата ќе оствари корист доколку се зголеми цената на основното средство, но нема да оствари загуба при намалување на цената. Продавачот на кол-опцијата ќе оствари загуба доколку се зголеми цената на основното средство и нема да оствари корист во случај на намалување на цената. Купувачот има право, но не и обврска, додека продавачот има обврска доколку е договорена цената по која се реализира опцијата. Наплатената премија за опцијата претставува компензација на продавачот за обезбедување на правото на купувачот.

[103] D. Chance, "*An Introduction to Options and Futures Markets"*, Dryden Press, 1989.

Опциите првенствено се изведувале врз основа на вредноста на стоките, како што се пченица или шеќер. Денес овие опции се наречени стокови опции, додека опциите изведени врз основа на финансиски средства се наречени финансиски опции. Едно лице може да купи или продаде опција изведена од широк опсег на основни инструменти, вклучително и финансиски продукти како што се: странски валути, обврзници, акции и стоки и деривати како што се фјучерси, свопови, берзански индекси и останати опции.

Берзанското тргување со опции започнува во 1973 година на Чикашката берза на опции. Покрај Чикашката берза, најактивни берзи за тргување со опции се берзите за финансиски деривати во Лондон, Франкфурт, Париз, Стокхолм и Цирих. Како и кај пазарот на финансиски фјучерси, многу важна улога во берзанското тргување имаат и т.н. клириншки куќи. Овие институции гарантираат извршување на трансакција со тоа што се појавуваат на спротивната страна на трансакцијата, ако оригиналниот учесник во трансакцијата не успее да го изврши својот дел од обврската.

3.1.4.1. Елементи на опцискиот договор

Постојат разни видови опции, но за сите нив е заедничко тоа што опцискиот договор му дава право на имателот, но не и обврска, да купи или продаде одреден финансиски имот по претходно дефинирана цена.

Основни елементи кај опцискиот договор се:[104]

- основната хартија од вредност (од чија вредност е изведена вредноста на опцијата);
- опциската премија – цената на опцијата платена на продавачот од страна на купувачот;
- продавачот на опцијата – кој е обврзан да ги исполни барањата на купувачот;
- реализационата (ударната) цена – цената на извршувањето на опцијата која е претходно фиксирана, т.е. одредена на денот на склучувањето на договорот и имателот на опцијата по таа цена го купува или продава средството што е предмет на договорот;

[104] John C. Hull, *Introduction to Futures and Options Markets*, Engkewood Cliffs, 1997, стр. 57.

- рокот на важење на опцијата – периодот на важењето на опцијата лимитиран со датумот дефиниран во договорот, кога истекуваат правата на имателот на опцијата. Во однос на овој елемент на опциските договор, постојат 2 типа опции:
    - Европски тип опции: кај овој тип опции реализацијата на правото е можна само на денот на втасувањето на опцијата;
    - Американски тип опции: реализацијата на опцијата е можна во текот на целиот рок на важењето.

Опциските договори со кои се тргува на берзите се нарекуваат тргувани опции. На пример, кол-опција претставува право да се купи одреден износ на хартии од вредност по одредена цена на денот или пред договорениот ден. Хартијата од вредност која е дел од опциските догвор се вика основна хартија од вредност. Цената по која може да се купи хартијата од вредност се вика удар или цена на употреба. Последниот ден на кој опцијата може да се реализира се вика ден на истекување на важноста. Со кол-опцијата купувачот има право да ја изврши опцијата. Издавачот на опцијата има обврска да ја изврши зделката доколку купувачот реши да го искористи тоа право. Опцијата ќе се реализира само ако берзанската цена ја надминува цената договорена со опцијата – strike.[105]

3.1.4.2. Дефинирање на куповната и продажната опција

Кол-опцијата, на купувачот му дава право, но не и обврска, да купи одредена актива на одреден ден, по однапред фиксирана цена.

Пут-опцијата на купувачот му дава право, но не и обврска, да продаде одредена актива на одреден ден, по однапред фиксирана цена.

Купувачот нема да ја реализира кол-опцијата ако цената на имотот е пониска од цената на реализација на опцијата. Во овој случај опцијата ќе истече, а купувачот ќе ги загуби парите вложени за плаќање на премијата.

Опциите се купуваат во следниве ситуации:

[105] Под strike се подразбира удар. Во преносна смисла, зборот означува дека имателот на опцијата, односно на опциските договор, може да „удри“ или да ја искористи и да оствари добивка ако се создале услови за тоа.

- Растечка, експанзивна (bullish) – лицето кое купува кол-опција очекува пазарните цени да одат нагоре. Во оваа ситуација купувачот на кол-опцијата се стекнува со право да ја купи активата по цена која ќе му биде од корист, т.е. што ќе биде профитабилна за него.
- Опаѓачка, рецесивна (bearish) – лицето кое купува пут-опција очекува пазарните цени да паѓаат. Во оваа ситуација купувачот на пут-опцијата стекнува право да ја продаде активата по цена која ќе му донесе корист, т.е. што е профитабилна за него.

Опциите се продаваат во следниве ситуации:

- Рецесивна (bearish) – лицето кое продава кол-опција очекува пазарните цени да паѓаат. Во оваа ситуација продавачот на кол-опцијата добива обврска да ја купи активата по цена што не е корисна, т.е. е непрофитабилна за него.
- Експанзивна (bullish) –лицето кое продава пут-опција очекува пазарните цени да одат нагоре. Во оваа ситуација продавачот на пут опцијата добива обврска да ја продаде активата по цена што не е корисна, т.е. е непрофитабилна за него.

Опциската премија претставува пазарна цена на опцијата. Оваа премија може да се декомпонира на два дела:

- вистинска вредност,
- временска вредност.

Вистинската вредност на опцијата претставува разлика помеѓу тековната пазарна цена на средството што е предмет на договорот на одреден ден и цената на извршувањето на опцијата.

Временската вредност на опциите претставува разлика помеѓу опциската премија и вистинската вредност на опцијата. Вообичаено е во текот на рокот на втасувањето на опцијата таа да има повисока пазарна цена од својата вистинска вредност. Во самиот момент на втасувањето на опцијата нејзината временска вредност се сведува на нула.

Кога двете цени на опцијата се еднакви, односно цената на реализацијата е еднаква на тековната пазарна цена, тогаш опцијата не носи ни добивка ни загуба, т.е. станува збор за опција со еднаква цена (at-the-money). Кога тековната пазарна цена на договореното средство е поголема од цената на извршувањето на опцијата, се смета дека опцијата носи добивка или дека е натценета (in-the-money). Кога тековната пазарна цена на акцијата е

помала од цената на извршувањето на кол-опцијата и кога тековната пазарна цена на акцијата е поголема од цената на извршувањето на пут-опцијата, се смета дека опцијата носи загуба или дека е потценета (out-of-the-money).

3.1.4.3. Моделот на опција Блек-Шолс (The Black-Scholes option model)

Моделите за вреднување на опциите се базирани врз една од двете методологии, иако и кај двата типа се употребени во основа идентични претпоставки. Првиот метод се заснова на решението на парцијалната диференцијална равенка на моделот на цената на средството, што е еквивалентно со очекуваната исплата на опцијата, т.е. основа на моделот Блек-Шолс. Вториот тип на модел го користи методот на повторување и за првпат е воведен од Харисон и Крипс во 1979 година, дополнет од Харисон и Плиска во 1981 година, каде цената на средството во време нула е дадена со дисконтираните очекувани идни исплати, според соодветна мерка на веројатност, позната како ризично-неутрална веројатност.

Со цел да се овозможи употреба на моделите за вреднување на опциите, се утврдува состојбата на пазарот, позната како совршен пазар[106], каде постои возможен финансиски пазар. Тоа е состојба каде постои неарбитражно вреднување, така што не постои можност за креирање безризична арбитража, што се должи на неточни форвард каматни стапки. Својството на повторување на однесувањето на цените на средствата определува дека точната проценка на идната цена на средството може да се добие од тековната информација за цената. Поради тоа, како релевантна информација која се употребува за пресметување на форвард цената на средството е последната информација за цената.

Моделот на опција Блек-Шолс го опишува процесот за пресметување на реална вредност на европската кол-опција под одредени претпоставки и со исклучок на цената на основното средство S и времето t, сите варијабли во моделот се претпоставува дека се константни, вклучително и нестабилноста.

Моделот тргнува од следните претпоставки:

- Ги исклучува трансакционите трошоци и пазарот овозможува кратка продажба.

[106] Состојба за првпат предложена од Arrow и Debreu (1953, 1954).

- Постои континуирано тргување.
- Цената на основното средство го следи геометриското Брауново движење[107], со варијанса пропорционална на квадратниот корен од цената на средството.
- На средството не се исплатува дивиденда.
- Каматната стапка во текот на важноста на опцијата е позната и константна.
- Опцијата може да се реализира на денот на истекување на рокот.

Моделот Блек-Шолс претставува едноставен и прецизен модел за објаснување, а една од неговите предности е дека без тешкотии може да се модифицира за управување со останатите типови на опции, како што е размената на девизи и опциите на каматни стапки. Претпоставката за однесувањето на цената на основното средство во текот на времето, позната како Винеров процес, каде a е очекуваниот принос на основното средство и b е стандардната девијација на приносите на цената, се прикажува на следниот начин:

$$\frac{dS}{S} = adt + bdW \tag{1.5}$$

При креирање на моделот Блек-Шолс се тргнува од претпоставката дека финансиското средство е утврдено со неговата конечна исплатна вредност, па оттука, кога се врши вреднување на опцијата, се бара реалната вредност на опцијата во иницијалното време на искористување на опцијата, која вредност претставува функција на очекуваната конечна исплата на опцијата, дисконтирана на денот на искористување на опцијата.

Од дефиницијата за кол-опцијата може да се утврди очекуваната вредност на опцијата со достасување T, како:

$$\mathrm{E}(\mathrm{C}_T) = \mathrm{E}\left[\max\left(S_T - X, 0\right)\right] \tag{1.6}$$

каде

S_T е цената на основното средство со достасување T

[107] Брауновото движење претставува веројатно случајно пливање на честички задржани во флуидот (течност или гас), или математички модел кој се употребува за да се опишат ваквите случајни движења, што се нарекува единечна теорија. Често цитиран пример за Брауновото движење се флуктуациите на берзата, при што движењето на цените на акциите може да биде поттикнато од непредвидени настани кои не се повторуваат.

X е ударната цена на опцијата

Притоа се јавуваат два можни резултати кои произлегуваат од достасувањето, или опцијата ќе истече со натценета вредност и резултатот ќе биде S_T - X, или опцијата ќе биде со потценета вредност и резултатот ќе биде 0. Доколку се утврди терминот *p* како веројатност, при што на денот на истекување на рокот S_T > X, равенката може да се состави на следниот начин:

$$E(C_T) = \rho \times \left(E\left[S_T | S_T > X \right] - X \right) \tag{1.7}$$

каде $E\left[S_T | S_T > X \right]$ е очекуваната вредност на S_T кога S_T > X. Равенката (1.7) дава објаснување за очекуваната вредност на кол-опцијата на денот на достасување.

За да се добие реална цена на опцијата во времето на нејзиното искористување, дадената вредност во претходната равенка треба да се дисконтира до нејзината сегашна вредност, и тоа:

$$C = p \times e^{-rt} \times \left(E\left[S_T | S_T > X \right] - X \right) \tag{1.8}$$

каде r е континуирана сложена безризична каматна стапка и t е времето од денес до достасувањето. Поради тоа за да се вреднува опцијата, се бара веројатноста p при која опцијата истекува со натценета вредност, што е последен израз во равенката (1.8). За да се пресмета *p*, се претпоставува дека цената на средството го следи стохастичкиот процес кој овозможува да се образува функцијата на веројатност.

Моделот на опција Блек-Шолс се заснова на решението на следната парцијална диференцијална равенка:

$$\tfrac{1}{2}\sigma^2 S^2 \left(\frac{\partial^2 C}{\partial S^2} \right) + rS\left(\frac{\partial C}{\partial S} \right) + \left(\frac{\partial C}{\partial t} \right) - rC = 0 \tag{1.9}$$

според соодветните параметри.

Веројатноста p дека цената на основното средство на денот на достасувањето го надминува X е еднаква на веројатноста дека приносот за временскиот период на поседување на опцијата ќе надмине одредена критична вредност. Ако се земе предвид дека приносите на средството се дефинирани како логаритам во однос на цената, се бара p изразена со следната равенка:

$$p = prob\left[S_T > X\right] = prob\left[return > \ln\left(\frac{X}{S_0}\right)\right] \tag{1.10}$$

каде S_0 е цената на основното средство во времето на искористување на опцијата. Веројатноста дека нормално дистрибуираната варијабла x ќе ја надмине критичната вредност x_c е дадена со равенката:

$$\mathrm{P}\left[x > x_c\right] = 1 - N\left(\frac{x_c - \mu}{\sigma}\right) \tag{1.11}$$

каде μ и σ се просечната и стандардната девијација од x соодветно и $N(\ )$ е кумулативната нормална дистрибуција. Од однесувањето на цената на средството е познато дека изразот за μ е логаритам на приносите на цената на средството, додека стандардната девијација на приносите е $\sigma\sqrt{t}$. Врз основа на овие претпоставки и со комбинација на претходните две равенки, се добива дека:

$$prob\left[S_T > X\right] = prob\left[return > \ln\left(\frac{X}{S_0}\right)\right] = 1\text{-}\ N\left(\frac{\ln\left(\frac{X}{S_0}\right) - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) \tag{1.12}$$

Врз основа на условите на нормалната дистрибуција, симетричната форма означува дека може да се постигне веројатноста на настанот базиран на 1-$N(d)$, што е еднакво на $N(-d)$. Поради тоа постои можност за изведување на следната врска:

$$p = prob\left[S_t > X\right] = N\left(\frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) \tag{1.13}$$

Нареден чекор при креирање на моделот Блек-Шолс е да се утврди формула за пресметка на очекуваната вредност на опцијата на денот на истекувањето на нејзината важност. За нејзино утврдување е неопходно да се изврши интегрирање на кривата на нормална дистрибуција во дијапазон од *X* до бесконечност.

$$E\left[S_T \middle| S_T > X\right] = S_0 e^{rt} \frac{N(d1)}{N(d2)} \tag{1.14}$$

каде

$$d_1 = \left(\frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right)$$

и

$$d_2 = \left(\frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

Притоа се добива моделот за вреднување на опцијата Блек-Шолс за европската кол-опција, изразен преку равенката:[108]

$$C = S_0 N(d_1) - Xe^{-rt} N(d_2) \tag{1.15}$$

каде

[108] Moorad Choudry, Didier Joannas, Gino Landuyt, Richard Pereira & Rod Pienaar, *Capital Market Instruments: Analysis and Valuation*, New York, Palgrave Macmillan, 2010.

S_0 е цената на основното средство во времето на искористување на опцијата,

X е ударната цена,

r е континуирана сложена безризична каматна стапка,

t е достасувањето на опцијата.

Равенката која го претставува моделот Блек-Шолс утврдува дека реалната вредност на кол-опцијата претставува очекуваната сегашна вредност на опцијата на денот на истекување на рокот на опцијата, под претпоставка дека цените ја следат логнормалната дистрибуција.

$N(d_1)$ и $N(d_2)$ претставуваат кумулативни веројатности од нормалната дистрибуција за добивање на вредностите d_1 и d_2. $N(d_1)$ е делта на опцијата.[109] Изразот $N(d_2)$ ја претставува веројатноста дека опцијата ќе биде реализирана. Изразот e^{-rt} е сегашната вредност на една готовинска единица добиена за t периоди од времето на искористување на опцијата.

Воведувањето на моделот Блек-Шолс претставува сериозен пресврт во развојот на глобалните пазари на капитал и важи за еден од најзначајните модели за вреднување. Меѓутоа, голем број економски експерти укажаа на дел од слабостите на моделот кои произлегуваат од природата на основните претпоставки врз кои почива моделот. Основните критики на моделот на опција Блек-Шолс се однесуваат на:

- Претпоставката за неконфликтен пазар; во најдобар случај ова е апроксимативно точно за крупните соработници на пазарот.
- Константна каматна стапка што претставува најнереална претпоставка на моделот. Каматните стапки дури и во најкуса временска рамка (стапка преку ноќ) значително флуктуираат. Покрај динамичната краткорочна стапка, приносите што се добиваат во период пократок од една година се движат во спротивна насока од движењето на цените на основното средство, особено кај обврзниците и опциските обврзници.

[109] Делта на опцијата е сензитивноста на опциската цена на многу мали промени во цената на основниот инструмент.

- Логнормалната дистрибуција е прифатена од пазарот како оправдана претпоставка, но не е целосно точна и не ги зема предвид екстремните движења или пазарните шокови.
- Примена единствено кај европската опција; иако во ретки ситуации американските опции се реализираат предвремено, во одреден случај е оптимално да се спроведе таква реализација, а моделот Блек-Шолс не ги вреднува овие ситуации.
- За опциите на акции, претпоставката за континуиран константен дивиденден принос е нереална, и покрај постоење на тренд на пазарите во САД за целосно прекинување на исплатата на дивиденди кај обичните акции.

3.1.5. Кредитни деривати

Едно од најзначајните достигнувања на пазарите за деривати од крајот на ’90-тите години претставува растот на кредитните деривати. Во 2000 година вкупната хипотетичка главнина за неотплатените договори на кредитни деривати изнесуваше 800 милијарди долари. Во декември 2009 година износот достигна ниво од 32 трилиони долари.

Кредитните деривати претставуваат финансиски договори кои се креирани за хеџинг на изложеноста на кредитниот ризик, преку осигурување од поднесените загуби поради појава на кредитни настани. Кредитните деривати им овозможуваат на инвеститорите стекнување на изложеност на кредитен ризик на средствата, без реално инвестирање на готовина.

Кредитните деривати се базирани врз едноставен принцип: инвеститорите се склони кон изложеност на долг кој е поврзан со ризик од неизвршување на обврските поради повисоките приноси на овие понуди. Изложеноста на долгот придонесува за појава на кредитен ризик. Флексибилноста на кредитните деривати обезбедува низа предности за нивните корисници, а фактот дека се работи за продукти со кои се тргува на пазарот преку шалтер упатува на начинот на кој се креирани кредитните деривати за да ги задоволат специфичните барања на корисниците.

Кредитниот настан е дефиниран во законските документи врз кои се темели договорот за кредитни деривати. Низа настани може да се дефинираат како кредитни настани каде не се исполнети очекувањата при комплетната стечајна постапка, управувањето или

ликвидацијата на компанијата. На пример, договорите за кредитните деривати можат да бидат исплатени според техничко или реално неизвршување на обврските.

Техничкото неизвршување на обврските претставува задоцнување во навремената исплата на обрската или целосно неплаќање. Задоцнувањето може да настане поради оперативни причини, или да претставува одраз на краткоточната криза во готовинските текови, каков што беше случајот со тримесечното неплаќање на долгот во Аргентина. Во случај должникот да се изјасни дека има намера да ја плати обврската во најкраток можен рок и утврди временски интервал од еден до три месеци, се смета дека постои само техничко, но не и реално неизвршување на обврските. Кога должникот се соочува со реално неизвршување на обврските, станува збор за објавено неизвршување на обврските. Притоа, доколку должникот не ја извршил исплатата, ниту се изјаснил дека има намера да ја плати обврската, од страна на рејтинг агенциите се врши нејзино класифицирање во категоријата „неизвршување на обврските“ и се доделува рејтинг „D“.

Кредитните деривати им овозможуваат на учесниците на финансискиот пазар да тргуваат со кредити на ист начин како со средствата поради можноста за изолирање и пренос на кредитниот ризик. Покрај тоа кредитните деривати му овозможуваат на пазарот одделување на ставовите во однос на финансирањето од кредитниот ризик.

Кредитните деривати имаат примена во следните основни сегменти:

- Диверзификација на кредитното портфолио. Банкарскиот или портфолио менаџерот може да преземе кредитна изложеност со обезбедување кредитна заштита за која добива соодветна провизија. Поради тоа настанува зголемување на приходот во портфолиото. Покрај тоа банкарскиот или портфолио менаџерот може да продава кредитни деривати за да им овозможи на нефинансиските учесници стекнување кредитна изложеност, доколку не се во можност да извршат директно купување на средства. Врз основа на тоа банкарскиот или портфолио менаџерот ја извршуваат улогата на кредитен интермедијатор.
- Намалување на кредитната изложеност. Банката може да ја намали кредитната изложеност за поединечниот заем или за секторската концентрација со купување на своп за кредитна несолвентност. Оваа ситуација може да биде погодна за средствата кај кои не постои можност за нивна продажба поради поврзаноста со клиентите или даночни причини. За менаџерите со фиксен приход, одредено

средство или група на средства може да се смета како привлечна инвестиција на долг рок, но придружена од ризикот поради надолното движење на краткорочните цени. Во овој случај продажбата не е усогласена со долгорочните цели, меѓутоа краткорочната кредитна заштита може да се оствари со кредитен своп. На пример, банката може да купи кредитна заштита на претпријатие рангирано со рејтинг „ВВ“ од банка рангирана со „АА“. Притоа се извршило елиминирање на кредитниот ризик за претријатието рангирано со „ВВ“ и негова супституција со ризикот на договорната страна рангирана со „АА“.

Зголемената конкуренција помеѓу комерцијалните банки, комбинирана со интензивната дезинтермедијација, покажа дека банките се принудени да ја оценат својата кредитна политика во насока на подобрување на профитабилноста и приносот на капитал. Употребата на кредитните деривати им помага на банките при преструктуирање на нивната деловна активност, поради можноста да извршат препакување и поделба на кредитниот ризик со задржување на средства во билансот на состојба и одржување на поврзаноста со клиентите. Поради фактот дека со инструментите се врши изолирање на одредени апекти од кредитниот ризик од основниот заем или обврзница и нивно пренесување на друг ентитет, можно е одделување на сопственоста и управувањето кај кредитниот ризик од останатите карактеристики на сопственост кај соодветните средства.

За портфолио менаџерите со фиксен доход употребата на кредитните деривати овозможува низа предности, и тоа:

- Кредитните деривати може да бидат специјално создадени за да одговорат на специфичните барања на ентитетот кој ја купува заштитата од ризик, наспроти ликвидноста или рокот на основното средство.
- Кредитните деривати може „да овозможат продажба на хартии од вредност без нивно поседување со очекување за нивно купување пред испораката по пониска цена“ без ликвидносен ризик или рестрикции при испораката поради тоа што се тргува со специфичен кредитен ризик.
- Поради фактот дека кредитните деривати од теоретски аспект овозможуваат изолација на кредитниот ризик од останатите фактори, како што се поврзаноста со клиентите и каматниот ризик, нивната употреба претставува основа за воведување формален механизам на вреднување на кредитните ставки.

- Штом ќе се изврши вградување на кредитните деривати во одредени продукти со фиксен приход, како што се структуираните меници и кредитно поврзаните меници, тие стануваат дел од категоријата вонбилансни инструменти што се одликуваат со исклучителна флексибилност и левериџ, како и останатите финансиски деривати.
- Кредитните свопови им овозможуваат на институциите опсервација на кредитните позиции за искористување на предностите од согледаните неправилности во цената на секундарниот пазар за заеми и обврзници, како и цената на кредитниот ризик.

Основни карактеристики на кредитните деривати се:

- референтниот ентитет што претставува средството или називот врз основа на кој се врши купување или продажба на кредитната заштита;
- кредитниот настан кој укажува дека референтниот ентитет се соочува со финансиски тешкотии и дејствува како активатор на настаните кои доведуваат до исплати кај договорот за кредитни деривати;
- механизам на исплата на договорот, без оглед на тоа дали станува збор за готовинска или физичка исплата;
- испорака на обврската која купувачот на заштитата му ја испорачува на продавачот на заштитата при појава на активираниот настан.

Кредитните деривати се групирани во две групи: финансирани и нефинансирани инструменти. Кај финансираните кредитни деривати, како што е кредитно поврзаната меница (credit-linked notes), инвеститор на меницата е продавачот на кредитна заштита кој извршува авансно плаќање на купувачот на заштитата при купувањето на меницата. Според тоа, купувачот на заштитата претставува емитент на меницата. Кога во текот на животниот век на меницата не се реализира кредитниот настан, амортизационата вредност на меницата се исплатува на инвеститорот на денот на достасувањето. Во случај на реализирање на кредитниот настан, на денот на достасување на инвеститорот ќе му биде исплатена пониска вредност од просечната вредност. Вредноста ќе биде намалена за номиналната вредност на соодветното средство со кое е соединета кредитно поврзаната меница.

Кај нефинансираните кредитни деривати, како што е свопот за кредитна несолвентност, продавачот на заштитата не извршува авансно плаќање на купувачот на

заштитата. Наместо тоа продавачот на заштитата ќе ја плати номиналната вредност на договорот при реализација на кредитниот настан, намалена за тековната пазарна вредност на средството или за отпишаната вредност.

3.1.6. Кредитни свопови

Корпорациските обврзници се тргуваат според премија на безризичните приходни линии во иста валута. Американските корпоративни обврзници се продаваат според премија (или кредитно ширење) на кривата на американските државни обврзници. Кредитното ширење е нестабилно и може да биде во корелација со нивото на каматните стапки. При опаѓање на економската активност амбиентот на ниски каматни стапки, комбинирани со силен домашен раст, може да предизвика ширењето на обврзниците да биде намалено во однос на претходно достигнатите просеци. Корпорациите што емитувале обврзници, за полесно да го прифатат готовинскиот тек, ќе сметаат на корпоративните обврзници и инвеститорите ќе бидат склони кон остварување на премија која би ја додале на безризичната стапка.

Ако се претпостави нормално однесување на фонд-менаџерите, специјалисти за корпоративни обврзници, кои имаат преглед на движењето на кредитното ширење на кое тие би сакале да дејствуваат без преземање специфична позиција во својот индивидуален корпоративен индекс или корпоративна обврзница, тогаш единственото што би можело да се преземе за да се добие вредност е да се влезе во кредитна замена.

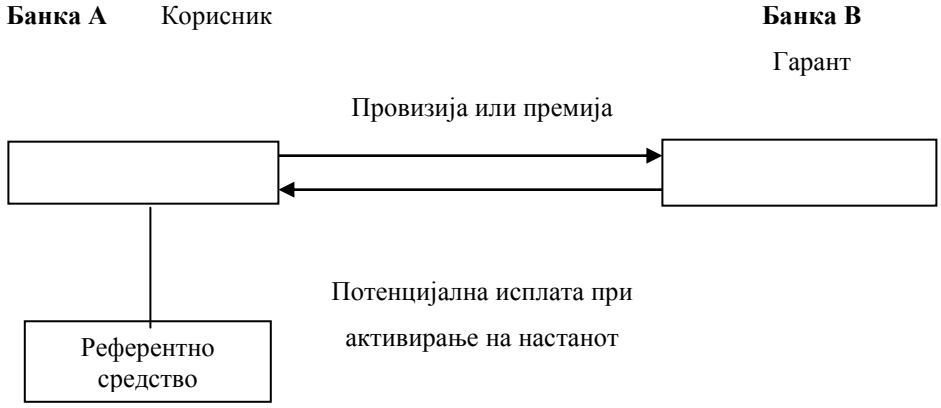
Во случај кога менаџерот смета дека кредитното ширење ќе се стеснува и дека каматните стапки ќе продолжат да опаѓаат, ќе посака да влезе во своп за кој би ја платил премијата на корпоративната заработка за период од шестмесечни интервали, наспроти остварувањето на фиксен приход еднаков на државните заработки, плус корпоративното кредитно ширење. Тоа го прави за да се вклопи во некаков индекс, одреден да го следи, дури и во случај да треба да плати за да го избегне индивидуално заработениот фиксен приход. Ова претставува вонбилансна трансакција и свопот има нулта вредност при преземањето.

3.1.6.1. Свопови за кредитна несолвентност (credit default swaps)

Свопот за кредитна несолвентност претставува двостран договор каде периодичната фиксна провизија или еднократна премија се исплатува на продавачот на заштитата, при што продавачот има обврска да го реализира плаќањето при појава на специфичниот кредитен настан. Провизијата е утврдена со мултипликација на базичните поени на номиналната вредност и се исплатува квартално кај достасаните, но ненаплатени побарувања.

Свопот може да се однесува на поединечно средство, кое се нарекува референтно средство, или основно средство, или на кошничка на средства. Задоцнетото плаќање може да се реализира на начин кој му одговара на купувачот на заштитата или на двете договорни страни. На пример, може да се поврзе со промената на цената на референтното средство или друго одредено средство, може да се фиксира за однапред пресметаната стапка на наплата на отпишаното побарување или да биде во форма на тековна испорака на референтното средство по одредена цена.

Шема 3: Своп за кредитна несолвентност



Извор: M., Choudhry, D., Joannas, G., Landuyt, R., Pereira & R. Pienaar, *Capital Market Instruments: Analysis and Valuation,* Palgrave Macmillan, 2010.

Достасувањето на свопот за кредитна несолвентност не е неопходно да се совпадне со достасувањето на референтното средство. При појава на кредитниот настан, своп-договорот завршува и договореното плаќање се извршува од страна на продавачот на

заштитата или гарантот на купувачот на заштитата. Крајната вредност се пресметува при појава на кредитниот настан и соодветната постапка што се применува за пресметка на крајната вредност ќе зависи од договорните услови наведени во договорот. Притоа може да настане готовинска исплата или материјална исплата.

- Готовинска исплата. Договорот може да ја одреди однапред пресметаната исплатна вредност при појава на кредитниот настан. Тоа може да биде номиналната вредност на свопот. Крајната исплата се пресметува како разлика помеѓу номиналната вредност на референтното средство и пазарната вредност при појава на кредитниот настан. Овој аранжман се користи кај договорите со готовинска исплата.[110]
- Материјална исплата. При појава на кредитниот настан, купувачот врши испорака на референтното средство на продавачот, при што продавачот ја исплатува номиналната вредност на испорачаното средство на купувачот. Со договорот се утврдени алтернативни средства кои може да се испорачаат од страна на купувачот, познати како обврски за испорака. Оваа ситуација се употребува кога свопот е заведен со референтно име, наместо со специфична обврска издадена од страна на името. Во случај на утврдување на неколку обврски за испорака, купувачот на заштитата ќе го испорача најефтиното средство од листата на квалификувани средства.

Во теоријата вредноста на заштитата е идентична, независно од избраната опција на исплата. Врз основа на материјалната исплата продавачот на заштитата ќе оствари профит доколку обновената вредност се издвои од неисплатената вредност на средството, или може да настане пораст на вредноста поради зголемената благосостојба на емитентот. Покрај тоа банките-креатори на своп пазарот се наклонети кон готовинската исплата поради отсуство на значителен обем административни активности.

Предност на готовинската исплата претставува фактот дека купувачот на заштитата не е изложен на ризици од отсуство на средства за испорака на пазарот, кои се предизвикани од недостатокот на ликвидност на пазарот. Материјалната исплата има широка употреба поради тоа што договорните страни ги избегнуваат тешкотиите поврзани со одредувањето

[110] Одредувањето на пазарната вредност на референтното средство при појава на кредитниот настан може да предизвика проблеми, ако се земе предвид дека емитентот на средството може да доцни со плаќањето на достасаните обврски или врз него е преземена санациона постапка. Како независна, трета страна, агентот за пресметка е ангажиран да ја изготви пресметката на крајната исплата.

на пазарната вредност на референтното средство кај готовинската исплата. Употребата на материјалната исплата обезбедува учество на продавачот на заштитата во преговорите на кредиторот со менаџерите на референтниот ентитет, што ќе доведе до подобри услови за сопствениците на средството.

Свопот за кредитна несолвентност ѝ овозможува на едната страна пренос на изложеноста на кредитниот ризик на другата страна. Своповите за кредитна несолвентност се користат од страна на банките за тргување со суверениот и корпоративниот кредитен распон без да се реализира тргување со тековните средства. На пример, едно лице со долга позиција на свопот за кредитна несолвентност ќе оствари профит доколку рејтингот на должникот на референтното средство е намален или доцни при плаќањето на обврските, при што го продава свопот за кредитна несолвентност на купувач како договорна страна. Оваа ситуација произлегува од зголемувањето на трошокот на заштитата на референтното средство, како резултат на кредитниот настан. Првобитниот купувач на свопот за кредитна несолвентност не поседува обврзница емитувана од страна на должникот на референтното средство.

Своповите за кредитна несолвентност имаат значителна употреба при тргување со тековите на кредитните инструменти кои гласат на еден должник или своповите кои гласат на одредено портфолио на инструменти за тргување со кошничка на референтни кредити. Кај своповите за кредитна несолвентност обновените вредности се утврдуваат врз основа на аукциска постапка од страна на Меѓународното здружение за свопови и деривати (ISDA).

Кај суверениот своп за кредитна несолвентност, како на пример на САД, кредитните настани се однесуваат на неможноста за плаќање, одбивање на плаќањето или мораториум на долгот, како и одредени преструктуирања на долгот.[111] Неизвршувањето на плаќањето означува неможност на референтното претпријатие да изврши некое плаќање на достасаните обврски. Кај суверениот своп за кредитна несолвентност на САД постои автоматски грејс период од три работни дена по датумот на пропуштеното плаќање, пред активирање на „кредитниот настан“ за да се оствари целта на свопот за кредитна несолвентност. Врз основа на стандардните своп-договори за кредитна несолвентност за

[111] International Swaps and Derivatives Association, *CDS on US Sovereign Debt Q&A,* 27 јули, 2011, http://www.isda.org/news/cds-on-us-sovereign-debt-qampa.

суверениот долг на САД, при намалување на кредитниот рејтинг на САД од страна на кредитната рејтинг агенција не настанува „кредитниот настан“.

Инвеститорот може да купи своп за кредитна несолвентност без да располага или да се задолжува со заем кај референтниот ентитет. Тоа значи дека сопственикот на свопот за кредитна несолвентност ќе се квалификува за компензација при појава на кредитниот настан дури и кога не претрпил реална загуба. Инвеститорот кој е сопственик на своп за кредитна несолвентност, без да поседува или позајмува основна обврзница, се смета дека поседува „незаштитен од ризик своп за кредитна несолвентност“. Притоа кратката продажба и отворените свопови за кредитна несолвентност се регулирани со федералниот закон, иако привремено беа воведени ограничувања на кратката продажба на финансиските институции во 2008 година. Комисијата за хартии од вредност на САД наметна забрана за кратките продажби на хартиите од вредност на хипотекарните гаранти Fannie Mae, Freddie Mac и примарните дилери на комерцијалните и инвестиционите банки во средината на 2008 година.

Спроведувањето на процесот на секјуритизација на нискоквалитетните хипотекарни заеми се состоеше од здружување во пул на хипотекарните заеми и емисија на потврди од страна на пулот. Овие потврди, наречени транши, се разликуваа во приоритетот на реализација на плаќањето. Највисоко рангираната транша има почетно побарување за наплата на каматата и хипотекарната отплата. Во случај на неизвршување на обврските по хипотекарниот заем, загубите поради несолвентност прво се идентификуваат кај најниско рангираните транши.

Се претпоставува дека заемот рангиран со највисок рејтинг ААА е издаден врз основа на пул на хипотеки. Финансиската институција која го поседува заемот, за осигурување на заемот купува заштита со свопот за кредитна несолвентност. Во случај на поседување транша на нискоквалитетниот секјуритизиран заем, зголеменото ниво на доцнење во плаќањата на основните хипотекарни заеми ќе води до намалување на отплатите на заемот, но намалените отплати не водат директно до класификација за банкрот и продолжува реализацијата на отплатите на заемот.

Во 2006 година беше воведен индексот АВХ на нискоквалитетните секјуритизации, што претставуваше кошничка на своп-договори за кредитна несолвентност на секјуритизираните нискоквалитетни хипотекарни заеми. Индексот беше заснован на

просекот од своповите за кредитна несолвентност за секјуритизационите транши од ист рејтинг.

Во средината на ’90-тите години, еден од првите свопови за кредитна несолвентност обезбеди заштита на компанијата Exxon од страна на Европската банка за обнова и развој кон JP Morgan.[112] До 1998 година вкупниот обем на пазарот за свопови за кредитна несолвентност беше релативно мал и изнесуваше 180 милијарди долари.

Врз основа на истражувањето спроведено од страна на Банката за меѓународни порамнувања, вкупната хипотетична сума на пазарот за свопови за кредитна несолвентност изнесуваше 6 трилиони долари во 2004 година, 57 трилиони долари во јуни 2008 година и 41 трилиони долари на крајот на 2008 година.

Во 2004 година своп-договорите кои гласат на еден должник сочинуваа 80 проценти од пазарот на свопови на кредитна несолвентност, додека на крајот на јуни 2008 година, своп-договорите кои гласат на еден должник сочинуваа 58 проценти од пазарот.[113]

Во текот на глобалната кредитна криза пазарот на свопови на кредитна несолвентност покажа солидни резултати. Наспроти огромните неочекувани загуби на основните хипотекарни хартии од вредност и нарушувањата во финансискиот сектор, пазарот на свопови на кредитна несолвентност остана доволно ликвиден во најголем дел од 2008 до 2009 година.

[112] Gillian, Tett, *Fool’s Gold,* New York, NY: Free Press, 2009.

[113] Меѓународното здружение за свопови и деривати спроведе истражување за пазарот на свопови за кредитна несолвентност. Според неговата проценка се наведени пониски податоци за средината на 2008 година, при што постои тренд на опаѓање во споредба со крајот на 2007 година.

Табела 5: Хипотетичните и пазарните неисплатени вредности на своповите за кредитна несолвентност (CDS) во периодот 2004 – 2008 година во САД

Период	Хипотетичен неисплатен износ (во милијарди долари)			Бруто пазарни вредности (во милијарди долари)		
	Своп за кредитна несолвентност кој гласи на еден должник	Своп за кредитна несолвентност кој гласи на повеќе должници	Вкупен износ на свопови за кредитна несолвентност	Своп за кредитна несолвентност кој гласи на еден должник	Своп за кредитна несолвентност кој гласи на повеќе должници	Вкупен износ на свопови за кредитна несолвентност
12/31/04	5.117	1.279	6.396	112	22	133
12/31/05	10.432	3.476	13.908	171	71	243
12/31/06	17.879	10.771	28.650	278	192	470
12/31/07	32.246	25.648	57.894	1.143	859	2.002
06/30/08	33.334	23.991	57.325	1.889	1.283	3.172
12/31/08	25.730	16.138	41.868	3.695	1.957	5.652

Извор: Bank for International Settlements.

Покрај тоа хипотетичната вредност на своповите за кредитна несолвентност е утврдена во моментот на нивното креирање, додека пазарната вредност на заштитата купена со свопот за кредитна несолвентност варира во зависност од пазарните услови. На почетокот вредноста на свопот за кредитна несолвентност изнесува нула за купувачот на заштитата поради тоа што вредноста на стекнатата заштита е еднаква на сегашната вредност на плаќањата кои ги извршува купувачот на заштитата. Вредноста на свопот за кредитна несолвентност постепено опаѓа доколку се намали веројатноста за задоцнување на плаќањето, а расте при зголемување на веројатноста за задоцнување на плаќањето.

Како пример за ефикасноста на пазарот е земена постапката при задоцнувањето во плаќањето на достасаните обврски на инвестиционата банка Lehman Brothers. Во моментот на отворање на стечајната постапка, беше утврден сомнителен хипотетичен износ на заштитата купена од страна на банката Lehman Brothers. Проценките за вкупниот хипотетичен износ на свопови за кредитна несолвентност, запишани од страна на Lehman Brothers, се движеа во интервал од 72 до 400 милијарди долари. Притоа беше утврдена цврста проценка за долната граница: Депозитната корпорација на доверба и клиринг (Depository Trust & Clearing Corporation) имаше склучено договори со Lehman Brothers на

хипотетичен износ од 72 милијарди долари регистрирани во нејзиното депо. Продавачите на заштитата имаа обврска да платат 91.375 центи на долар за да ги исплатат договорите. Нето готовинската размена за Lehman Brothers беше исклучително ниска: беше извршена размена на 5.2 милијарди долари преку Депозитната корпорација на доверба и клиринг. Низа институции беа истовремено и купувачи и продавачи на заштитата на инвестиционата банка Lehman Brothers, што предизвика одржување на ниски нето позиции.

Своповите за кредитна несолвентност беа дел од митот за тоа како банките и останатите финансиски институции се справуваа со чувањето на хипотекарните хартии од вредност на кои беа реализирани големи и неочекувани загуби. Одредени финансиски институции се потпираа на користите што би ги остварile со чување највисоки секјуритизирани транши во сметководствените книги доколку се обезбедени со свопови за кредитна несолвентност. Регулаторните агенции им овозможија на финансиските институции издвојување капитал во помал обем поради набавената заштита со помош на своповите за кредитна несолвентност. Меѓутоа, загубите на своповите за кредитна несолвентност се однесуваа на секјуритизациите на нискоквалитетните хипотекарни заеми како резултат на неизвршување на обврските кај заемите и намалената ликвидност кај соодветните секјуритизации.

Низа аналитичари се концентрираа на проблемите предизвикани од ризикот на договорните страни во тврдењето дека дериватите и своповите за кредитна несолвентност придонесоа за влошување на последиците од кредитната криза. Аргументот се состоеше од два дела. Прво, употребата на дериватите овозможи голем обем на изложености кај финансиските институции. Во случај институцијата да забележи неуспех како резултат на низата изложености, може да ги доведе и останатите институции до неуспех, поради остварените загуби на соодветните изложености. Врз основа на тоа, обемот на изложености може да предизвика колапс на финансискиот систем и значителна несигурност во однос на солвентноста на финансиските институции во случај на пропаѓање на клучна финансиска институција. Второ, вредноста на своповите за кредитна несолвентност се зголеми за значителен износ при задоцнување на плаќањето на достасаните обврски.

Кога врз банката Lehman Brothers беше отворена стечајна постапка, во неговата сметководствена евиденција имаше приближно еден милион договори за деривати со голем број финансиски фирми. Дел од овие фирми очекуваа наплата на побарувањата од Lehman Brothers за сопствените деривати. Стечајната постапка врз Lehman Brothers предизвика намалена финансиска моќ на фирмите, што доведе до ширење на епидемијата предизвикана од проблемите на Lehman Brothers, преку загубите во дериватните договори поради неуспехот на договорната страна. Една трансакција на деривати употребува заштита наспроти ризиците на неисполнување на обврските на договорната страна. Најголемата заштита претставува употребата на колатерал, што обезбедува адекватни промени во извршувањето на договорот на другата договорна страна со вредноста на договорот. Според истражувањето спроведено од страна на Меѓународното здружение за свопови и деривати, 63% од договорите за деривати беа предмет на аранжмани обезбедени со колатерал во 2007 година, во споредба со 30% во 2003 година. Можноста за појава на епидемија преку изложеноста на дериватите е ограничена поради мотивите на договорните страни за активно управување со нивната изложеност, како резултат на промена на ризикот на договорните страни и фактот дека страните кои не се предмет на аранжманите на колатерал се високорангирани договорни страни.

Друг проблем кај своповите за кредитна несолвентност е фактот дека неизвршувањето на обврските претставува дискретен настан, што води до голем пораст на вредноста на договорите. На последниот работен ден на Lehman Brothers пред да биде отворена стечајната постапка, беа потребни 700.000 долари за да се обезбедат 10 милиони долари на долгот на Lehman Brothers за една година, така што купувачот на заштитата оствари огромен приход базиран на своп-исплатата од над 9 милиони долари при порамнувањето.

Во врска со своповите за кредитна несолвентност се поставува и прашањето за реалната големина на бруто изложеноста на дилерите. Во 2008 година, хипотетичниот износ на неисплатените своп-договори за кредитна несолвентност на JPMorgan Chase изнесуваше 8 трилиони долари, додека хипотетичниот износ на Citibank приближно 3 трилиони долари. Инвестиционите банки не обезбедија доволен обем на информации за изложеноста на деривати, при што инвестиционата банка Bear Stearns објави дека хипотетичниот износ на сопствените свопови за кредитна несолвентност изнесува 2.25

трилиони долари.[114] Пазарната вредност на своповите за кредитна несолвентност на JPMorgan Chase беше проценета на 44 милијарди долари, при што се сметаше дека сумата ја пренагласува изложеноста на JPMorgan Chase, бидејќи ги занемарува последните договори, како и поседувањето на колатерал на банката за најголем обем од договорите. Акционерскиот капитал на JPMorgan Chase на крајот на 2008 година изнесуваше 166 милијарди долари.

Дури и во случај нето дериватите за наплата на дилерот да изнесуваат нула, дилерот може да предизвика значителни ризици во финансискиот систем. Кога водечките дилери не ги извршуваат обврските, договорните страни на дилерот ги заменуваат своповите за кредитна несолвентност. Овој процес е релативно скап и одзема време ако се има предвид дека колапсот на дилерот предизвикува намалена ликвидност на пазарот, па дури и негова нефункционалност. Како резултат на тоа, договорните страни на дилерот кој не ги извршува обврските се изложени на ризици во одреден временски период, што води до понатамошно неизвршување на обврските и нестабилност.

Инвестиционите банки Lehman Brothers и Bear Stearns беа дилери кои водеа балансирана евиденција на своповите за кредитна несолвентност и адекватни аранжмани на колатерал. Отворената стечајна постапка врз овие банки предизвика банкрот на пазарните учесници со вкалкулирана висока стапка на веројатност на пониската вредност на средствата на овие институции во споредба со нивните обврски.

Еден од основните аргументи за финансиските дериватин како што се своповите за кредитна несолвентностн е дека со овозможување на тргувањето со специфичните ризици, се зголемува ефикасноста и транспарентноста при утврдувањето на цените на финансиските пазари, како и обезбедување пораст на ликвидноста. Кон крајот на 2008 година низа раководители укажаа на манипулативните активности на пазарот на свопови за кредитна несолвентност. Обвинувањата за манипулации беа насочени кон добро-позиционираните трговци кои укажуваа дека името на должникот на кое гласат своповите за кредитна несолвентност се соочува со тешкотии, што беше причина за намалување на цената на акциите и цената на долгот кај должникот.

[114] Види Peter, Madigan, "JP Morgan CDS Exposure May Top $10 trn Notional", *Risk,* April, 2008, http://www.risk.net/risk/news/1506245/jp-morgan-cds-exposure-usd10trn-notional.

Кон крајот на 2008 година беа забележани екстремни движења кај премиите на своповите за кредитна несолвентност. Максималниот трошок за обезбедување на долгот на Morgan Stanley изнесуваше 1500 базични поени годишно.

Поради тоа се смета дека во 2008 година регулаторите не располагаа со доволен обем информации за изложеноста на деривати на дилерите. Во иднина треба да се оддели транспарентноста на пазарните учесници од транспарентноста на регулаторите. Голем степен на транспарентност на финансиските институции би го отежнал тргувањето на институцијата, обезбедувањето ликвидност на клиентите или искористувањето на сопствените предности на пазарот.

Една популарна мерка за реформирање на пазарот за свопови за кредитна несолвентност е поместување на тргувањето од пазарот преку шалтер на редовниот пазар. Застапниците на оваа мерка истакнаа дека тргувањето на редовниот пазар ќе го намали ризикот на договорните страни, како и создавање на можност за поголема транспарентност и дисциплина на пазарот. На редовниот пазар на трговците со деривати им беше забрането воведување услови кај договорите. Наместо тоа, пред трговците со деривати беше поставена листа на услови од кои не постоеше отстапување. На редовниот пазар беше понудено ефикасно решение за спојување на купувачите и продавачите при влечење на големи пулови на ликвидност. Меѓутоа, создавањето вакви пулови кај дериватите е исклучително тешко поради постоењето побарувачка за услови кои одговараат на специфичните потреби за хеџинг.

Една предност од тргувањето на редовниот пазар е постоењето на клириншки куќи кои стануваат договорни страни во сите деловни зделки. Употребата на клириншките куќи за тргувањето на дериватите преку шалтер ќе овозможи намалување на изложеноста на ризиците кај дериватите во финансискиот систем поради неколку причини. Прво, клириншката куќа може да ги диверзифицира и управува со ризиците поврзани со неуспехот на поединечните договорни страни, што влијае во насока на намалување на ризикот на договорната страна. Второ, ако дилерот употребува една клириншка куќа, ќе оствари заработка од вкупната изложеност на дилерите, што ќе овозможи намалување на изложеноста на договорната страна. Трето, клириншката куќа може да ги контролира изложеностите на договорните страни и да ги заштити од преземање дополнителна изложеност.

Пазарот на свопови за кредитна несолвентност успеа да ги надмине последиците од кредитната криза во 2007 година. Притоа настана зголемување на регулаторниот надзор и поместување на своповите за кредитна несолвентност кон клириншките куќи. Покрај тоа своповите за кредитна несолвентност се значајни инструменти за управување со кредитниот ризик. Една финансиска институција може да ја намали кредитната изложеност на одредени компании со купување заштита.

Дел од пазарните учесници сметаат дека пазарот на свопови за кредитна несолвентност ќе достигне обем како пазарот на свопови на каматни стапки, додека останатите пазарни учесници се скептични околу тоа, поради проблемот со потенцијалните асиметрични информации на пазарот на свопови за кредитна несолвентност кои не се дел од останатите дериватни пазари преку шалтер. Останатите дериватни пазари преку шалтер се зависни од каматните стапки, девизните курсеви, индексите на акции, цените на стоките итн. Не постои причина да се претпостави дека еден пазарен учесник располага со подобра информација од друг пазарен учесник во однос на варијаблите.

Распонот на своповите за кредитна несолвентност зависи од веројатноста дека одредена компанија ќе задоцни при извршувањето на обврските во текот на одреден временски период. Финансиската институција која соработува со одредена компанија преку обезбедување совети, одобрување заеми и управување со новите емисии на хартии од вредност располага со поголем обем информации за кредитната способност на компанијата ,во споредба со друга финансиска институција која не соработува со компанијата. Економистите оваа ситуација ја оценуваат како проблем на асиметрични информации.

Пазарот преку шалтер има предности кај иновациите со овластување поради фактот што ги насочува специфичните барања кај дериватите до крајните корисници и при пронаоѓање договорни страни кога постои ниска ликвидност на дериватот на редовниот пазар. Наспроти тоа тргувањето на редовниот пазар е поефикасно при трговија на голем обем на стандардизирани договори.

3.2. Деривати и премии и нивна примена

Иницијална основа за разбирање на дериватите претставува сфаќањето за премијата. Некои деривати се споредливи со осигурувањето. Исто како што се плаќа премија на осигурителната компанија за да се добие заштита од специфичен ризичен настан, така постојат дериватни продукти кои исплатуваат одреден износ на пари доколку се случи некој настан за кој треба однапред да се плати премија. Дериватните финансиски продукти се сурогатен инструмент чија вредност зависи индиректно од цената на основниот готовински инструмент. Цената на основниот готовински инструмент е т.н. „основна“ цена. Примерите за готовински инструменти вклучуваат акции во компанија, стоки, странски средства за плаќање итн.

Дериватите постојат за да решат специфична ситуација, сметководствен или правен проблем. Кога некој купува основен инструмент, на пример 100 акции од компанијата АБЦ, исплатата за нив е линеарна. Доколку се купат акции по цена од 50 долари и цената порасне на 75 долари, тогаш е направена заработка од 2.500 долари, земајќи ги предвид двете временски пресечни точки. Доколку акциите паднат на 25 долари, тогаш е направена загуба од 2.500 долари. Но, ако наместо да се купат акции на готовинскиот пазар, може да се купи едномесечна кол-опција за акциите на АБЦ со ударна цена од 50 долари, со тоа се стекнува право, но не и обврска, да се купат акциите по договорената цена која стои на опцијата во рок од еден месец. Наместо веднаш да се плати износот од 5.000 долари за акциите и да се добие хартијата од вредност, се плаќаат само, на пример 700 долари денес за опцијата. Доколку акциите пораснат на 75 долари во рамките на тој месец, ќе се искористи опцијата и ќе се купат акциите по 50 долари, без оглед на тоа што тие веќе имаат цена од 75 долари. Тогаш може да се продадат акциите и да се заработи на цената на акциите, минус цената платена за опцијата или 1.800 долари. Доколку цената падне на 25 долари, тогаш опцијата нема да се искористи, а ќе се купат акции по 25 долари и ќе се заработи повторно 1.800 долари. Со порастот на цената на акциите на 100 долари во периодот на важењето на опцијата, може да се продаде опцијата по пазарната цена и тоа за 5.300 долари. Опцијата во овој случај дава прилично флексибилни права со различен профил на ризици/заработки. Пазарната позиција е начин на книговодствено евидентирање на финансиските продукти, при кој инвентарот на финансиските продукти се преоценува според некој претходно дефиниран интервал по тековните пазарни курсеви.

Комбинацијата на реализирани и нереализирани профити и загуби се книжи на сметките на заработките, односно загубата во билансот на успехот.

Сметководственото евидентирање на добивките и загубите на секоја поединечна хартија од вредност, според нејзината пазарна позиција, е добра практика за менаџментот на секое финансиско портфолио. Ваквата активност е задолжителна за сите финансиски институции да известуваат за своите финансиски сметки во оваа смисла.

Друг аспект на финансиските деривати е фактот дека тие се водат вонбилансно. Кога се зборува за големина на одреден дериватен договор, тогаш тоа се однесува на хипотетичен износ. Хипотетичниот износ е износот на пресметката на исплатата. Во претходниот пример хипотетичниот износ изнесува 100 акции. Потенцијалниот износ на исплатата и потенцијалната загуба се различни од вредноста на 100-те акции. Вонбилансното водење е коректно поради фактот дека меѓу износот што би бил актуелен доколку се поседуваат готовински инструменти и случајот кога се поседуваат дериватни инструменти постои разлика и тоа за хипотетичниот износ. Во спротивен случај билансот би бил дисторзиран и обезвреднет, дури и со релативно мало дериватно портфолио.

Конечно, од правна гледна точка, во врска со дериватните продукти постојат голем број различни начини да се анализира ова прашање. Дериватните продукти, поради нивната вонбилансна природа, може да се користат дури и за чистење на билансот. Менаџерите на заедничките фондови кои се воздржуваат од користење странски средства за плаќање поради регулаторни причини, можат да купат структуриран запис чиј купон е врзан за перформансите на тој конкретен валутен пар. Кредитните деривати може да се употребат за да се отстрани изложеноста на компанијата кон кредитните настани, како што е пропаѓање на доставувачот.

Но, најбитно од сè, дериватните продукти му овозможуваат на крајниот корисник да го поврзе својот ризичен профил, со што поблиску ќе се усогласат нивните изложености со нивните погледи за финансиските пазари и нивните преференции за одржување и управување со ризикот.

3.3. Ризици кои произлегуваат од финансиските деривати и управување со истите

За разлика од големата кредитна криза 2007 – 2008 година, каде дефлаторниот притисок стана глобален проблем, дефлаторниот ризик во Јапонија остана изолирано прашање. Сродината на континуирано ниска каматна стапка создаде ситуација каде инвеститорите започнаа да позајмуваат во јапонски јени и да ги инвестираат на друго место. Оваа „валутна арбитража заснована на каматен диференцијал на јенот“ беше безризична, додека Банката на Јапонија не започне со зголемување на каматните стапки или јенот не апрецира. Колапсот на фондот за заштита од ризик Long Term Capital Management испрати сериозно предупредување за потенцијалните последици од неочекуваното значително релаксирање на валутната трговија.

Како резултат на големиот обем расположливи евтини кредити и привлечните ниски каматни стапки кои се одржуваа од страна на Банката на Јапонија, инвеститорите продолжија со зголемување на валутната арбитража заснована на каматен диференцијал на јенот до невидени размери.

Започнувањето со работа на фондот за заштита од ризик стана профитабилна деловна активност, при која значителни износи се влеваа во „новата“ индустрија.[115] До 2007 година заедницата на фондовите за заштита од ризик поседуваше приближно 3.1 трилиони долари во средства управувани од страна на фондовите за заштита од ризик.[116] Фондовите за заштита од ризик станаа еден од новите авторитетни брокери на финансиските пазари, што се должи на нивната побарувачка за банкарските услуги. На другата страна на валутната арбитража беа инвестиционите банки наклонети кон позајмување на новите пазарни учесници, со што беше проширена деловната мрежа за клиентите на нивните оддели на пазарот на капитал.

Видот на воведената валутна арбитража стана уште покомплексен, со истовремен експоненцијален раст на употребата на дериватите.

Како услов за воведување на валутната арбитража заснована на каматен диференцијал на доларот се смета одреден степен на стрмност на кривата на принос. Стрмната крива на принос постои кога краткорочните каматни стапки се значително пониски од

[115] Иако првиот фонд за заштита од ризик датира од 1949 година.
[116] Податоците се обезбедени од страна на Barclays Trading Group Ltd.

долгорочните каматни стапки. Додека Системот на федералните резерви не преземе чекори на нагло зголемување на каматните стапки за одржување на стрмниот наклон на кривата на принос, исклучена е појава на проблеми за инвеститорот насочен кон позајмување краткорочни пари и инвестирање на кривата на долгорочни проекти.

Овој вид нарбитража беше воведен од страна на корпорациите на САД, банките на САД, финансиската индустрија (фондовите за заштита од ризик) на САД и потрошувачите на САД.

- Владата на САД

Владата на САД воведе валутна арбитража заснована на каматен диференцијал врз основа на емисијата на долгот со достасување под 5 години. Една третина од долгот достасуваше за период помал од една година. Целта на политиката е одржување на ниски каматни исплати на континуирано-растечкиот долг на САД. Ако се има предвид големиот износ на неотплатениот долг, постои опасност од појава на ризикот на каматна стапка, наречен ефект на снежна топка. Механизмот се активира кога каматните стапки започнаа да растат до ниво каде беше неопходно позајмување на Владата со цел подмирување на каматните исплати на долгот.

- Корпорациите во САД

На начин како и Владата на САД, корпорациите на САД емитуваа големи износи на краткорочен долг и ги инвестираа во долгорочен долг преку политика на стекнување. Корпорациите во САД истакнаа дека не постои проблем, со оглед на фактот дека билансите на состојба на американските компании забележаа подобрување по последната рецесија. Оваа идеја беше оправдана сè додека постоеше заздравување на берзата. Показателот за заем до акционерскиот капитал е поволен единствено во случај на понатамошен раст на цените на акциите.

Автомобилската индустрија на САД, на пример, емитуваше големи износи на краткорочен долг и нудеше стапки за финансирање на потрошувачите кои изнесуваа приближно нула проценти за набавка на автомобили.

- Финансиската индустрија на САД

Хеџ фондовите и банките-парични центри спроведуваа ист вид трговија. Во зависност од нивниот ризичен профил, инвестираа во поризични средства, како што се транзиционите пазари, високоризичните обврзници, заемот од средна класа и

нискорангираните и капитални транши на структуираните кредитни портфолија. Хеџ фондовите употребуваа левериџен фактор со дополнително позајмување или со употреба на дериватите.

- Банкарството на САД

Банкарскиот систем во сенка беше возможен со употреба на ниските краткорочни каматни стапки. Претпријатијата за посебна намена на банките беа финансирани со огромни износи на комерцијални хартии од вредност, со просечно достасување до 90 дена. Зголемениот износ на пари беше инвестиран во долгорочни средства, со просечен период на достасување над две години.

- Потрошувачите на САД

Потрошувачите на САД водеа валутна арбитража, заснована на каматен диференцијал преку пазарот на домување. Населението купуваше куќи преку различни инвентивни хипотекарни формули. Хипотеките со прилагодена стапка се заеми каде каматната стапка е поврзана со индексот на краткорочни каматни стапки, како што е постојаната стапка на свопот со достасување од една година или LIBOR стапката. Две третини од нискоквалитетните хипотекарни кредитобаратели имаа склучено договори за хипотека со прилагодена стапка.[117]

Останатите хипотекарни продукти вклучуваат: банкарски заеми кои се враќаат одеднаш или хипотеки на кои се исплаќа единствено камата, каде кредитобарателот не исплатува аванс и може да позајми 100% од вредноста на имотот. Капиталот се исплатува на денот на достасување на заемот. Притоа може да се изврши комбинирање со карактеристиките на хипотеките со прилагодена стапка, со што исплатите на каматите се сведуваат на минимум, како и хипотеки со негативна амортизација, каде дел од достасаната камата не се исплатува при достасувањето, туку се додава на главнината, така што кредитобарателот има зголемена неисплатена сума со тек на време.

Последиците од исклучувањето на валутната арбитража заснована на каматен диференцијал од страна на Системот на федералните резерви во најголем обем ги погодија потрошувачите на САД, како резултат на порастот на каматните стапки од 2004 година наваму. Порастот на краткорочните каматни стапки предизвика значителен пораст на

[117] Види кај Jim Puplava, "The Carry Trade Economy", *Financial Sense*, август 2004.

месечните отплати на хипотеките, до точка на задоцнување на извршувањето на плаќањето како резултат на големината на долгот.

Со развојот на кредитната криза, хеџ фондовите влегоа во маѓепсан круг; со рестриктивната кредитна политика беше отежнато финансирањето кое ќе обезбеди непречено функционирање на моделот. Зголемениот кредитен распон и негативното пазарно вреднување на основните инвестиции предизвикаа појава на барања за покритие. Ова предизвика понатамошно релаксирање на нивните позиции и појава на маѓепсан круг.

Покрај тоа и кај хеџ фондовите кои реализираа позитивни приноси настанаа низа проблеми поради барањето на ликвидност и предвремена исплата на долгот од страна на инвеститорите.

Зголемувањето на употребата на дериватите создаде дополнителна ликвидност и ги намали бариерите за инвеститорите. Хипотекарниот пазар претставуваше значаен импулс за употреба на дериватите на каматни стапки. Со експанзијата на глобалната трговија под влијание на глобализацијата, настана прогресивен раст на потребата од фондови за заштита од ризикот на каматна стапка и валутната изложеност. Покрај тоа заедницата на хеџ фондовите користеше комплексни техники за тргување и заштита од ризик.

Исклучително високиот раст на деловната активност со деривати предизвика појава на сериозен проблем: пораст на системскиот ризик. До јуни 2008 година вкупниот неотплатен хипотетичен износ достигна 683 трилиони долари.

Табела 6: Глобален пазар на деривати преку шалтер

Вид	Износ во трилиони долари
Девизен пазар (FOREX)	62,983
Каматни стапки	458,304
Акционерски капитал	10,177
Стоки	13,229
Свопови за кредитна несолвентност	57,325
Неалоциран капитал	81,708
Вкупно	683,726

Извор: BIS, јуни 2008.

Притоа во рамките на САД речиси 97% од вкупно неисплатените деривати на пазарот преку шалтер се евидентирани кај 5 американски банки. Приближно 50% се евидентирани кај една договорна страна: банката JPMorgan Chase .

Во 1994 година Државната сметководствена служба на САД (GAO) објави постоење на ризици на системскиот неуспех. При тргувањето со дериватите се евидентирани 5 различни ризици, и тоа:

- Ризик на договорната страна и/или кредитен ризик

  Стапувањето во дериватен договор означува соочување со договорна страна. Од тој момент постои ризик на неизвршување на обврските на договорната страна.
- Законски ризик

  Ако се има предвид дека тргувањето со деривати претставува договор помеѓу две страни, постои ризик дека регулаторот или судот нема да ги прифати законските услови на договорот.
- Системски ризик

  Ризик дека ќе настане колапс на финансиските пазари кој произлегува од неуспехот на еден пазарен учесник. Тоа речиси и беше случај со фондот за заштита од ризик Управување со долгорочен капитал, како и реална опасност при отворањето на стечајната постапка на инвестиционата банка Lehman Brothers.
- Пазарен ризик

  Ризик дека вредноста на основното средство на дериватите ќе се движи во обратна насока.
- Оперативен ризик
- Пропусти во компјутерската технологија, неуспех на човечките ресурси итн.

Под влијание на глобализацијата настана поврзување на финансиските пазари со текот на времето. Првата индикација беше колапсот на берзата во 1987 година, при што во времето на тешкотиите на фондот за заштита од ризик Управување со долгорочен капитал настана зголемување на потенцијалниот ризик. Тесните врски помеѓу финансиските институции беа влошени како резултат на високата корелација на извршување помеѓу најголем дел класи на средства. Големата кредитна криза покажа дека диверзификацијата при финансиска фузија не обезбедува заштита за некоја инвестиција.

Само дел од банките успеа да управува со активностите на пазарно вреднување на дериватите. Тоа создаде висок ризик на прекин, што доведе до принуда за прекин на нарушената деловна активност на низа субјекти поради отворање стечајна постапка.

3.4. Влијанието на пазарите на финансиски деривати врз појавата на финансиската криза

Финансиските деривати во суштина не претставуваат причина за појава на финансиската криза.[118] Наспроти тоа пазарот на финансиски деривати има значајна улога во пазарните турбуленции на глобалната финансиска криза од 2007 година поради исклучителното значење на дериватите во глобалниот финансиски систем и апсолутната големина на пазарот. Во текот на кризата клучните учесници на пазарот го достигнаа нивото на несолвентност или целосен банкрот, што доведе до непредвидени осцилации во услови на изразена нестабилност на пазарот.

1. Наспроти непредвидените осцилации на пазарот, пазарот на деривати оствари значајно влијание во однос на инвестициите и заштитата од пазарниот ризик. Трговската размена на деривати и институцијата за централизиран клиринг (Central Counterparty Clearing) на стандардизираните деривати со кои се тргува на редовниот пазар и пазарот преку шалтер претставуваат стабилен фактор со потврдена еластичност во однос на три основни аспекти: а) оддржување на нивото на трговската активност и ликвидноста во овие области на пазарот на деривати во текот на кризата; б) употребата на институцијата за централизиран клиринг обезбеди ефикасно намалување и управување со ризиците и в) од страна на институцијата за централизиран клиринг и инвеститорите во трговијата беше побезбедена потребната транспарентност, на пр. на ризичните позиции.

За разлика од останатите финансиски инструменти, дериватите што беа предмет на трговската размена и стандардизираните деривати на пазарот преку шалтер покажаа значително ниво на ликвидност во текот на финансиската криза. Оваа состојба укажува на

[118] Кризата се припишува на макроекономската рамнотежа, што предизвика намалување на каматните стапки на глобално ниво и појава на кредитна експанзија, како и преземање на зголемен ризик од страна на инвеститорите и употреба на финансиските иновации во форма на структурирани хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства; додека употребата на своповите за кредитна несолвентност се смета дека овозможи значајна кредитна експанзија пред почетокот на кризата.

фактот дека во секој момент купувачите беа во можност да пронајдат продавачи и обратно, со исклучување на можноста за појава на значителни конфликти. Учесниците на пазарот беа во состојба да обезбедат заштита од сопствените ризици или затворање на своите позиции по разумна цена.

Врз основа на стандардизацијата и организираното тргување беше обезбедена ликвидност во функционирањето на овие сегменти. Финансиските деривати кои се предмет на тргување се стандардизирани со претходно утврдени договорни параметри. Организираното тргување обезбеди собирање на сите куповни и продажни налози на единствениот „пазар“ (т.е. здружување во пул на трговските интереси). Како резултат на оваа состојба беше овозможена транспарентност при формирањето на цените, што претставува основа за контрола на пазарната активност, со цел заштита од манипулација и измама од една страна, а од друга страна подобрување на трговската активност и заштита на интегритетот на пазарот.

Институцијата за централизиран клиринг има централна улога во однос на флексибилноста на пазарот на финансиски деривати во текот на финансиската криза. Имено, институцијата за централизиран клиринг придонесе за значително намалување и ефикасно управување со ризикот на договорните страни, креирање транспарентност кај ризичните позиции и помош при обезбедување на оперативната ефикасност на пазарот.

Покрај тоа, од страна на институциите за централизиран клиринг и централните трговски регистри, како посредници кои ги прибираат суштинските податоци за трансакциите на пазарот преку шалтер, како што се своповите за кредитна несолвентност, беше обезбедена неопходната транспарентност во текот на кризата. Оваа состојба претставува гаранција за супервизорите и пазарните учесници за можноста за управување со ризичните позиции на пазарот, што предизвика да се оддржи довербата на регулираните пазари, како и на пазарот преку шалтер.[119]

2. Недостатоци на пазарот

[119] На пример, фирмата Депозитарен труст и централизиран клиринг (DTCC) која работеше со најширок обем на податоци вклучени во регистрите за своповите за кредитна несолвентност, беше во можност да ја отстрани неоснованата шпекулација за прекумерна изложеност на ризик при тргување со своповите за кредитна несолвентност, што предизвика загриженост меѓу пазарните учесници по отворањето на стечајна постапка врз Lehman Brothers и General Motors.

Како резултат на финансиската криза беа утврдени недостатоците на пазарот за деривати – особено во оние сегменти без адекватна стандардизација и централизиран клиринг. Оваа состојба упатува на фактот дека претходно силниот раст на пазарот, во комбинација со слабата регулација и надзор, предизвика значително зголемување на системскиот ризик во сегментот пазар преку шалтер.

Основните недостатоци на пазарот се однесуваат на:[120]

- Прекумерно зголемување на билатералната изложеност и недоволен степен на колатерализираност, што предизвикаа исклучително висок пораст на ризикот на договорните страни
- Непотполна проценка на ризикот и можноста за управување со ризикот
- Поврзаност и комплексност на пазарот
- Отсуството на транспарентност во одредени сегменти на пазарот предизвика отежнување на учесниците на пазарот и супервизорите при утврдување на постојните ризици
- Оперативната неефикасност и ограничената правна сигурност

– **Прекумерно зголемување на билатералната изложеност**

Како резултат на значителната изложеност на ризик, банките, институционалните инвеститори, корпорациите и останатите учесници на пазарот за деривати се изложени на ризик од значителни загуби врз основа на нивното тргување со деривати.

Вкупната изложеност на трансакциите со деривати на пазарот преку шалтер достигна ниво од над 31 трилиони евра во текот на декември 2008 година.[121] Како резултат на ефектите на пребивање, беше утврдена изложеност на трансакциите на деривати од 6,9 трилиони евра. Имено, само 2,8 трилиони евра беа обезбедени со колатерал. Како резултат на тоа неколатерализираната изложеност на трансакциите со деривати изнесуваше 4,1

[120] Deutsche Borse Group, "The Global Derivatives Market: A Blueprint for Market Safety and Integrity", White Paper, 2009.

[121] Изложеноста на трансакцијата со деривати на пазарот преку шалтер може да се подели на две компоненти: а) тековната пазарна вредност на дериватот, т.е. износот што договорната страна ќе го изгуби, во случај на тековна несолвентност на другата договорна страна и б) додаток за идната изложеност со цел контрола на ризикот при флуктуации на вредноста на пазарот.

трилиони евра во декември 2008 година, што претставува пораст од 86% споредено со 2005 година.

Графикон 1: Изложеност на нето ризик на договорните страни и обем на колатерализираност на глобалниот пазар преку шалтер во периодот 2005 – 2008 година

Извор: Deutche Borse AG, The Global Derivatives Market: A Blueprint for Market Safety and Integrity, September 2009.

– **Непотполна проценка на ризикот и можноста за управување со ризикот**

Како фундаментален недостаток на сегментот пазар преку шалтер на пазарите за деривати се смета и отсуството на адекватна можност за сеопфатна проценка и управување со ризикот. Прво, голем број од пазарните учесници имаат ограничена можност за адекватна проценка и вреднување на дериватите, а во одредени случаи е исклучена можноста за независна проценка од страна на трети лица. Второ, поради изложеноста на ризици, голем број од пазарните учесници имаат ограничена способност за ефикасна контрола и намалување на ризиците.[122]

Покрај тоа кај трансакциите со деривати е неопходно адекватно управување со ризикот. Наспроти фактот дека можноста за управување со ризикот кај дериватите кои се

[122] Помеѓу банките се утврдени низа случаи на неефикасно управување со интерниот ризик, како и неспособност на одборите за адекватно идентификување и ограничување на прекумерното преземање на ризик.

предмет на трговска размена е институционализирана (по пат на институцијата за централизиран клиринг), оваа можност е ограничена кај најголем дел од дериватите со кои се тргува на пазарот преку шалтер. Во таа насока глобалната финансиска криза потврди дека низа пазарни учесници не располагаат со погодни инструменти за набљудување и контрола на ризиците.

– **Поврзаност и комплексност на пазарот**

Врз основа на фактот дека превисоката билатерална изложеност и јазовите во управувањето со ризикот претставуваат проблем за индивидуалните учесници на пазарот, поврзаноста на учесниците на пазарот на деривати го проширува проблемот и може да влијае на пазарот како целина. Во ситуација кога пазарот е организиран на база на билатерални односи на договорните страни, неуспехот на еден учесник на пазарот може да предизвика системски ризик на пазарот како целина, како и дестабилизација на директните и индиректните трговски партнери. Притоа значителен дел од сегментот пазар преку шалтер не располага со механизми кои може да го апсорбираат потенцијалот за појава на домино ефекти.

Учесниците на сегментот пазар преку шалтер на пазарот за деривати имаат висок степен на поврзаност со останатите учесници на пазарот. Во моментот на отворање на стечајна постапка, европската филијала на банката Lehman Brother's имаше отворени позиции со деривати со приближно 22 илјади клиенти.[123]

– **Отсуство на транспарентност во одредени сегменти на пазарот**

Пазарот на деривати често се опишува како нетраспарентен пазар. Оваа состојба доаѓа до израз во случај на билатерално тргување со деривати кои не се предмет на порамнување на институцијата за централизиран клиринг, што претставува предуслов за недоволен обем на транспарентност при нивното вреднување, како и утврдување на ризичните позиции. Нетранспарентноста предизвикува дестабилизирачки ефекти на пазарот поради фактот дека сомневањето во врска со кредитната способност на индивидуалните клиенти може да создаде криза во довербата – феномен забележан во текот на финансиската криза кога инвеститорите беа соочени со сериозна неликвидност кај одредени продукти. Покрај тоа, нетранспарентноста ја отежнува можноста за проценка

[123] Види **Lehman Brothers International (Europe) – in Administration**, (2009) *Joint Administrators Progress Report for the Period 15 September 2008 to 14 March 2009.*

на ризиците на агрегатно ниво од страна на регулаторите и супервизорите и преземање на адекватни мерки.

- **Оперативна неефикасност и ограничена правна сигурност**

Оперативната неефикасност е базирана на отсуството на стандардизација и автоматизација кај постојните продукти и развој на процесите. Правната несигурност претставува резултат на нерегулираната природа и билатералните односи на сегментот пазар преку шалтер на пазарот за деривати.

Имено, операциите со дериватите на пазарот преку шалтер се извршуваат рачно, што предизвикува скапи задоцнувања и можност за потенцијални грешки. Како резултат на неточни и ненавремени потврди, може да бидат предизвикани спорови, а учесниците на пазарот се изложени на опасност од ризик поради неажуриран и точен приказ на ризичните позиции. Задоцнувањето во обработката на трговските предмети достигна алармантно ниво на почеток на финансиската криза во 2007 година.

Самостојните билатерални договори се поврзани со правна несигурност. Основниот ризик се однесува на фактот дека договорните страни не се во можност за легално остварување на своите побарувања. Во текот на кризата,споровите за толкување на одредени одредби, како што е валидноста на договорите за колатерал,[124] достигнаа исклучително високо ниво наспроти употребата на т.н. „мастер спогодби“ за трансакциите на пазарот преку шалтер.

Нетранспарентноста, комплексноста и просечниот обем на одредени инструменти може да предизвикаат системски проблеми. Последни примери на овој тип на инструменти претставуваат различни структурирани производи, вклучително и секјуритизираните нискоквалитетни хипотеки каде беа евидентирани потешкотии при нивното разбирање, вреднување и продажба. Врз основа на постоење на комплексни и нетранспарентни инструменти беа создадени системски ризици. Прво, употребата на овие инструменти упатува на проблемот на ограничена веродостојност на проценките за нивната ризичност. Во случај на непрецизна проценка, од една страна се усложнува постапката за управување со ризикот во рамките на одделните институции, а од друга страна се отежнува проблематичната задача за проценка на заедничката изложеност.

[124] Види Sutherland, Avoiding “Documentation Disadvantages” in OTC Derivatives Collateral Valuation Disputes, 2009.

Вториот системски ризик, предизвикан од употребата на структурираните инструменти, се однесува на способноста за влошување на обемот на процикличност. Имено, во периодите на експанзија доминантно место заземаат финансиските иновации. Кога економските показатели се движат во нагорна линија, фирмите и поединците имаат зголемена сигурност и склоност кон експериментирање, т.е. креирање нови, непотврдени инструменти со зголемен степен на нејасност и ограничена можност за вреднување. Како резултат на тоа, во текот на експанзивниот период, развојот на финансиските иновации е насочен кон создавање скриени, потценети ризици. Врз основа на појава на дополнителни притисоци и надолен тренд на периодот на експанзија, е утврдено материјализирање на скриените ризици и продлабочување на процесот на намалување на вредноста на инструментите. Финансиската иновација, иако претставува непобитен извор на прогрес, во овој случај претставува извор на процикличност и системски ризик.

Стабилизацијата на иновациите и сигурноста на финансиските инструменти предвидува обезбедување простор за напредок, со ограничување на способноста на новиот инструмент за слабеење на системот како целина. Рамнотежата ќе се обезбеди врз основа на барање за одредена форма при регистрација на продуктот која ќе го ограничи пристапот на инвеститорот до инструментите во зависност од степенот на сигурност. Имено, новиот инструмент ќе биде рангиран или постојниот инструмент ќе премине во повисока категорија на сигурност, по спроведениот процес на ефикасно тестирање. Притоа ќе се изврши комбинирање на фактичкиот ограничен обем на емисии на финансиски инструменти со симулации за однесувањето на инструментите во ситуации на значителен стрес.

Според тоа, врз основа на регистрацијата и сертификацијата на финансискиот систем, е создадена транспарентност и зголемена сигурност. Во крајна линија, неопходно е постоење механизам за одржување на одговорноста на емитентите на хартии од вредност за квалитетот на инструментите што се предмет на продажба, т.е. зголемена одговорност на емитентите при проценка на ризикот на сопствените продукти.

4. Влијанието на секјуритизацијата врз пазарот на обврзници во ЕУ во услови на глобална финансиска криза

4.1. Трендови во развојот на пазарите на обврзници во Европа

Во текот на изминатите две декади европскиот финансиски систем доживеа длабока трансформација, со постепена еволуција од структура со доминантно учество на банки до зголемена доверба во динамичните пазари на капитал, како извор на финансирање и намалување на ризикот. Непосредните причини кои го водат тековниот процес на промени беа речиси симултаните внатрешни и надворешни сили, политички и економски, кои ја ослабнаа силата на стекнатите права вложени во заштитата на застарената индустриска структура кај односните финансии кои претходно доминираа во Европа.

Во ’80-тите години беше спроведена либерализација при процесот на контрола на капиталот и дерегулација на банкарскиот сектор во рамките на тогашната Европска економска заедница. Во текот на 1970-тите години, по колапсот на Бретонвудскиот систем, беше утврдено негативното влијание на трендот на либерализација на капиталната сметка, со цел да се обезбеди заштита на независноста на домашната монетарна политика од глобалните движења на капиталот во систем што базираше на варијабилна каматна стапка.

Подоцна, делумно како логична последица на релаксираната контрола на капиталот во рамките на Европската економска заедница и делумно како резултат на доминантното влијание на неокласичниот консензус за предностите на конкуренцијата, Европа беше зафатена од бран на дерегулација во финансискиот сектор. Како што Европската економска заедница ја подготви основата за внатрешна монетарна интеграција, беше евидентирано зголемено движење на капиталот во глобални рамки по големина и досег, како резултат на доминантното влијание на феноменот финансиска глобализација.

Интерните и екстерните сили доведоа до значајни конкурентни ефекти, кои наизменично придонесоа за унапредување на ефикасноста при обезбедувањето на финансиските услуги и унапредување на иновацијата во производството. Комбинацијата на внатрешната либерализација и финансиската глобализација го трасира патот кон поголем обем на тргување, што предизвика зголемена ликвидност на Европскиот пазар на капитал. Воведувањето на еврото во текот на постојниот процес на трансформација претставуваше дополнителен мотив кон подлабока интеграција и понатамошен развој на

европските пазари на капитал, што ги продлабочи позитивните ефекти иницијално предизвикани со гореспоменатите сили.

Како појдовна основа за која било студија за европските финансиски пазари се смета 1 јануари 1999 година кога еврото за првпат се појави како валута во големопродажните трансакции, бидејќи овој датум го означува завршувањето на еден од најимпресивните примери на процесот на управување на политиката чија цел е надминување на пазарната фрагментација.[125] Од почетокот на финансиската интеграција во Европската Унија беше утврдено дека остварувањето на единствен пазар на капитал во рамките на Европската економска заедница не може да се оствари доколку не постои унифицирана валута. Воведувањето на еврото го поддржа развојот на пан-европските финансиски пазари, каде што финансиската активност во претходниот период во најголем дел остана ограничена во рамките на националните граници и се реализираше со посредство на банките.

Со воспоставување на основата, настана експлозија на меѓугранични емисии, инвестирањето и тргувањето со хартии од вредност со фиксен приход. Со проширување на можностите за хеџинг на ризикот на страната на понудата и диверзификација на портфолијата на страната на побарувачката, новите инструменти ќе овозможат пософистицирани техники за намалување на ризикот преку каматно поврзаните опции и фјучерси и зголемената употреба на своповите на каматни стапки на пазарот преку шалтер; нивното воведување ќе обезбеди поголема ефикасност на портфолиото, како и зголемени добивки при дадено ниво на ризик.

Зголеменото значење на приватните пазари на капитал во Европа во текот на изминатите две декади предизвика намален обем на финансирањето на банките, соодветно на независното финансирање (arm's length financing). Во 1980 година, во однос на БДП, банкарските депозити во Европската Унија беа за 60% поголеми во континентална Европа, споредено со САД и Велика Британија, при што показателот за банкарскиот кредит во однос на БДП на континентот беше двапати поголем од оној на двете земји во 1980 година. По одреден период настана стеснување на јазот: во 2000 година, истиот показател беше за 30% повисок на континентот од просекот на САД и Велика Британија.

[125] Иако, почетната идеја за создавање единствена валута беше од политичка природа, се смета дека придобивките од откажувањето на националната контрола врз монетарната политика се од доволен обем за да обезбедат гаранција за создавање единствена валута, што претставуваше темел што недостасува на единствениот финансиски пазар.

Имено, беше забележана исклучително висока стапка на конвергенција, поради фактот дека 50% од јазот беше затворен за период од 20 години. Муринде го анализираше моделот на корпоративно финансирање и ја тестираше хипотезата за конвергенција на финансискиот систем во 7 земји на Европската Унија. Неговите резултати укажуваа дека конвергенцијата настанува со постепена промена кон зголемена зависност на задржаните заработки и поголем директен надоместок на пазарното финансирање во форма на акционерски капитал и емисија на обврзници и намалена улога на кредитирањето на банките.

4.2. Развој и интегрирање на европските пазари на обврзници

И покрај тековната трансформација, финансиите во Европа сè уште остануваат под значителна доминација на банкарската интермедијација, во апсолутни услови и во однос на Соединетите Држави. Врз основа на меѓународните споредби со Јапонија и Соединетите Држави, може да се согледа дека финансирањето со акционерски капитал, финансирањето со долгот и банкарските заеми имаат исклучително значење во земјите на Европската Унија. На почетокот на 2004 година вредноста на банкарските средства во однос на БДП изнесуваше 237%, 73% и 146% во 15 земји членки на Европската Унија, САД и Јапонија.[126] За споредба, финансирањето со акционерски капитал има двојно поголемо значење во САД во однос на Европа и изнесува 116% од БДП на САД споредено со 62% во Јапонија и 54% во земјите од еврозоната. Во услови на пазарно-ориентирани финансии, пазарите на обврзници имаат доминантна улога во САД со учество од 169% од БДП, додека во земјите од Европската Унија нивното учество достигна 142% од БДП во 2003 година. Врз основа на комбинација на должничките хартии од вредност со банкарското позајмување, вкупното должничко финансирање во ЕУ изнесуваше 379% од БДП, наспроти 242% од БДП во САД и 315% од БДП во Јапонија.

Кај вкупните средства на европските банки е евидентиран значителен пораст во текот на изминатата декада, што претставува речиси двојно зголемување и тоа од 11.8 трилиони евра во 1995 година на 22 трилиони евра во јануари 2004 година. Имено, во 1995 година

[126] Во земјите од еврозоната, учеството на финансиите базирани на пазарните активности е релативно помало во однос на БДП.

беше евидентирана приближно двојно поголема вредност на средствата со кои располагаат банките во Европската Унија во однос на вредноста на должничките хартии од вредност. Оваа состојба значително се промени кон крајот на 2003 година во корист на пазарите на обврзници, ако се има предвид дека емисијата на должничките хартии од вредност на фирмите и владите во Европската Унија претставуваше 62% од вкупната вредност на банкарските средства, додека овој показател изнесуваше под 50% во 1995 година. Во 1999 година вкупниот износ на должничко финансирање во Европа изнесуваше 8 трилиони евра, а соодветниот показател во САД изнесуваше 12.7 трилиони евра. До крајот на 2004 година, должничкото финансирање во Европа достигна вредност од 13.5 трилиони евра, наспроти вредноста од 16.7 трилиони евра во САД.

Од трите основни извори на надворешно финансирање – кредитирање на банките, обврзници и јавно тргување со обични акции – во земјите од ЕУ исклучително ретко се користи тргувањето со обични акции со пазарна капитализираност во берзанската активност на ЕУ во 2003 година од приближно една четвртина од вредноста на банкарските средства. Во текот на 1999 година пазарите на акции ја достигнаа истата важност како и пазарите на обврзници, но трендот не можеше да се одржи како последица на колапсот на технолошката криза што ги совлада новите пазари и предизвика многу значајна, иако постепена промена на водечката европска размена. Иако од 1990 години е евидентиран нагорен тренд на стапките на раст, приватните инвестиции во акции имаат незначително учество во вкупното финансирање на фирмите во Европската Унија.

Во 1989 година обемот на нето инвестиции изнесуваше приближно 4 милијарди евра, додека во 2003 година достигна ниво од 30 милијарди евра. Според податоците од Европската асоцијација за инвестирање на капитал, за период од 15 години вкупните инвестиции во приватни акции во ЕУ од 14.8 милијарди евра достигнаа ниво од 140 милијарди евра.

Иако во 1992 година големината на Европскиот пазар на обврзници достигна ниво од над 50% од Американскиот пазар во однос на БДП, се очекува дека побрзата стапка на раст на европскиот пазар ќе овозможи за период под 10 години, да настане затворање на иницијалниот јаз: во 2003 година вкупната вредност на должничките хартии од вредност достигна 170% од БДП во САД, додека соодветниот показател изнесуваше 140% во ЕУ. Покрај тоа, исклучително висока стапка на раст беше евидентирана и на Европскиот пазар

на обврзници во споредба со банкарските финансии во текот на изминатата декада, при што стапката на раст достигна ниво од 105% во периодот од 1995 до 2004.

Ако се земе предвид дека подлабоката интеграција на финансискиот пазар во Европа произлегува од забрзаниот тренд на финансиска глобализација, се јавуваат извесни потешкотии при утврдување на директната причина за експлозивен раст на емисијата на заеми во Европа кон крајот на 1990-тите и почетокот на XXI век. Од почетокот на Европската монетарна унија беше евидентиран забрзан раст на Европскиот пазар на обврзници, што беше придвижен од емисијата на приватни заеми и ја надмина стапката на раст на пазарите на САД и Јапонија. Во периодот 1999 – 2004 година ненаплатената сума на должнички хартии од вредност, емитувани од страна на владите, корпорациите и финансиските институции во 15 земји-членки на ЕУ достигна 65%, што претставува за 35% поголема стапка на раст споредено со стапката на раст на остатокот на светот која изнесуваше 50%. Значително повисоката стапка на раст претставува показател за стимулативното влијание на Европската интеграција кон подлабоко интегрирање на пазарот на капитал, над нивото што ќе биде предизвикано од финансиската глобализација. Притоа кај Американскиот пазар за корпоративни обврзници беше забележан пораст од 35% во периодот 1999 – 2004 година, додека на Европскиот пазар за корпоративни обврзници беше забележана стапка на раст од 283% во истиот период.

Табела 7: Вкупна стапка на раст на неисплатениот износ на должнички хартии од вредност во периодот 1999 – 2004 година во глобални рамки

	Еврозона	**ЕУ-15**	**САД***	**Јапонија**	**Остатокот од светот**	**Светски рамки**
Вкупен обем на должнички хартии од вредност	69%	68%	32%	55%	59%	49%
Владини должнички хартии од вредност	50%	44%	7%	109%	66%	49%
Должнички хартии од вредност емитувани од страна на финансиските институции	77%	101%	60%	-21%	95%	65%
Корпоративни должнички хартии од вредност	283%	216%	35%	1%	56%	43%

Извор: Според пресметките на Jean-Pierre Casey и Karel Lanoo базирани на податоците на Банката за меѓународни порамнувања

* Податоците за САД се пресметани во долари, а не во евра, поради тоа што флуктуациите во девизниот курс ќе имаат значително влијание врз показателите на САД и нема да претставуваат реален одраз на развојот на американскиот пазар

4.3. Карактеристики и трендови на развој на европскиот пазар на обврзници

4.3.1. Односот помеѓу меѓународните и домашните должнички хартии од вредност во рамките на Европската Унија

Во глобални рамки, иако е утврдена забрзана стапка на раст на меѓународниот пазар на должнички хартии од вредност, домашните пазари на капитал го задржаа приматот на доминантен извор на должничко финансирање.[127] За период од 25 години беше евидентирано тројно зголемување на вкупната вредност на домашниот долг, додека пазарот на меѓународниот долг порасна за приближно 17%.

Внатрешниот долг на Јапонија забележа нагорен тренд во пресрет на сериозната банкарска криза што предизвика значителни нарушувања во јапонската економија во текот на целото времетраење, а произлезе како резултат на Кејнзијанската експанзивна фискална политика, со цел да се спротивстави на неефикасната монетарна политика и политичката одлука за рекапитализација на банките со влошена активност. Трендот на опаѓање на јавните финансии предизвика пораст на показателот за јапонскиот долг во однос на БДП од приближно 70% од БДП во 1990 година на над 170% од БДП во 2003 година.[128]

За период од 18 години, врз основа на надворешните влијанија, стапките на раст на емисијата на меѓународниот долг го мултиплицираа растот на БДП во низа земји, во рамките и надвор од границите на ЕУ и покрај исклучително големото влијание на еврото во насока на придвижување на растот во рамките на ЕУ. Притоа во 1987 година вкупната вредност на меѓународните должнички хартии од вредност изнесуваше 608 милијарди евра, додека во 2005 година го надмина износот од 9.800 милијарди евра, што имплицира двојно зголемување на вредноста за секоја одделна година.

---

[127] Дефиницијата на Банката за меѓународни порамнувања базира на три основни карактеристики на хартиите од вредност: локацијата на трансакцијата, валутата на реализација на емисијата и местото на живеење на емитентот. Со меѓународните емисии се опфатени сите емисии во странски валути од резиденти и нерезиденти во одредена земја и сите емисии во домашна валута на домашниот пазар од страна на нерезиденти. Покрај тоа, емисиите во домашна валута реализирани на домашниот пазар од страна на резиденти се сметаат како меѓународни емисии доколку се насочени кон нерезидентните инвеститори.“ (види BIS, 2003, стр. 13-14).

[128] И покрај алармантните податоци, низа аналитичари сметаат дека номиналните податоци ја потцениле вистинската состојба на јавните финансии во Јапонија, поради фактот дека се исклучени низа потенцијални побарувања од јапонската државна благајна. Доколку се опфати вредноста на потенцијалните обврски, како што се владините гаранции за полу-јавните дејности, може да се очекува јавниот долг на Јапонија да го надмине нивото од 200%.

Спроведените анализи укажуваат на постоење низа различни карактеристики помеѓу трите најголеми економии во светски рамки во однос на јавниот долг: Јапонија има прилично затворен пазар на капитал и поради конгломератската структура на бизнисите кои поседуваат удели во сопствените филијали и унапредената соработка помеѓу корпорациите и нивните банки, како и исклучително високите стапки на штедење на домаќинствата, неопходна е појава на зголемена улога на јапонските фирми на глобалните пазари на капитал. Имено, под 4% од јапонскиот долг се чува во странство.[129] Истовремено во Европската Унија, по воведувањето на еврото, е евидентиран исклучително висок раст на меѓународните должнички хартии од вредност. На пазарот на капитал во САД се евидентирани високи стапки на раст на меѓународните обврзници, што претставува во голема мера автономен и самокритичен пазар на капитал.

Владиниот долг претставува доминантна категорија во внатрешниот долг на пазарите во Европската Унија и тоа сувереиот долг и долгот на единиците на локално ниво. Во три земји, како што се Данска, Холандија и Велика Британија, владините емисии не предизвикаа истиснување на приватната емисија.

Од друга страна, на пазарите на внатрешниот долг во одредени земји најголемо учество зазема владиниот долг, особено во земјите како Грција, Унгарија и Република Чешка, кои имаат помалку развиени пазари на капитал. Наспроти тоа, Велика Британија има најдинамичен внатрешен пазар на корпоративен долг во Европската Унија чиј удел изнесува под една третина од вкупната вредност на внатрешниот долг. Финансиските институции учествуваат со втор удел по големина во емисиите на внатрешниот долг, по владините претпријатија во сите земји членки на ЕУ, освен во Данска каде тие го надминуваат официјалниот сектор на обврзници во вредносни услови.

Во дел од земјите-членки на Европската Унија се реализирани големи меѓународни емисии на долг, каде најголемо учество заземаат емисиите на финансиските институции. Оваа состојба произлегува од фактот дека финансиските институции претставуваат главен извор на финансии за европските корпорации и поради тоа се инволвирани во крупни кредитни активности за кои е неопходно пронаоѓање на соодветни извори на финансирање. Врз основа на нивната стручност, знаење и искуство на финансиските

[129] William Jr. Pesek, *Bondholders in Japan Can Breathe Easily This Year*, (Internatinal Herald Tribune, 17 February. 2005)

пазари, банките и другите финансиски посредници се насочени кон меѓународните пазари на капитал за реализација на целите на финансирање.

Имено, Европската Унија ја надгледува активноста на значителен дел од меѓународните пазари на капитал во вредносна смисла и поседува пазарен удел од над 50%. Како причина за доминантното влијание на ЕУ се смета близината до меѓународниот пазар на обврзници во Лондон, како и комбинацијата на законските, даночните и сметководствените причини. Но, делумно оваа улога на ЕУ е базирана на емисиите од голем обем на европските влади и финансиски институции за кои постои мала заинтересираност за откуп кај поединечните домашни инвеститори. Притоа учеството на одделните категории емитенти изнесуваше над 60% од неисплатениот глобален долг, па дури и европските корпорации имаат доминатно учество во нивната категорија на емитенти на меѓународниот пазар на обврзници кое надмина 50%.

Во вредносна смисла утврдено е зголемување на учеството на емитентите од ЕУ на меѓународниот пазар на обврзници од 45% во 1999 година до над 55% до крајот на 2004 година; како и пораст на пазарниот удел за 15 процентни поени при емисија на меѓународни должнички хартии од вредност кај емитентите со потекло од ЕУ и за приближно ист процент пораст на неисплатените домашни должнички хартии од вредност во глобални рамки. Кај домашните должнички хартии од вредност емитирани од страна на претпријатијата во Европската Унија е забележан пад од 1999 година па наваму, што произлезе од комбинацијата на фискална консолидација во рамките на ЕУ и експанзивниот развој на пазарите на владиниот долг во неразвиените земји.

4.3.2. Обем на нето емисијата на меѓународните должнички хартии од вредност

Нето емисијата на меѓународни обврзници на емитентите од Европската Унија претставува репрезентативен модел за споредба со емитентите од останатите земји во светот во периодот од 1993 до 2004 година. Во овој период е евидентирана намалена нето емисија, што претставува резултат на дисциплинските мерки наметнати со Мастришкиот критериум на патот кон Европската монетарна унија од 1993 до 1999 година. Во 1999 година, опаѓачкиот тренд беше заменет со експанзивен раст на нето емисијата на меѓународните обврзници од емитентите во рамките на ЕУ во однос на остатокот на

светот.

Доминантното влијание на емитентите од Европската Унија во вкупната емисија на меѓународни должнички хартии од вредност претставува резултат на следните причини: зголемена нето емисијата во рамките на ЕУ во периодот од 2002 до втората половина на 2004 година, според податоци од претходниот период која изнесуваше 80% од светската квартална нето емисија од една страна и нето емисија во остатокот од светот со значително отстапување под очекуваната вредност при екстраполација на кривата на минатиот тренд од друга страна.

4.3.3. Еволутивен развој на роковите на достасување на должничките хартии од вредност

Зголемената задолженост на фирмите предизвикува појава на пролонгирани рокови на достасување.[130] Имено, станува збор за хипотетична ситуација, ако се земе предвид дека на компаниите со големо учество на краткорочни заеми во вкупните средства им се заканува опасност од проблеми на рефинансирање, кои може да прераснат во изразени недостатоци на ликвидност. Врз основа на спроведените емпириски тестови, е утврдена инверзна врска помеѓу достасувањето и задолженоста на фирмата што постои до одредена граница. Над таа граница врската е немонотона поради зголемената веројатност од ненавремено извршување на обврските на фирмите со повисок левериџ, споредено со фирмите со низок левериџ, што претставува дополнителен мотив за поднесување на барање на инвеститорите до компаниите за реализација на нова емисија на краткорочни хартии од вредност. Притисокот за зголемување на левериџот делумно е предизвикан од зголеменото учество на институционалните инвеститори на пазарите на капитал како резултат на дерегулацијата на индустријата на инвестициони фондови во ЕУ. Иако спроведените анализи упатуваат на неизвесност во однос на тврдењето за влијанието на институционалните инвеститори врз левериџот на фирмата, Дејвис,[131] се повикува на

[130] Fabio Schiantarelli and Alessandro Sembenelli, *The Maturity Structure of Debt: Determinants and Effects on Firms' Performance* (Washington, D.C: World Bank Policy Research Working Paper WPS 1699, World Bank, 1997).
[131] Philip E. Davis, "Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector", *Economic Systems*, Vol.26, Issue 3, pp.203 – 229, 2002.

студијата спроведена од страна на Фирт[132] каде емпириски е докажано дека зголеменото присуство на институционалните инвеститори има стимулативно влијание врз зголемувањето на левериџот на фирмите.

Врз основа на овие теории се открива причината за зголеменото времетраење на просечните рокови на достасување на должничките хартии од вредност, емитирани од страна на европските државни и приватни компании на меѓународниот пазар на обврзници во однос на просечните рокови на Одборот во периодот 1990 – 2003 година. Во Финска и Велика Британија беше евидентирано значително продолжување на роковите на достасување на заемите емитирани од регистрираните компании за период над 4 години. Според примерот на Меѓународната пазарна асоцијација за хартии од вредност, просечното достасување за сите емитирани типови на хартии од вредност се искачи од 8.75 години во 1988 година на приближно 10.75 години во 2004 година.

Потенцијалниот двигател за пролонгирање на достасувањето на корпоративниот долг во рамките на ЕУ е во тесна корелативна врска со проширувањето на унијата и зголемената диверзифицикација на базата на инвеститори, како резултат на постоењето на единственото валутно подрачје. Во затворените национални пазари емитентите на пазарот нудеа сообразени програми за кредитирање, согласно преференциите на домашните инвеститори. Како резултат на дополнителната мотивираност на банките за рочна усогласеност на средствата и обврските во своите биланси и зголемениот обем на краткорочни обврски, беше изразена тенденцијата на банките за чување краткорочни средства.

Поради постоење тесна врска меѓу времетраењето и достасувањето, може да се очекува дека традиционалните банки со големи депозитни активности ќе претпочитаат да чуваат заеми со пократок период на достасување. Приклучувањето на поранешните „надворешни“ пазари кон Европската Унија им обезбеди соодветна позиција во рамките на проширениот внатрешен пазар, искористување на бенефициите од животното осигурување и пензиските фондови и елиминирање на претходните ограничувања при преземање на инвестиционите активности поради изложеноста на ризикот од промена на девизниот курс, т.е. отворање можност за неограничен пласман на средствата во рамките

[132] Michael Firth, “The Impact of Institutional Stockholders and Managerial Interests on the Capital Structure of Firms”, *Managerial and Decision Economics,* Vol. 16, pp.167-175, 1995.

на ЕУ. Оваа состојба беше прилагодена на тековната дезинтермедијација, што предизвика појава на поголем број заеми кај инвеститорите со долгорочни обврски и нивно усогласување со долгорочните средства. Како резултат на зголемената побарувачка за корпоративни обврзници беше забележан негативен тренд на феноменот „домашна пристрасност“ во портфолио менаџментот во рамките на ЕУ, што обезбеди поевтина емисија на долгорочниот долг и зголемување на просечниот период на достасување по воведувањето на единствената валута.

На меѓународниот пазар на обврзници беше евидентиран интензивен тренд на намалување на периодот на достасување на конвертибилниот долг за период од 15 години. Имено, просечниот период на достасување на емисиите на конвертибилни хартии од вредност изнесуваше 14 години во 1988, додека во 2005 година беше пократок од 8 години. Според проценките на Дутордот и Ван де Гухт,[133] просечниот период на достасување на ненаплатениот конвертибилен долг емитуван од страна на фирмите во ЕУ изнесува 6.71 години, со средна вредност од 5.48 години. Ваквиот развој сугерира преземање понатамошни истражувања поради јавно објавување на монотониот[134] тренд што има спротивна насока на движење од општиот тренд на зголемување на периодот на достасување регистриран кај долгот емитуван од компаниите во рамките на ЕУ со котација на меѓународниот пазар на обврзници.

4.3.4. Емисија на обврзници со исклучително долг тековен рок на достасување

На европските пазари на капитал евидентирана е појава на нов должнички инструмент: сегмент со исклучително долг рок на достасување, составен од независни и корпоративни обврзници, со период на достасување од 50 години.

Пазарната интеграција има значаен придонес за развојот на оваа нова класа на средства. Покрај тоа и специфичните услови на пазарот во одреден временски период беа дополнителен мотив за експанзија на оваа класа на средства, при што емитентите ги

[133] Marie Dutordoir and Linda Van de Gucht, “Determinants of Stockholder Reactions to Convertible Debt, Offering Announcements: An Analysis of the western European Market”, paper prepared for the Meetings of the EFMA (European Financial Management Association), Basel, 30June-3 July, 2004.

[134] Монотоната крива упатува на постоење тренд што не е прекинат од некакви нарушувања во спротивна насока, без оглед дали станува збор за краткотрајни или долготрајни или ретки или заеднички нарушувања.

сведоа на најниско ниво предностите на финансирањето врз основа на исклучително ниското ниво на долгорочни каматни стапки. Оваа ситуација предизвика опаѓање на долгорочните каматни стапки, паралелно со опаѓањето на краткорочните стапки, во период од 4 години, во услови на потврдени инфлаторни очекувања, што наметна намалени трошоци за финансирање на долгот.[135]

Спроведените анализи упатуваат на постоење значителен притисок на страната на побарувачката, што во комбинација со поволните услови на страната на понудата обезбеди голема емисија на владини и корпоративни обврзници со исклучително долг рок на достасување и заеднички предности за емитентите на долгот и институционалните инвеститори: наспроти заложбата на владите во Европската Унија за искористување на предностите од исклучително ниските каматни стапки за затворање на евтиното финансирање на дефицитот, во периодот од половина век беше креиран владин долг со исклучително долг рок на достасување, што ќе обезбеди непрекинат тек на приходи во подолг временски период за осигурителните компании и пензиските фондови.

Со цел искористување на поволните пазарни услови, од страна на владите на Италија и Велика Британија, беа објавени плановите за лансирање на емисии на 50-годишни обврзници од типот Methuselah[136]; како и првата емисија на 30-годишна обврзница во Грција, со распон од 26 базични поени, во однос на референтната 30-годишна обврзница на Германија со приближно ист период на достасување.[137] Причината за емисии на обврзници со долги и исклучително долги рокови на достасување од страна на грчката и италијанската влада делумно се базира на поголемиот кредибилитет на монетарната политика во Европа. Подолгиот период на достасување ќе предизвика зголемен волумен

[135] Состојбата на ниски приноси на долгорочните заеми, во услови на пораст на краткорочните каматни стапки, претставуваше предупредување за учесниците на пазарот од појава на балон на пазарите на обврзници (тајната на Гринспен) поради нереалната оцена на ризикот од страна на пазарите.

[136] Methuselah претставува тип на обврзница со рок на достасување од 50 години. Терминот упатува на Methuselah, најстарата личност чија возраст се спомнува во еврејската Библија. Емисијата на овој тип на обрзници бележи нагорен тренд во последните години врз основа на зголемената побарувачка за подолгорочни средства кај пензиските фондови во Франција и Велика Британија.

[137] Нискиот распон беше неочекувана појава поради фактот што за краток период по реализираната емисија на обврзниците, Министерството за финансии беше погодено од сознанието дека Грција објавувала погрешни податоци за нивото на буџетскиот дефицит во текот на една деценија. Наспроти оваа ситуација, побарувачката за емисијата на овој тип обврзници предизвика дополнителен притисок врз грчката Влада за реализација на максималниот износ на емисијата од 5 милијарди евра (Simensen, 2005a).

на кривата на принос изразена во евро валута, како и појава на нови можности за тргување. Со воведување на дополнителното референтно обезбедување на крајот на кривата, постои зголемена можност за остварување подобра цена за ризикот при преземање подолгорочни инвестиции.

На независните должнички пазари во Европската Унија беше забележано највисоко учество на обврзниците, со период на достасување од 10 години и значително учество на обврзниците со период на достасување пократок од 25 години. Спроведените анализи на Merrill Lynch упатуваат на фактот дека во 2004 година, само кај 6% од обврзниците на суверените влади во еврозоната беше евидентиран период на достасување подолг од 25 години. Во наредниот период постои ограничена можност за екстраполација на трендот на пролонгирано достасување на програмите за финансирање поради појавата на демографски дефицит на Европскиот континент.

4.3.5. Колатерализирани обврзници и секјуритизиран долг

Врз основа на спроведените анализи, утврдена е зголемена емисија на секјуритизирани заеми во Европа.[138] Неисплатениот износ од 153.6 милијарди евра на хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства во 2001 година, достигна ниво од 243.6 милијарди евра во 2004, т.е. пораст за 58% во период од три години.

Велика Британија зазема доминантно учество на пазарот за секјуритизација во европски рамки, каде цените на домовите претставуваат основен столб на поддршка на новите емисии. На европскиот пазар најголемо учество имаат хипотекарните хартии од вредност, а потоа хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства. Притоа учеството на неисплатените секјуритизирани емисии на должнички хартии од вредност изнесуваше приближно 20% од вкупната вредност на европскиот пазар на обврзници. Наспроти тоа, во 2003 година, вкупната вредност на секјуритизираните заеми на пристапни членки во ЕУ изнесуваше 3 милијарди евра.

[138] Имено, според дефиницијата на европскиот форум за секјуритизација, Европа е дефинирана како унија на 15 земји-членки, плус следните земји: Чешка, Полска и Швајцарија.

Уделот на емитираните обврзници Pfandbriefe[139] изнесуваше приближно 30% од германскиот пазар на обрзници, со фиксен принос и 68% од европскиот пазар на колатерализирани обврзници. Нивната предност произлегува од високиот степен на сигурност и ликвидност – ниту еднаш во изминатите 100 години не се јавил инвеститор на кој не му е целосно надоместена вредноста на главнината – исплатената премија на германските државни обврзници.

Според податоците за новите емисии на секјуритизирани заеми, Велика Британија има водечка улога во рамките на ЕУ, со вредност од 76 милијарди евра во 2003 година и учество од 35% во вкупната вредност при комбинирање на пазарите за хартии од вредност, врз основа на нехипотекарни средства и за хипотекарни хартии од вредност во Европа. Учеството на Шпанија изнесува 37.84 милијарди евра, а потоа следат Италија и Холандија. Цврстата позиција на Велика Британија се базира на исклучителната улога на пазарот на домување во реализираната активност на пазарите за секјуритизација на должничките хартии од вредност во Европа, што е одраз на фактот дека 44% од Европскиот пазар на хипотекарни хартии од вредност е поддржан со колатерал на Велика Британија. Во однос на потеклото на колатералот на хипотекарните хартии од вредност, Холандија и Шпанија ги заземаат наредните места, со соодветни пазарни удели од 14% и 13%.

Пазарот на секјуритизација во Европа се одликува со следните специфичности: висока фрагментираност во европски рамки во смисла склучување низок процент на меѓународни договори, постоење големи разлики помеѓу земјите, што произлегува од специфичните законски, даночни и сметководствени рамки на земјите, како и променливи мотиви на банките за препакување на структурираните производи.

[139] Phandbriefe е термин кој се однесува на обврзниците обезбедени од страна на јавниот сектор или хипотекарните заеми.

5. Влијанието на секјуритизацијата која се базира врз употребата на хипотекарни хартии од вредност врз економијата на Велика Британија

5.1. Еволутивниот развој на секјуритизацијата во Велика Британија

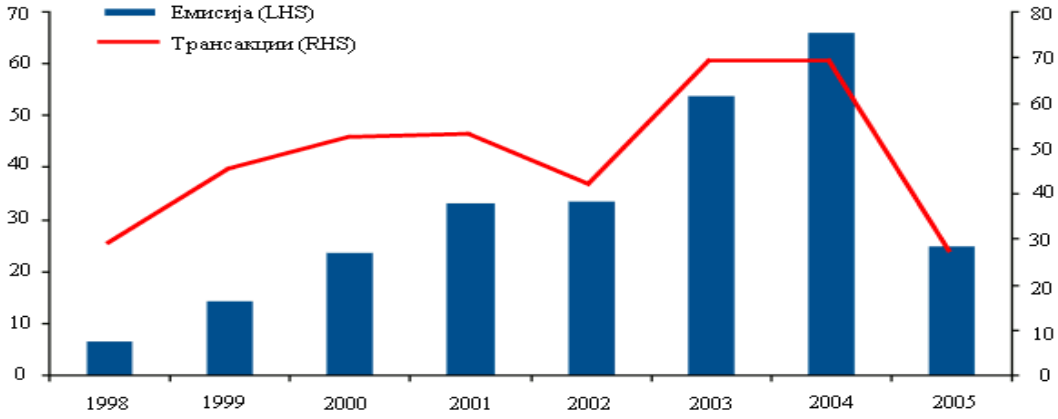
Првите емисии на хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства беа извршени во Соединетите Држави во текот на ’70-тите години. Но, ваквата техника не беше спроведена во Велика Британија до 1985 година. На крајот на декември 1993 година беа извршени 94 емисии со основна вредност од 16 милијарди фунти (споредено со околу 640 милиони фунти на позајмување од банки и станбени задруги самостојно).[140]

Со тек на време пазарот на секјуритизација во Велика Британија достигна забележително ниво на раст. Денес Велика Британија претставува најголем национален пазар на секјуритизација во Европа и располага со најдиверзификуван обем на трансакции во однос на видовите и структурите на средства. Растот на пазарот на Велика Британија во одредена мера е базиран на нејзината култура на кредитирање (на пример, кредитните картички се далеку попопуларни во Велика Британија во однос на кое било место во Европа), а во одредена мера претставува резултат на релативно поволниот законски систем на кредитирање којшто овозможи создавање низа структури поддржани со широк обем на основни средства.

Емисијата забележа пораст од 6.7 милијарди фунти во 1998 година на годишно ниво, на 66 милијарди фунти во 2004 година. Вкупната емисија во Велика Британија (со исклучок на облигациите покриени со заеми) во првите 5 месеци на 2005 година изнесуваше 25 милијарди фунти, што приближно изнесува над 17% во однос на истиот период во 2004 година, изразено во услови на фунта стерлинг. Овие податоци во целост се разликуваат од континентална Европа, каде беше забележан значаен пад во понудата.

[140] C. Ian Twinn, “Asset-backed securitization in United Kingdom”, Bank of England, Quarterly bulletin, 1994, стр.134

Графикон 4: Емисијата на секјуритизација во Велика Британија (во милијарди фунти)



Извор: Barclays Capital, Bloomberg, рејтинг агенции, циркуларни понуди, софтверската компанија Bondware

Станбените хартии од вредност врз основа на хипотека претставуваат најголем дел од новата емисија, но во 2005 година се појави недостаток на хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства кои се обезбедени со кредитни картички и потрошувачки заеми и огромен пораст на емисијата на комерцијални хартии од вредност врз основа на хипотека.[141] И останатите класи на средства забележаа застој во растот. Тековната несигурност во однос на стабилноста на економијата и веројатноста дека каматните стапки и понатаму ќе растат за да се спротивстават на континуираните инфлаторни притисоци на цените на стоките и растот на платите, води до заклучок дека позајмувањето на потрошувачот е веројатно намалено. И покрај тоа, постои позитивен тренд на развој на пазарот за секјуритизација во Велика Британија, поради фактот што на постојните заемобарателите им беше овозможено да повлекуваат капитал и да ги намалат ризиците од загуба во случај кога заемобарателот не е способен да ги сервисира своите хипотекарни отплати или отплати на некои други заеми.

5.2. Процесот на секјуритизација во Велика Британија

Заемобарателите се вклучени во процесот на секјуритизација преку активностите на маркетинг и продажба на низа утврдени креатори кои склучиле договор со хипотекарната

[141] Phil Adams, "UK securitization market fears tougher times", Barclays capital, IFLR, 2005.

компанија и во одредени случаи имаат презентација пред нејзиниот одбор. Хипотеките преминуваат на хипотекарната компанија која ги отплатува и управува со нив директно или преку специјализиран управник, согласно со договорот. Хипотекарниот управник има обврска да изготви хипотекарна понуда. Хипотеките повремено се „складираат“ пред да започне процесот на секјуритизација, со што се овозможува употреба на низа услуги на банкарскиот пазар. Хартијата од вредност за овие заеми се чува од страна на полномошникот на еквивалентна основа.

Големиот број агенти вклучени на пазарот за хартии од вредност, врз основа на хипотека во Велика Британија, незначително се разликува од агентите во Соединетите Држави. Една значајна разлика се состои во употребата на полномошници на пазарот во Велика Британија. Постојат два вида полномошници: првиот вид ги опфаќа оние кои чуваат хипотеки и други хартии од вредност за сметка на сопствениците на обврзници и вториот вид се состои од оние кои поседуваат акционерски капитал на компаниите кои емитуваат хартии од вредност врз основа на хипотека.[142] Улогата на вториот вид полномошници произлегува од барањата на Банката на Англија и Комисијата за кредитирање на станбената изградба со цел да се постигне, за регулативни цели, вонбилансен третман на секјуритизираните хипотекарни средства. Притоа креаторот на банката, или финансиската институција за станбени кредити, не смее да има приватна корист во компаниите кои ја извршуваат емисијата. Основни агенти кои се вклучени во подготовка на финансиската трансакција на пазарите на капитал и на банкарските пазари од страна на централизираните заемобарателе се инвестиционите банки. Инвестиционите банки настапуваат на пазарот на хартии од вредност врз основа на хипотека во својство на одговорен менаџер и потписник на емитираните хартии од вредност. Тие се вклучени во планирање и организирање на претпријатието со посебна намена, при што ја советуваат хипотекарната компанија за составот на портфолиото, за процесот на рангирање и за законската структура. За хипотекарната компанија од особено значење е износот на расположлив капитал и очекуваниот повратна емисијата во целост, од моментот на подготовка па до продажбата на обврзниците.

[142] Michael Pryke and Tim Freeman, “Mortgage-backed securitization in the Uniteg Kingdom: The background”, volume 5, issue 3, Fannie Mae, стр.325-331, 1994.

Кога ќе се достигне критичната маса на новосоздадени хипотеки, одговорниот менаџер врши „одвојување на складираните“ хипотеки пред да ја спроведе секјуритизацијата, врз основа на одреден вид банкарска услуга. Штом се достигне критичната маса, хипотекарната компанија ќе настојува да ги продаде хипотеките на претпријатието за посебна намена. Потоа, претпријатието за посебна намена врши емисија на хартии од вредност која, во извесна смисла, се грижи за финансирањето во остатокот од животот на хипотеките. Сите потенцијални одговорни менаџери ќе го очекуваат критичниот датум и овластувањето за емисија на обврзници. Наредeн чекор претставува структуирањето и заедничкото работење со емитентот. Доколку емитентот повторно ја избере банката која е одговорна, во постојната структура веднаш ќе бидат опфатени новите идеи. Штом се добие овластувањето и изврши пласман на емисијата, се претпоставува дека одговорната банка, колку што е можно побрзо, ќе настојува да отстрани заем од 100 милиони фунти од својот биланс на состојба. Доколку овластувањето се добие на конкурентна основа, маргината на одговорниот менаџер ќе биде приближно еднаква со износот што инвеститорите се подготвени да го платат за обврзниците. Кај обврзниците со флуктуирачка каматна стапка цената не се менува како на пазарот на обврзници со фиксна каматна стапка поради тоа што обврзниците со флуктуирачка каматна стапка се прилагодуваат на секој купонски период, така што обемот според кој се разликуваат од тековните стапки на пазарот е ограничен од емисијата на нови обврзници во рамките на купонскиот период. Инвестиционата банка, која се јавува во улога на одговорен менаџер, ќе добие награда за својата работа, што претставува комбинација од провизии за запишување на хартиите од вредност платени врз основа на износот на емисијата и разликата помеѓу цената по која одговорниот менаџер ја купува емисијата на хартии од вредност и цената по која обврзниците се продадени на инвеститорите. Одговорниот менаџер има обврска да ја приложи целокупната документација и изготви конечната структура за хипотекарната компанија. Одговорниот менаџер и емитентот, заедно, им се обраќаат на рејтинг агенциите – Standard&Poor’s и Moody’s – за да стекнат рејтинг од ААА кој доминира на пазарите за хартии од вредност врз основа на хипотека во Велика Британија. Во овој пример компанијата емитент (или претпријатието за посебна намена) е во сопственост на труст кој има карактер на добротворна организација. Полномошникот што поседува акции на претпријатието со посебна намена настојува да постигне

вонбилансен третман на трансакцијата, од аспект на креаторот и трустот кој има статус на добротворна организација заради остварување на даночни цели. Во практиката профитите кои произлегуваат од претпријатието со посебна намена се повлекуваат од страна на креаторот пред да се исплати номинална дивиденда на акциите на претпријатието со посебна намена, чиј одлив е можен да се реализира и со помош на сопствениците на трустот. На крајот на процесот на секјуритизација, хипотеките кои остануваат во рамките на претпријатието за посебна намена може да бидат откупени од компанијата основач.

5.3. Спроведување на процесот на секјуритизација што се базира на употреба на хипотекарните хартии од вредност

При секјуритизацијата на хартиите од вредност врз основа на хипотеките за недвижности, или на хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства, емитентот, вообичаено претпријатието за посебна намена создадено посебно за оваа цел, нуди обврзници или комерцијални хартии од вредност на пазарите на капитал или со приватен пласман. Купонското и капиталното плаќање на амортизацијата на хартиите од вредност произлегуваат од приходот на средството или пулот на средства – приход од наемнина или отплати на заеми. Притоа, во случај на неизвршување на обврските по хартијата од вредност или појава на грешки, се врши оптоварување со одреден трошок над средствата, како што е прва хипотека на сопственоста. Секјуритизацијата на комерцијалните хартии од вредност врз основа на хипотека, во поширока смисла, повлекува понуда на хартии од вредност, чиј готовински тек произлегува од отплатите остварени од комерцијалниот заем во недвижности или почесто од пулот на заеми. Терминот е употребен во поширока смисла за да ги вклучи емисиите каде готовинскиот тек на хартиите од вредност произлегува непосредно од наемнините на средствата во имоти, со правото кое се чува во трустот како хартија од вредност за заемот или претставува прв трошок на имотот. Процесот на секјуритизација помага во интегрирањето на пазарот за одобрување на комерцијални заеми за недвижности во рамките на пошироките пазари на капитал. Ваквото намалување на сегментирањето овозможува да се надминат периодичните проблеми на капиталниот тек, да се подобри контролата на пазарот на капитал врз пазарот на недвижности, како и обезбедување понизок распон во

каматните стапки и повисоки показатели за користа на позајмувачите од заемот на недвижности.

5.3.1. Поим за хартии од вредност покриени со станбени хипотеки

Современиот секјуритизационен пазар потекнува од основните договори за станбени хипотеки склучени во ’70-тите и ’80-тите години. Банките утврдија дека можат да ги пренесат правата за отплата на долговите направени од клиентите во малопродажбата, за да се создадат хартии од вредност, врз основа на хипотека кои ќе бидат продадени на поширок опфат на инвеститори. На тој начин се ослободува капиталот кој ќе им овозможи да склучат поголем број трансакции додека контактираат со клиентот од малопродажбата и да извлечат поголема економска корист од деловните заеми кои ги создале.

Актот за промена на даноците од 1986 година придонесе за создавање на транспарентно преодно претпријатие, хипотекарен инвестиционен инструмент во недвижности, што обезбеди трансформација на пазарот. Под хипотекарни инвестициони инструменти во недвижности (REMIC) се подразбираат хипотекарни хартии од вредност од инвестициона класа, со хипотекарни пулови поделени според различното достасување и класите на ризик. Овие инструменти беа воведени на пазарот на Велика Британија од страна на Morgan Stanley во 1999 година, со Европскиот инструмент на заеми број 1, нудејќи обврзници со флуктуирачка стапка во износ од 160 милиони фунти осигурени со 13 заеми на територијата на Велика Британија. Траншата од класа А во вредност од 135 милиони фунти беше рангирана со ААА од страна на Standard&Poor’s со исплата на 50 британски фунти над LIBOR. Европскиот инструмент на заеми број 1 беше следен од три поголеми емисии, со поединечна вредност од 350 милиони фунти. Овој инструмент им овозможи на банките да креираат поголеми заеми, без да се јави потреба да се организира здружување, што, под влијание на секјуритизацијата, предизвика појава на слободен капитал за понатамошно позајмување.

5.3.2. Регулација на пазарот на хартии од вредност покриени со станбени хипотеки во Велика Британија

Во периодот од ’70-тите години на минатиот век до кредитната и финансиската криза во 2008 година настана трансформација на хипотекарниот пазар во Велика Британија од цврсто регулирана големина во рамките на финансирањето во домувањето, што базираше на штедење пред да започне процесот на позајмување, до целосно отворен пазар, каде беше евидентирана зголемена конкуренција помеѓу голем број финансиски институции, во однос на позајмувањето наспроти вредноста на станбениот имот. Ваквиот развој настана во контекст на релативно променливиот пазар на домување, каде цените и бројот на трансакции забележаа исклучително висок раст под влијание на економскиот раст и промена на политиката, за подоцна, при промена на фазата на економскиот циклус, да биде евидентирана надолна тенденција. Покрај тоа беше овозможен исклучително висок раст на становите за издавање од приближно 50% од домаќинствата во Англија во 1970 година, до приближно 70% кон крајот на минатиот век.

Од ’50-тите години на минатиот век до почетокот на дерегулацијата на почетокот на ’70-тите години, беше забележана експанзија во растот на побарувачката за поседување на домови. Како резултат на укинување на одаточувањето на впишаната рента во 1963 година, настана подем на атрактивноста на зголемените доходи и даночните повластувања на сопственоста на домовите. Најголемиот обем на хипотекарното финансирање потекнува од станбените задруги, во насока на обезбедување на позајмици од малите заштеди на секторот домаќинства и врз основа на промена на данокот одобруваа заеми на домаќинствата со стабилен доход, историја на заштеди и значителен обем на депозити. Овој систем беше речиси безризичен. Системот беше особено неправеден поради фактот што им обезбеди на релативно поимотните лица да остварат извесни користи како резултатат на поседувањето сопствен стан, особено по завршувањето на инфлаторниот период во ’70-тите години од минатиот век, при што станбениот имот обезбеди цврста заштита од последиците предизвикани од инфлацијата.

Во ’70-тите години од минатиот век на хипотекарниот пазар беа евидентирани значителни промени со зголемено учество на банките и осигурителните компании на пазарот, иако во ограничен обем, поради постоењето на регулаторните ограничувања. Цените на становите достигнаа исклучителен пораст кој беше следен од остриот пад, по

нафтениот шок во 1974 година. Овој пад не претставуваше индикатор за појава на криза на хипотекарниот пазар поради фактот дека зголемената стапка на инфлација подразбираше можност за секое домаќинство што се соочува со потешкотии да го продаде имотот по значително повисока цена од цената на конзервативното позајмување.

Во текот на ’70-тите години најголем дел од иновациите на пазарот беа прилагодени на прашањето за „антиципативно пренесување“, т.е. високите иницијални трошоци поврзани со хипотекарните ренти беа деноминирани во монетарни услови. Во услови на регулирана средина, во која Заедничкиот советодавен комитет, што се состоеше од претставници од индустријата и Владата, носеше одлуки за обемот на хипотекарното позајмување, релативно поимотните „инсајдери“ профитираа на сметка на оние кои не беа членови во комитетот.

Во ’80-тите години беа евидентирани значајни промени на хипотекарниот пазар во Велика Британија. Прво, Банката на Англија во 1980 година промовираше дополнителни регулативи за депозитите со посебна намена, познати под терминот „база“, што предизвикаа ограничено позајмување на секторот домаќинства и значително намалена профитабилност на банките-кредитори на хипотекарниот пазар. Второ, финансискиот модел базиран на промени во функционирањето на станбените задруги во 1984 година се очекуваше да обезбеди поефикасна конкуренција со банките.[143] Трето, на закупниците на становите на локалната управа во 1980 година им беше обезбедено уставното право за откуп на сопствените живеалишта, што овозможи појава на милиони дополнителни нискодоходовни домаќинства на хипотекарниот пазар. Во 1988 година, пред кризата да го достигне својот врв, Владата ја промени основата за пресметка на даночното ослободување на хипотекарната каматна стапка и тоа постојното ослободување по лице беше заменето со ослободување по живеалиште, што предизвика ограничување на бараниот износ од неповрзаните косопственици.

[143] **Mark Boleat, Adrian Coles and Building Societies Association**. *The Building Societies Association*, Building Societies Association, 1984.

5.3.2.1. Движење на побарувачката на пазарот на домување

Една од конвенционалните теоретски рамки за утврдување модел на цените на домовите се однесува на пристапот за инверзна функција на побарувачката, каде цените на домовите претставуваат функција на физичките залихи на домување, реалниот доход и други фактори кои предизвикуваат промени во побарувачката.[144] Побарувачката беше под влијание на низа фактори: зголемениот наталитет и други демографски промени, достапноста на кредити, каматните стапки и очекуваната или задоцнетата апрецијација. Според проценките, во секторот домување постои непроменета понуда на краток рок, што значи дека цените на домовите на краток рок се резултат на промените во побарувачката.

Како основен фактор за зголемена побарувачка за домување, т.е. потреба за дополнителни единици за домување, се смета промената во вкупниот број домаќинства, што при поволни услови ќе предизвика пораст над лицитираната цена на домовите. Зголемениот број домаќинства претставува резултат на промените во категоријата возрасно население, врз основа на комбинирање на промените во стапките на наталитет и морталитет и нето миграцијата во државата, или поради промените во трендот на формирање домаќинство. Оваа тенденција е определена од демографските фактори, како што се: возраста на популацијата и промените во начинот на заеднички живот на партнерите, бракот и процентот на разводи.[145]

Имено, нето миграцијата во национални рамки изнесуваше 60% во стапката на раст на популацијата во периодот 1996 – 2006 година, што претставува учество од 15% во стапката на раст на популацијата меѓу 1986 и 1996 година. Во периодот од 1996 до 2006 година беа евидентирани 1.8 милиони нови домаќинства во Англија, при зголемена популација за 2.2 милиони жители, што упатува на намалување на просечната големина на домаќинствата. Притоа приближно половина од зголемениот број домаќинства, во периодот 1991 – 2001 година, претставува резултат на зголемената стапка на раст на возрасното население, додека една третина на демографските промени во половата и возрасната структура. Врз основа на спроведените анализи, се очекува континуиран

[144] John Muellbauer and Anthony Murphy, "Housing markets and the economy: the assessment", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.24, Number 1, 2008.
[145] Alan Holmans, "More households tobe housed: Where is the increase in households coming from: Technical Document". *Cambridge Centre for Housing and Planning Research*, October (2006)

забрзан раст на бројот на домаќинствата од почетокот на ’90-тите години и во идниот период, со проектирано формирање на 4.5 милиони нови домаќинства до 2026 година, што е еквивалентно на 223 000 дополнителни домаќинства на годишно ниво. Како основни двигатели на растот се сметаат: подолгиот период на живот, континуираната нето миграција во национални рамки, зголемените стапки на разводи на паровите и зголемениот тренд на формирање домаќинства.[146]

Клучен фактор за одредување на платежната способност на едно домаќинство претставува доходот на домаќинството. Иако реалниот доход по домаќинство беше зголемен за 27% во периодот меѓу 1995 и 2007 година, кај реалните цени на домовите беше евидентиран пораст од 168% во истиот период. Врз основа на спроведените економетриски истражувања за детерминантите кои влијаат врз цените на домовите, во Велика Британија е потврдена суштинската врска помеѓу доходот на домаќинството и цените на становите. Хант[147] истакна дека Велика Британија се одликува со висока еластичност на побарувачката за домување во однос на доходот, со приближна вредност од 1, во споредба со вредноста на меѓународниот просек од 0.5. Врз основа на проценките за еластичноста, евидентирана е доходна еластичност на цените на становите во интервал 1.5 – 2, што упатува на фактот дека порастот на доходот од 1% ќе предизвика зголемени цени на становите помеѓу 1.5 – 2%.[148] Иако во периодот 1995 – 2007 година беше утврдена еквивалентна стапка на раст на реалните цени на становите со стапката на раст на реалниот доход по домаќинство, се претпоставува дека зголемените цени на становите од средината на ’90-тите години се резултат на влијанието на низа други фактори, покрај растот на доходот.

Покрај влијанието на каматните стапки врз утврдување на висината на трошоците за сервисирање на заемот за купување на станот, од особено значење е нивната улога за промена на дисконтниот фактор при проценка на приносот на капиталот, што упатува на нивната инверзна корелација со цените на становите. Во Велика Британија, кај реалните

[146] ibid
[147] Benjamin Hunt, “How Should Policymakers Respond to a Decline in House Price”, *United Kingdom:Selected Issues, IMF Country Report, No. 05/81.*
[148] Овие проценки се изведени од страна на Cameron *et al.* (2006) и Barrell *et al.* (2004). Во стандардниот модел, при утврдена доходна еластичност α и ценовна еластичност β на побарувачката за домување, еластичноста θ на цените на становите во однос на доходот е еквивалентна на $\theta = (\alpha/\beta)$.

хипотекарни стапки (добиени како просек од сите постојни хипотеки), беше утврден тренд на опаѓање во периодот помеѓу крајот на ’90-тите години и 2004 година, со истовремена појава на највисок евидентиран пораст на цените на становите. Како резултат на релативно стабилните стапки на инфлација во текот на овој период, номиналните и реалните каматни стапки имаа приближно изедначена вредност, па поради тоа беше утврдено истовремено намалување на номиналната и реалната обврска при хипотекарното позајмување, што предизвика намалени трошоци за финансирање на заемот за купување стан при определено ниво на доход и цена на станот.

Под влијание на кредитната криза од 2007 година, зголемената стапка на инфлација предизвика намалување на реалните каматни стапки до исклучително ниско ниво и непроменето ниво на номиналните хипотекарни стапки. Од теоретска гледна точка, реалните каматни стапки имаат непроценливо значење при донесување одредени одлуки за инвестирање и позајмување, со оглед на тоа што го одредуваат вистинскиот трошок на позајмување. Врз основа на економетриските студии е потврдена клучната улога на реалните каматни стапки за утврдување на движењето на цените на становите, и покрај фактот дека единствено спот стапката е опфатена во проценетите равенки што го исклучува влијанието за очекуваното движење на каматните стапки.[149] Истражувањето на Мајлс[150] покажа дека купувачите на станови се склони кон преголем оптимизам во однос на движењето на каматните стапки во иднина и преценетата улога на трендот на намалување на каматните стапки од 1998 година до почетокот на кризата, при антиципирање на движењето на побарувачката за домување и зголемените цени на домовите.

Почетокот на либерализацијата на кредитниот пазар во ’80-тите години во Велика Британија предизвика позитивен тренд во побарувачката за домување. Врз основа на заемното влијание на финансиската дерегулација, иновациите во секјуритизацијата и

[149] Според истражувањата спроведени од Farlow (2004a), не може да се потврди влијанието на номиналните каматни стапки при утврдување на цените на становите на долг рок. Врз основа на извештајот на ММФ (2003), е утврдена обратнопропорционална врска меѓу номиналните каматни стапки и цените на становите на краток рок. Muellbauer и Murphy (1997) истакнаа дека имплементацијата на номиналните каматни стапки не предизвикува подобрување на емпириската структура на моделот. Меѓутоа, Barrell *et al.* (2004) истакнаа дека промените во краткорочните номинални каматни стапки имаат исклучително негативни ефекти врз цените на становите поради креирањето на ликвидносни ограничувања.

[150] David Miles, “The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View – Final Report and Recommedations”, *HM Treasury,* 2004

новите хипотекарни инструменти, беше обезбедено намалување на кредитниот ризик, зголемена кредитна понуда и подинамичен и поконкурентен хипотекарен пазар.

Зголемената достапност на кредити им овозможи на кредитобарателите следење на темпото на забрзаната апрецијација на пазарот на домување. Група автори (Goodhart et al.) истакнаа дека либерализацијата во финансискиот сектор е насочена кон појава на проциклично однесување при кредитирањето од страна на банките, што го подгрева растот на цените на становите.

Како резултат на експанзијата во доменот на кредитирање, беше евидентирана зголемена достапност на кредити од 2.3 пати на 3.2 пати во однос на доходот во периодот 1996 – 2007 година. Притоа зголеменото нискоквалитетно хипотекарно кредитирање базира на билансот на успех, заверен од страна фирмата и кредитирање со исклучително високи показатели за покриеност на хипотекарниот заем, со проценетата пазарна вредност на недвижноста во однос на вредноста на хипотеката. Од страна на Мјуелбауер и Марфи беше употребен индексот на кредитните услови при одобрување хипотекарни и потрошувачки кредити со цел да се истакне водењето на исклучително лабавата кредитна политика од 1995 година, па сè до почетокот на кредитната криза. Правото на наем во голема мера зависи од кредитните ограничувања, па поради тоа домаќинствата кои имаат пристап до одреден износ на кредит се во можност да купат стан, додека домаќинставата со ограничени можности за добивање кредит се соочени со алтернативното решение за живеење под кирија или социјално домување, до обезбедување доволен обем на заштеди.

Во Велика Британија доминираше трендот на поседување сопствени станови, наспроти изнајмувањето или пазарот за социјално домување. Овој став беше потврден од страна на Баркер и Хант, што претставува одраз на општиот тренд на домаќинствата за купување стан во помлада возраст со цел остварување капитални добивки и избегнување на изнајмувањето на станови што има третман на „отплата на нечија хипотека“.[151] Со имплементирање на низа владини програми, како што е правото за откуп на изнајмените социјални недвижности од локалните власти во ’80-тите години и шемите за заедничка сопственост во ’90-тите години, се зголеми можноста на домаќинствата за купување

[151] Farlow (2004a) ја истакна вообичаената “заблуда на купувачот”, што ги занемарува реализираните трошоци за камати при обезбедување на побарувањето за потенцијалните капитални добивки, како и ризиците поврзани со промените во каматните стапки и општата состојба на пазарот на недвижности.

сопствени станови. Од ’70-тите години стапката на станови земени под закуп забележа значителен пораст до ниво од 70% во 2006 година, што во голем обем падна на товар на социјалното домување. За споредба, стапката на станови земени под закуп во ЕУ15 изнесуваше 62% во 2004 година.

Врз основа на податоците објавени од страна на Кралскиот институт на овластени геодети (2008), Велика Британија има најлиберален приватен сектор за изнајмување на станови во Европа, што претставува контра-аргумент на високите стапки за поседување сопствен стан на долг рок, базирани на недостигот на станови наменети за изнајмување. Мотивите за поседување сопствен стан во Велика Британија се поврзани со долгорочниот тренд на значително висок раст на цените на становите и очекувањата на купувачите за апрецијација на цените на становите во иднина. Иако постојат сериозни ограничувања при имплементирање на очекувањата за движењата на цените на становите во иднина во економетриските модели на пазарот на домување, поради отсуството на директна обсервација, посредната варијабла, како што е заостанатата апрецијација на цените на становите, претставува значајна варијабла за понатамошна анализа.[152] Оваа состојба предизвикува формирање повисоки цени на становите од рамнотежното ниво и појава на квази-шпекулативни балони.

Експанзивниот раст на цените на становите во почетокот на ’90-тите години делумно се објаснува со трендот на забрзано формирање на домаќинствата. Група автори (Girouard et al.) истакнаа дека зголемената побарувачка за домување ќе предизвика појава на повисоки ренти, како и фактот дека изнајмувањето на станови треба да претставува вообичаен супституит за сопственото поседување станови. Трошоците за изнајмување станови може да се набљудуваат како вистински трошок за просторот наменет за домување, со тенденција на пораст во случај кога побарувачката ја надминува понудата. Врз основа на спроведените истражувања, забележана е релативно стабилна стапка на инфлација на станариниte, со просечен раст на годишната рента измерена преку индекс на хармонизирани потрошувачки цени за постојните станарини од 3% помеѓу 1997 година и 2007 година и стандардна девијација од приближно половина процентен поен.

[152] Види Muellbauer и Murphy (2008) и Barrel *et al.* (2006)

Со воведување на т.н. хипотекарни производи купување заради изнајмување во 1996 година, започна реализирањето на владината мерка за зголемување на обемот на приватниот сектор за изнајмување во Велика Британија.[153] Учеството на кредитните аранжмани купување заради изнајмување од 0.4% во 1998 година достигна ниво од 10% во 2007 година. Со аранжманите купување заради изнајмување беше обезбеден позитивен нето принос од изнајмувањето за сопствениците на станови до 2003 година кога, поради неочекуван раст на цените на становите, беше забележано намалување на бруто приносите и повисоки трошоци за сервисирање на долгот, што предизвика појава на намалени нето приноси. Спроведеното истражување од страна на владиниот советодавен оддел за национална политика во домувањето на Велика Британија, упатува на кумулативно зголемување на побарувачката за домување, базирана на аранжманите купување заради изнајмување од 20 процентни поени во вкупното зголемување од 150% на реалните цени на становите во периодот помеѓу 1995 година и средината на 2007 година.

Трансакциските трошоци и одаточувањето на домувањето имаат одредено влијание врз побарувачката за домување и поседувањето на сопствените станови, во насока на утврдување повисоки трошоци за купување на недвижности во однос на нивното изнајмување. Во Велика Британија трансакциските трошоци имаат форма на таксена марка, данок во интервал 1 – 4%, што се пресметува по повисоки стапки при промена на продажната вредност, а се плаќа од страна на купувачот. Кај стапките на наплата на таксените марки е евидентиран континуиран пораст од 1997 годин, со воведување на повисоки стапки на таксени марки. Како резултат на даночните промени од средината на ’90-тите години во однос на поседувањето на сопствени станови, беше утврдено постепено намалување на даночното ослободување при исплатите за камати на хипотекарните заеми и целосно укинување од 1 април 2000 година.

[153] Со хипотеките купување заради изнајмување (buy-to-let), на потенцијалните сопственици на станови им се овозможува купување на дополнителни недвижности со мали депозити (над 20%) врз основа на потврда дека висината на станариниte ќе обезбеди покривање на каматите и по можност и отплатите на главнината. Farlow (2004a) истакна дека пазарот на хипотекарните производи купување заради изнајмување зазема најголемо учество во јужна Англија, а неговото финансирање базира на кредитите со исплата единствено на камата со висок степен на левериџ.

5.3.2.2. Движење на понудата на пазарот на домување

Понудата во секторот домување во Велика Британија беше фиксна на краток рок. Во периодот од 15 години беше забележано просечно нето зголемување на бројот на станови во Англија од 150000 единици на годишно ниво и значителен пораст на нето доградбите помеѓу 2005 и 2007 година. Растот на понудата во домувањето во најголем обем беше базиран на изградбата на нови станови, кои го објаснуваат бруто порастот во понудата за домување, но рушењето и преобразбата на постојните згради во единици за домување ја продлабочува поделбата помеѓу изградбата и доградбата во фондот за домување.

Намалениот обем на дополнителни станови е пресметан како разлика помеѓу зголемениот број домаќинства во одредена година и нето доградбите на становите и е одраз на зголемената регулација на пазарот на домување, што предизвика дополнителни притисоци на страната на побарувачката во секторот домување, базирани на растот на населението и демографските промени. Долгорочното водење лабава политика во фондот за домување предизвика пораст на цените на становите кон крајот на ’90-тите години, додека рекордно високото ниво на цените на становите во 2002 – 2003 година беше придружено со значително намалување на дополнителните станови поради порестриктивната политика во фондот на домување.

Од почетокот на 2000 година е забележано заостанување на нето доградбите во домувањето, во споредба со создавањето на новите домаќинства, што предизвика дополнителни притисоци на страната на понудата на пазарот на домување со растечка побарувачка. Стапката на завршени станови во Велика Британија по 1000 жители бележи тренд на опаѓање од ’80-тите години и достигна 3.2 во 2004 година. За споредба, истиот коефициент изнесуваше 19 во Шпанија, 6 во Франција и 4 во Холандија. Учеството на слободните станови во вкупниот фонд на станови во Велика Британија е под просечното ниво на ЕУ.[154]

Мин[155] истакна дека ценовната еластичност на новата понуда за домување од ’90-тите години па наваму варира околу нула, што упатува на постоење слаба корелација

[154] Статистика на секторот за домување при Европската Унија 2005/6, Министерство за инфраструктура на Република Италија

[155] G. Meen, *On the Economics of the Barker Review of Housing Supply*, Housing Studies, 20(6), 949-71, 2005.

помеѓу растот на цените на становите и новоизградените станови. При споредбата на ценовната еластичност на Велика Британија во меѓународни рамки, утврдена е исклучително ниска ценовна еластичност на новите градби во областа на домувањето во согласност со економетриските студии, каде на краток до среден рок побарувачката претставува основна детерминанта за определување на висината на цените на становите. Поради долгорочниот нагорен тренд на цените на становите во Велика Британија, постои ограничена понуда за домување, што претставува причина за нерамнотежа на понудата и побарувачката за домување.[156] Зголемените ограничувања во понудата за домување често се припишуваат на системот за планирање во Велика Британија, како и ограничената понуда на земја. Тековниот систем на земјишно планирање води потекло од Урбанистичкиот план од 1947 година, при што во законот беше имплементирана одредба за неопходно одобрение од страна на локалните власти за секоја планирана градежна зона, во согласност со локалните планови за градежни зони.

Баркер[157] смета дека системот на планирање, во делот на развојот на процесот на контрола е исклучително комплексен и непредвидлив, додека ригорозните барања на регулативите за планирање се индикатор за застој во процесот на изградба на новите станови. Според истражувањата спроведени од страна на Баркер, неефикасната употреба на земјата претставува резултат на ниската продуктивност на земјоделското земјиште со потенцијал за градежна зона, класифицирано како дел од „зелениот појас“, т.е. земјишната област околу урбаните подрачја што е означена како неразвиено подрачје. Како фактори кои предизвикуваат ограничување во развојот се сметаат недоволниот обем на средства за поддршка на инфраструктурата и ниските финансиски стимуланси со кои се соочени локалните власти при планирање на изнајмување на земјата. Врз основа на зголеменото облигаторно дејство на ограничувањата при планирањето, во 2002 година беа одбиени 25% од барањата за дозволи за планирање на градежните зони за домување, споредено со просекот од 15% во периодот од 1996 до 1999 година.

Во Прелиминарниот извештај за домување на Владата на Велика Британија од 2007 година, беше поставен таргет за изградба на 2 милиони дополнителни станови во Англија

[156] Види Barker (2008) и Muellbauer et al. (2008). Низа индикации упатуваат на постоење нерамнотежа во однос на типот на станот, локацијата и големината.
[157] K. Barker, *Review of Housing Supply: Delivery Stability: Securing our Future Housing Needs*, HM Treasury, 2004.

до 2016 година и три милиони станови до 2020 година, како и зголемување од 50% на понудата за социјално домување до 2010/2011 година. Со првиот таргет е предвидена нето понуда на доградбите во домувањето од 240.000 единици годишно до 2016 година. Дури и во случај на усогласени таргети, постои мала веројатност за зголемена понуда во домувањето во однос на бројот на домаќинства. Имено, според демографските проекции се очекува бројот на домаќинства во Англија да достигне 2.3 милиони до 2016 година и 3.2 милиони единици до 2020 година. Според проекциите на Националната служба за домување и планирање (2008b), е предвидено новите дозволи за градби да достигнат ниво од 277.000 до 2026 година на годишна основа.

5.3.2.3. Состојба на еквилибриум на пазарот на домување во Велика Британија

Во академските кругови се прави разлика помеѓу два пристапи за одредување на еквилибриумот на цените на становите, од кои првиот е базиран на пресметување на показателите за цени на домовите, со употреба на основните деноминатори како просечни плати, ренти или трошоци за сервисирање хипотеки.

Показателот за цени на становите во однос на просечните плати во Велика Британија бележи значителен пораст од 1996 година, кога просечниот трошок на недвижностите беше трипати поголем од просечната годишна плата. До средината на 2007 година, поради повисокиот пораст на цената на становите во однос на порастот на платите, овој показател се зголеми за приближно шестпати во однос на платата. Во однос на долгорочниот просек од приближно 3.5, кон средината на 2007 година, врз основа на апрециранитe цени на становите, беше евидентирано ограничување на достапноста на фондот за домување. Иако оваа состојба упатува на неусогласеност на способноста за отплата на становите со постојните цени, не постои јасен индикатор дали оваа состојба е последица на промените во подготвеноста да се плати или на останатите фактори, како што е воведувањето пониски каматни стапки на хипотеките при анализираниот пораст на цените на становите. Поради тоа изедначувањето на рамнотежната вредност на становите со ценовното ниво на становите, што го одржува показателот за цените на становите во однос на платите на своето долгорочно ниво, претставува иклучително едноставен пристап за проценка на рамнотежната цена.

Имено, поголеми предности се забележани кај пристапот базиран врз претпоставената рамнотежа помеѓу цените на становите и рентите. Ако се тргне од премисата дека, во услови на постоење рамнотежа, трошокот за изнајмување на недвижноста треба да се изедначи со трошокот за поседување сопствен стан и на реалниот трошок на закупувачот за домување, овој пристап се состои од одредување на цените на имотот. Трошокот на закупувачот за домување, што претставува функција на каматните стапки, депрецијацијата, даноците и очекуваната апрецијација, има влијание врз имплицитниот трошок за изнајмување на станови и предизвикува промена на рамнотежата помеѓу цените на становите и постојните ренти. Наспроти тоа, се смета дека, врз основа на факторите кои влијаат врз промена на побарувачката, како што се населението или растот на доходот, ќе настане зголемување на рентите и цените на становите во случај рентите да претставуваат реален одраз на вистинскиот трошок за изнајмување.[158] Врз основа на пристапот заснован врз трошокот на закупувачот, група автори (Girourard et al.) забележаа преценетост на цените на становите во Велика Британија за 25-30% во 2005 година. Со споредба на показателите цена во однос на рента со нивниот долгорочен просек, Хант утврди преценетост на цените од 30% во 2004 година. Според група автори (White et al.), беше утврдена преценетост од приближно 50% до почетокот на 2007 година. Поради намалувањето на цените на становите за приближно 10% во периодот помеѓу средината на 2007 година и третиот квартал на 2008 година, на крајот на третиот квартал на 2008 година беше евидентирана преценетост на цените во секторот недвижности од 20%.

Со примена на пристапот заснован врз економетриски модел, ММФ утврди дека во случај на изолирано влијание на основните детерминанти на побарувачката врз порастот на цените на становите во периодот помеѓу 1997 и 2007 година, е остварен раст од 30% во 2007 година. Според проценките на одредени автори (Barell et al.)[159], во првата половина на 2004 година во Велика Британија е евидентирано надминување на рамнотежната вредност на цените на становите за 30%. Понатамошните анализи на Barell имплицираат дека иницијалното отстапување од 10% над рамнотежните цени предизвика

[158] Muellbauer и Murphy (2008) истакнаа дека, поради малиот обем на секторот за изнајмување и трендот на континуирано високи ренти, шоковите на страната на побарувачката ќе предизвикаат промена на показателот цена во однос на рента.
[159] R. Barrel et al., *the Current Position of UK House Prices,* NIESR, National Institute Economic Review 2004.

преценетост од приближно 30% во 2005 година, како и преземање корективни мерки на пониските цени од рамнотежното ниво во текот на 2008 година.

5.3.3. Развој на глобалната финансиска криза во Велика Британија

Хипотекарниот пазар во Велика Британија е еден од најголемите и најотворените пазари во Европската Унија. До крајот на 2006 година неотплатените заеми го надминаа нивото од 3 трилиони фунти, при што од 2000 година долгот бележи пораст од приближно 10% годишно. Хипотекарниот долг како дел од БДП изнесуваше приближно 83% во 2006 година, што упатува на фактот дека е четврти по големина во Европа – зад Данска, Холандија и Швајцарија и значително понизок во споредба со САД или Австралија.[160] Осигурениот долг по станбениот имот беше проценет на 3.5 трилиони долари, при што статистичката евиденција на ОЕЦД упатува на фактот дека мал дел од домаќинствата поседуваат хипотекарни или останати заеми, со оглед на тоа дека заемот е тесно поврзан со капацитетот на субјектите за негово сервисирање – големите заеми се поврзани со пониски показатели на отплата на заемот во однос на доходот.

На хипотекарниот пазар беа евидентирани промени од големи размери, врз основа на кои на клиентите им беше обезбеден поголем избор, но притоа беше вклучен и повисок ризик.[161] Прво, дерегулацијата овозможи поконцентриран хипотекарен пазар на мало, иако во суштина постоеше исклучително висока потенцијална конкуренција во меѓународни рамки. Во 2006 година 60% од бруто позајмувањата произлегуваат од мал број банки и 25% од централизираните кредитори во споредба со 7% на почетокот на векот. За централизираните кредитори беше неминовно проширувањето на пазарот со цел реализација на таргетите на раст, при што беше зголемена зависноста од хипотекарниот пазар на големо при финансирањето, како и повторното ставање под хипотека и учество на пазарите означени како купување поради продажба при позајмувањето. Второ, се спроведе стандардизирање на постапките за хипотекарна проценка, делумно поради

[160] N. Girouard, M. Kennedy and C.Andre, Has the rise in debt made households more vulnerable**?,** Economic Department Working Paper no.535. Paris: OECD, 2006

[161] Scanlon et al. 2008.
Christine Whitehead and Katrina Gaus. *At any cost? Access to housing in a changing financial marketplace*, London:Shelter, 2007.

растот на големите позајмувања и делумно поради зголеменото учество на заемите иницирани од страна на брокерите.[162] Во периодот пред 2000 година, единствено 10% од кредиторите употребувале кредитно рангирање или податоци препорачани од страна на кредитните агенции, при што до 2006 година оваа постапка се применувала од приближно 88%. Трето, опсегот и комбинацијата на хипотекарните производи беа предмет на интензивни промени, каде 70% од одобрените заеми беа краткорочни хипотекарни заеми со фиксна каматна стапка и промотивен попуст. Повторното ставање под хипотека опфати над 40% од одобрените заеми – што претставува повисок процент во споредба со мобилните куќи и двојно повисоко учество во однос на иницијалните набавки на куќи. Кај показателите за покриеноста на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста беше евидентиран тренд на опаѓање, што предизвика населението да располага со значително повисок обем на инвестиран капитал во станови, споредено со претходната криза. Четврто, беше забележан исклучително висок раст на кредитирањето со нискоквалитетни хипотекарни заеми и заеми со приближно идентични карактеристики, како и примарните заеми, што беше поврзано со приближувањето кон стандардизираните критериуми. Во 2005 година на 20% од кредитобарателите им беа одбиени кредитните барања од страна на водечките кредитори на пазарот, што обезбеди терен за појава на кредитори насочени кон одобрување на нискоквалитетни заеми. Покрај тоа на пазарот беше евидентиран значителен број потенцијални купувачи, од кои дел беа вработени во сопствени фирми, при што не постоеше можност за обезбедување независна документација за нивниот доход. Оваа ситуација наметна појава на одобрување хипотекарни заеми врз основа на изјавата за доход на кредитобарателот.[163] До 2005 година 30% од кредитобарателите беа активни учесници на нискоквалитетниот хипотекарен пазар, што претставува 5% од бруто кредирањето на годишно ниво. Одборот за финансиски услуги во Велика Британија (FSA) истакна дека приближно 60% од кредитирањето беше поврзано со повторното ставање под хипотека, во случај кредитобарателот да не изврши навремена отплата или при преструктуирање на поскапиот заем во однос на расположливиот капитал во домувањето.

[162] FSA Press release FSA/PN/081/2007. 4 July 2007.
[163] Counsil of Mortgage Lenders. "Lenders respond to FSA findings on self-certification". *News & Views.* 22 November 2005.

Врз основа на спроведените независни анализи, беше утврдено дека нискоквалитетниот хипотекарен пазар претставува високоризичен пазар, каде вредноста на обврските беше за четирипати, додека вредноста на имотот за десетпати повисока во однос на вредноста на примарниот пазар.[164] Покрај тоа, нискоквалитетниот хипотекарен пазар, со високоризичните нискоквалитетни кредитори, прерасна во основен предмет на интерес и тоа не само поради тоа што нискоквалитетните хипотекарни кредитори бараа пониски показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста, туку и поради мотивот за стекнување сопственост врз имотот. Дел од кредиторите беа насочени кон реструктуирање на заемот, што стана норма на кодексот на Советот на хипотекарни кредитори на доброволна основа од 1997 година, за преземената постапка при проблемот на неизвршување на обврските и останатите проблеми.[165]

Покрај нискоквалитетното кредитирање, особено значење зазема и растот на учеството на финансирањето на големи износи, што се однесуваше првенствено на нискоквалитетните кредитори кои беа особено зависни од пазарот, но и за дел од примарните кредитори каде беше евидентиран исклучително брз пораст на учеството на финансирањето на големи износи. Во Велика Британија емитентите задржаа значителен степен на ризик, што претставува мотив за подобра проценка на ризикот.

Кај цените на становите по истекот на периодот на опаѓање во 2005 – 2006 година, беше евидентиран значителен пораст во 2007 година, при што стапката на раст изнесуваше 6.5%. Бројот на трансакции опадна од ниво од 1.8 милиони на ниво од приближно 1.4 милиони. Кај бруто заемите беше забележан растечки тренд, при што достигнаа износ од 363 милиони фунти, што претставува 25% над нивото остварено во 2005 година. Каматните исплати, како дел од доходот, од ниво од 11.8% во 2003 година, достигнаа ниво од 18.1% во 2007 година.

И покрај отсуството на јасни сигнали за значителниот пораст на хипотекарните долгови, беше евидентиран исклучително висок раст на сопственоста во

[164] M. Stephens & D. Quilgars, "Sub-prime mortgage lending in the UK", *European Journal of Housing Policy*, Volume 8:No.2, 197 – 215, 2008.
[165] Moira Munro, "Need a loan for any purpose? Sub prime secured lending in the UK", Paper prepared for ENHR Conference 2005: Iceland, 2005a.

нискоквалитетниот хипотекарен сектор, што придонесе за зголемен интерес за нивото на задолженост кај голем дел од развиените земји.

5.3.3.1. Влијанието на банката Northern Rock врз економијата во Велика Британија

Долгорочниот тренд на пораст на пазарот на домување во Велика Британија беше заменет со значително колебање во средината на 2007 година, кога беше евидентирано опаѓање на бројот на трансакции и намалување на цените на домовите во декември 2007 година. Иако реалните цени беа над нивото на историскиот тренд, низа аналитичари на пазарот истакнаа дека трендот на опаѓање на цените на недвижностите претставува привремен шок.

Како резултат на падот на цените во секторот на недвижностите во Велика Британија, беше регистрирана првата институција која претрпи сериозни последици под влијание на финансиската криза. Northern Rock од станбена задруга се трансформира во банка во 1997 година и подоцна стана еден од најзначајните хипотекарни кредитори во Велика Британија. Во 2006 година банката Northern Rock поседуваше 77.3 милијарди фунти неисплатени хипотекарни заеми, што претставува пораст од 24% во споредба со претходната година.

Основната разлика помеѓу банката Northern Rock и нејзините конкуренти, врз основа на која беше остварена исклучително висока стапка на раст, произлезе од степенот на зависност на финансирањето од секјуритизацијата на хипотекарните средства, како и финансирањето на пазарот на пари. Во јуни 2007 година учеството на депозитите на мало изнесува 23% од банкарските обврски. Најголем дел се однесуваа на секјуритизираните обврзници и средствата кои потекнуваа од пазарите на пари на големо и незначително учество на колатерализирани обрзници. Во 2005 – 2006 година, кај приближно 50% од заемите на големо на банката, беше утврден периодот на достасување пократок од една година.[166] Втората разлика помеѓу банката Northern Rock и останатите хипотекарни кредитори произлегува од фактот дека активноста на банката Northern Rock првенствено

[166] Alistair Milne and Geoffrey Wood, "Shattered on the Rock? British financial stability from 1866 to 2007", *Journal of Banking Regulation* 10(2) 89-127, 2009.

се потпираше на кредирање на станбените хипотеки, и покрај престанокот во функционирањето како станбена задруга.

До средината на 2007 година проблемите на пазарот за хартии од вредност, врз основа на хипотека, во САД ги надминаа границите на Северна Америка, при што беа погодени потенцијалните купувачи на хартии од вредност и пазарите за слични хартии од вредност ширум светот. Поради тоа, кон средината на 2007 година, како резултат на ограничувањето на овој извор на финансирање, банката Northern Rock се насочи кон пазарите на пари на големо. Проблемите на банката Northern Rock за обезбедување на тековното финансирање не беа базирани на загриженоста на инвеститорите за хипотекарните средства поради фактот дека банката претставува висококвалитетна банка, со релативно нискоризично портфолио кое има ниска изложеност на нискоквалитетни заеми, при што, заклучно со 2007 година, приближно 0.57% од станбените сметки на банката беа задолжени над 3 месеци, што е значително под просекот на Советот на хипотекарни кредитори од 1.1%.[167] Поради тоа се смета дека проблемите на банката Northern Rock претставуваат резултат на системската криза на пазарите на пари.

Поради тоа, во септември 2007 година, банката Northern Rock беше принудена да се спогоди со Банката на Англија за добивање поддршка за одржување на ликвидноста. Имено, банката Northern Rock се соочи со банкарска паника на нагло повлекување на депозитите од страна на штедачите, што не беше забележано приближно еден век во Велика Британија. Штедачите повлекоа над 1 милијарда фунти депозити за период од неколку денови.

Како резултат на неуспешните обиди за пронаоѓање купувач за банката Northern Rock, беше донесена одлука од страна на Владата на Велика Британија за преземање на компанијата во периодот на „привремена јавна сопственост“, што започна на 22 февруари 2008 година.

Основното влијание на проблематичната состојба на банката Northern Rock врз пазарот на домување во Велика Британија се манифестира преку сериозната контракција на општиот капацитет на кредитирање. По преземањето на банката Northern Rock во јавна

[167] Иако Milne & Wood (2009) истакнаа дека квалитетот на деловните книги на Northern Rock не е особено добар, што делумно се должи на високото учество на кредитирањето на купувачите кои за првпат купуваа куќи и кредитобарателите во јужна Англија.

сопственост, беше извршено редефинирање на нејзиниот бизнис-план за да се реализира примарната цел, т.е. отплатата на долгот на Банката на Англија. За да се овозможи отплатата на долгот, постојните клиенти беа мотивирани за склучување нов хипотекарен заем со останатите кредитори и значително намалување на новото хипотекарно кредитирање. Бруто кредитирањето во 2007 година изнесуваше 29.5 милијарди фунти, додека во 2008 година изнесуваше 2.9 милијарди фунти – што претставува пад од 90%.

Кредитната криза предизвика одредено влијание и врз остатокот на пазарот, особено кај нискоквалитетните кредитори кои беа зависни од финансирањето со депозити на големо, но врз банките значително влијание предизвика и намалувањето на меѓубанкарското кредитирање.

Падот во кредитирањето на банката Northern Rock од 26 милијарди фунти во периодот 2007 – 2008 година изнесуваше 10% од вкупниот пад од 253.9 милијарди фунти во бруто хипотекарното кредитирање во Велика Британија.

5.3.3.2. Последиците од банкротот на банката Lehman Brothers врз пазарот за станбени хипотеки

Национализацијата на банката Northern Rock предизвика понатамошен пад на цените на становите во Велика Британија. Кредиторите наметнаа порестриктивни услови за потенцијалните кредитобаратели врз основа на намалените цени, зголемената невработеност и тешкотиите при обезбедување на финансирањето, како и исклучување на употребата на нестандардни хипотекарни производи.

Во септември 2008 година, врз една од водечките инвестициони банки во САД – Lehman Brothers, беше отворена стечајна постапка. Врз основа на проширувањето на паниката на финансиските пазари во светот, како и поради фактот на намалена активност при спасување на овие институции од страна на Владата, беше забележано понатамошно затегнување на условите при кредитирање и опаѓање на цените на средствата.[168] Како последица на отворената стечајна постапка врз банката Lehman Brothers, беше евидентирана серија спојувања и владини преземања на банките и станбените задруги во

[168] **OECD.** *OECD Economic Surveys: United Kingdom.* Paris: OECD. 2009.

Велика Британија, што предизвика значителни промени во хипотекарното финансирање во Велика Британија.

Табела 9: Најголеми хипотекарни кредитори во Велика Британија, рангирани според износот на хипотекарните средства во декември 2008 година

Ред	Назив	Активности преземени во текот на кризата	Хипотекарни средства (милијарди фунти)	% од средствата на 10-те топ кредитори
1	Lloyds Banking Group	Преземање на холдинг компанијата помеѓу Halifax и Банката на Шкотска со владина помош, при што Владата стана мнозински сопственик	350.5	35%
2	Santander	Откуп на средства од национализираната банка Bradford & Bingley	159.2	16%
3	Nationwide BS	Стекнување на станбените задруги Cheshire & Derbyshire (септември 2008) и станбената задруга Dunfermline (март 2009)	136.0	13%
4	Barclays	Привремена владина контрола	82.2	8%
5	The Royal Bank of Scotland		76.6	8%
6	Northern Rock	Привремено национализирана	66.7	7%
7	HSBC Bank		50.5	5%
8	Bradfolrd & Bingley	Национализирана, сметките на штедните депозити и филијалите беа продадени на Abbey/Santander; намалување на обемот на хипотекарните заеми	41.0	4%
9	Bank of Ireland		27.0	3%
10	Britannia BS		22.1	2%

Извор: Counsil of Mortgage Lenders (2009) „Largest mortgage lenders, 2008“, *News and Views* 16:18, август 2009

Владиното преземање на банката Bradford & Bingley во септември 2008 година се повтори и во случајот на банката Northern Rock. Банката Bradford & Bingley беше дел од групата најголеми хипотекарни кредитори во Велика Британија во 2007 година, со учество од 3.9% на пазарот. Имено, банката Bradford & Bingley се потпираше на изворите за

финансирање на пазарите на големи депозити, при што ограниченият пристап до овој пазар ја зголеми опасноста од отворање стечајна постапка. Владата на Велика Британија изврши национализација на банката, продажба на сметките на штедни депозити и филијали на Корпорацијата за комерцијално и деловно банкарство Santander и намалување на обемот на одобрени хипотекарни заеми.

Во септември 2007 година беше намалена вредноста на акциите на одделот Halifax при Банката на Шкотска Halifax за 37%. Како резултат на тоа, одделот Halifax при Банката на Шкотска беше преземен од страна на британската банка на мало Lloyds TSB со поддршка на Владата која поседуваше 43% во интегрираната институција. Банкарската групација Lloyds го зазеде приматот на најголем хипотекарен кредитор во Велика Британија, со учество од 30% на пазарот. Во октомври 2008 година, Владата на Велика Британија објави преземање на удел во Royal Bank of Scotland, со цел да изврши докапитализација на групата; што предизвика првобитниот удел од 57% да се зголеми на 84%.

Во текот на 2008 – 2009 година беше евидентирано понатамошно опаѓање на цените на становите, што предизвика зголемување на обврските на кредитобарателите и состојба на пониска вредност на имотот, во однос на неотплатениот дел од хипотекарниот заем. Имено, највисока изложеност на ризик од пониска вредност на имотот во однос на неотплатениот дел на хипотекарниот заем беше евидентирана при набавката на станови во периодот што претходеше на ценовниот врв во средината на 2007 година, особено кај субјектите со високи показатели за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста. Во септември 2008 година беше објавено намалување на периодот на чекање од 39 недели на 13 недели за добивање помош од страна на Владата на Велика Британија за невработените кредитобарателите при отплатата на каматите на хипотекарните заеми и подигнување на плафонот во однос на исполнувањето на одредедени критериуми за одобрување заем. Во јануари 2009 година беше донесен план за отплата на хипотекарните заеми во Англија, при што на кредитобарателите со финансиски проблеми им беше обезбедена продажба на становите на станбените задруги, со можност за понатамошно живеење во нив и исполнување на обврската во однос на исплатата на закупнината на новите сопственици.

Прифаќањето на новиот план за отплата на хипотекарните заеми не ги исполни очекувањата, делумно поради исклучително ниското ниво на каматните стапки, што

предизвика појава на сериозни проблеми при отплатата кај релативно мал број кредитобарателиделумно поради зголемената воздржаност на кредиторите и делумно поради ограниченият пристап на потенцијалните корисници врз основа на бирократската комплексност на програмата.

Банката на Англија изврши прогресивно намалување на референтната каматна стапка од 5.75% во декември 2007 година на 2% во декември 2008 година, при што беше преземено натамошно намалување до ниво од 0.5% во март 2009 година. Наспроти тоа, иако беа евидентирани повисоки хипотекарни каматни стапки и распон кој го надмина нормалното ниво врз основа на поригорозните услови на кредитирање, кај 40% од должниците на хипотекарни заеми, чија каматна стапка ја следи референтната каматна стапка, беа остварени бенефиции од намалувањето на официјалните каматни стапки.

Имено, како резултат на ситуацијата на ниски каматни стапки, не беше забележан пораст на ненаплатените побарувања кај нискоквалитетните кредитобарателиштo беше случај кон крајот на ’90-тите години кога хипотекарната каматна стапка надмина 15%. Кредиторите беа насочени кон континуирана соработка со кредитобарателите, со цел да се избегне контрола врз имотот евидентиран во претходните кризи. Оваа ситуација делумно се должи на исклучително ниските каматни стапки, а делумно на владиниот притисок, што предизвика, во ноември 2008 година, од страна на Бирото за финансиски услуги, да биде воведено ново правило што бара од хипотекарните кредитори приказ на анализираните алтернативи за конфискација на имотот.

Табела 10: Хипотекарни долгови и контрола врз имотот во периодот 1989 – 2009 година во Велика Британија

Година	Ненаплатени хипотеки на крај на периодот	Хипотеки со тримесечен заостанат долг на крај на периодот	% од вкупниот обем на заеми	Недвижности врз кои е преземена контрола во периодот	% од вкупниот обем на заеми
1989	9.125.000			15.800	0.17
1990	9.415.000			43.900	0.47
1991	9.815.000			75.500	0.77
1992	9.922.000			68.600	0.69
1993	10.137.000			58.600	0.58
1994	10.410.000			49.200	0.47
1995	10.521.000			49.400	0.47
1996	10.637.000	307.300	2.89	42.600	0.40
1997	10.738.000	236.800	2.21	32.800	0.31
1998	10.821.000	238.000	2.20	33.900	0.31
1999	10.987.000	183.300	1.67	29.900	0.27
2000	11.177.000	164.000	1.47	22.900	0.20
2001	11.251.000	144.300	1.28	18.200	0.16
2002	11.368.000	117.200	1.03	12.000	0.11
2003	11.452.000	99.400	0.87	8.500	0.07
2004	11.515.000	101.400	0.88	8.200	0.07
2005	11.608.000	123.000	1.06	14.500	0.12
2006	11.746.000	115.500	0.98	21.000	0.18
2007	11.852.000	127.500	1.08	25.900	0.22
2008	11.667.000	218.900	1.88	40.000	0.34
2009	11.401.000	270.200	2.37	47.700	0.42

Извор: Counsil of Mortgage Lenders AP4

5.3.4. Последиците од глобалната финансиска криза врз стопанството на Велика Британија

Ефектите од финансиската криза врз потрошувачите ги надминаа очекувањата и по низа карактеристики се разликуваа од кризата на почетокот на ’90-тите години. Оваа состојба претставува резултат на следните причини: прво, намалувањето на каматните стапки обезбеди помош на субјектите со одобрени хипотекарни заеми, со варијабилна каматна стапка и хипотекарни заеми чија каматна стапка го следи движењето на референтната каматна стапка на Банката на Англија, што предизвика масовно намалување на трошоците. Низа сопственици-закупувачи беа во подобра ситуација, во споредба со периодот пред финансиската криза, како резултат на можноста за реструктуирање и намалување на своите долгови. Второ, преземените мерки на низа работодавачи, во

услови на намалена економска активност, се однесуваа на намалување на платите или скратување на работните часови. Имено, економската рецесија не предизвика скратување на приливите врз основа на плати кај голем број домаќинства, што обезбеди континуирана отплата на заемите или нивно реструктуирање со цел да се обезбеди навремена отплата. Трето, при постојните услови на кредитирање, се наметна прашањето дали на милиони домаќинства кои беа насочени кон рефинансирање на сопствените заеми, ќе им биде обезбедена можност за одобрување нова хипотека по поволна каматна стапка.[169] Висококвалитетните кредитори беа насочени кон прилагодување на средствата со цел да се создаде можност за рефинансирање на заемите од страна на постојните кредитобарателиј при што, како резултат на релативно ниските каматни стапки ,се зголеми веројатноста за одобрување нови хипотекарни заеми.

Основната разлика во однос на кризата од почетокот на ’90-тите години се заснова на фактот дека во оваа ситуација се остварени мали придобивки за висококвалитетните кредитори кои ја презедоа контролата врз имотот што може да биде продаден на пазарот на недвижности со намалена активност, без можност за надомест при хипотекарното осигурување кое обезбеди покривање на големите трансакциони трошоци во претходната криза на пазарот.[170]

За време на финансиската криза од 2007 година во Велика Британија, основен предуслов за одобрување хипотекарен кредит на потенцијалните купувачи на станови беше поседување повисок износ на депозити во однос на изминатиот период и солидна кредитна историја. Оваа состојба предизвика недостиг на утврден извор на финансирање кај кредиторите, што ќе обезбеди поддршка на нови заеми. Како резултат на ниските стапки на штедење, се намали значењето на акумулираната добивка како основен извор на финансирање. Зголемената стапка на отплата на хипотекарните заеми предизвика намалување на бројот на неотплатени заеми за над 250.000 во периодот 2008 – 2009 година.

Спроведените анализи на пазарот на недвижности во Велика Британија покажаа намалување на бројот на купувања на станови кај повеќе од милион домаќинства во

[169] Jane Croft, “Time bomb for 1m mortgages”, *Financial Times*, 1 June 2007.
[170] Janet Ford and Alison Wallace. “Unchartered territory: Managing mortgage arrears and possessions”, London: Shelter, 2009.

периодот 2004 – 2007 година, во споредба со претходниот период. Имено, во 1999 година беше евидентиран тренд на опаѓање на процентот на домаќинства со одобрена хипотека, при што во 2007 година изнесуваше под 40%, со константна стапка на поседување на сопствени станови од 2002 година.

Табела 11: Обем на сопствени станови и процент на домаќинства со одобрена хипотека во Велика Британија во периодот 1991 – 2007 година

Крај на периодот	Сопствени станови	% од вкупниот обем на станови	% на домаќинства со одобрена хипотека	% на домаќинства со целосна сопственост
1991	15.692	67	42	24
1992	15.894	67	42	25
1993	16.060	67	42	25
1994	16.240	67	42	25
1995	16.425	67	42	25
1996	16.563	68	42	26
1997	16.751	68	42	26
1998	16.996	68	42	27
1999	17.279	69	42	27
2000	17.494	69	41	28
2001	17.677	69	41	28
2002	17.834	70	41	29
2003	18.018	70	41	29
2004	18.201	70	40	30
2005	18.323	70	40	30
2006	18.423	70	39	30
2007	18.527	70	39	31

Извор: Оддел за заедници и локалната влада

Мнозинството нискоквалитетни кредитори беа под непосредно влијание на пазарот за хартии од вредност врз основа на хипотека, чија активност беше парализирана во текот на 2008 година. Одобрувањето на заеми на кредитобарателите со намалена кредитна историја опадна од 1.6% во третиот квартал на 0.4% во четвртиот квартал од 2008 година, кое првенствено се финансираше преку отплатите на заемите.

Во текот на глобалната финансиска криза беше евидентиран забележителен пораст на изнајмувањето на становите од страна на приватните сопственици, во споредба со претходната економска криза. Експанзијата на кризата предизвика удел од 12% на заемите на инвеститорите со ознака „купување заради продажба на недвижности“ во вкупниот износ на заеми.

Нагорниот тренд на изнајмување на становите овозможи елиминирање на ризиците од двојното опаѓање на цените на становите за клиентите, како и отсуство на евентуалните проблеми при неизвршување на отплатите на хипотекарните заеми во ситуација на изгубени доходи или невработеност. Финансирањето на набавките на становите во услови на криза беше базирано на заштедите или родителската помош на субјектите, како и можноста за подобро поднесување на ризикот од падот на цените и порастот на каматните стапки.

Имено, завршувањето на глобалната финансиска криза во Велика Британија предизвика помали последици врз клиентите, во споредба со претходните предвидувања, поради влијанието на низа причини, како што се: хипотеките со варијабилна каматна стапка и хипотеките чија каматна стапка ја следи референтната каматна стапка на Банката на Англија, преземената активност на работодавачите и финансиските институции со цел ублажување на последиците од кризата и преструктуирање на хипотеките и зголемената расположливост на изнајмувањето на становите од страна на приватните сопственици.

Како резултат на преструктуирањето на финансиската индустрија со национализација и спојување, се намали бројот на големите банки, но составните компоненти го задржаа релативното учество во хипотекарните средства на нивото од 2000 година.

6. Влијанието на дериватите врз економијата на Велика Британија во услови на финансиска криза

6.1. Дериватите за недвижности како инструмент за управување со ризикот во секторот за недвижности во Велика Британија

Пазарот на недвижности претставува најголем пазар по обем во развиените земји во Европа и светот, со проценета вредност меѓу 30% и 40% од вредноста на основниот физички капитал. Од теоретски аспект, станбените недвижности претставуваат комбинација на средствата за потрошувачка и инвестициите врз основа на левериџ. Пред една деценија Шилер и Вајс[171] истакнаа дека оваа карактеристика предизвика појава на

[171] Robert J. Shiller and Allan N. Weiss. "Home Equity Insurance", *Journal of Real Estate Finance and Economics* **19** pp. 21-47,1999.

поголем ризик за финансиската стабилност на домаќинствата поради географските флуктуации на цените на недвижностите.

Со употреба на одредени индекси на недвижности, кај дериватите на недвижностите е овозможено неутрализирање на ризикот на недвижностите и намалување на флуктуациите на цените на недвижностите. Наспроти фактот за постоење предност од употребата на дериватите за недвижности во однос на договорите за осигурување поради директната спогодба при склучување, ликвидноста на дериватите за недвижности претставува предуслов за нивно користење од страна на поединците и менаџерите за управување со средствата. Меѓутоа, според импликациите на Кејс, Шилер и Вајс[172], ликвидноста може да се утврди со активно учество на банките во индексите на недвижности на пазарите на фјучерси и опции.

Експоненцијалниот раст на нискоквалитетниот хипотекарен пазар во периодот 2002 – 2007 година беше мотивиран од употребата на секјуритизацијата како процес за ограничување на ризиците на колатералот на портфолиото, од една страна и воведување на концептот на облигации покриени со заеми во секторот недвижности, од друга страна.[173] Како резултат на трендот на пораст на побарувачката за кредитноризични обврзници, беа воведени нови инструменти на структурираниот кредитен пазар, како што се станбените хартии од вредност врз основа на хипотека, покриени со станбени заеми и комерцијалните хартии од вредност врз основа на хипотека. Притоа постои значителна разлика меѓу структурираните производи во секторот недвижности и корпоративните облигации покриени со заеми, каде колатералот се состои од корпоративни кредити на корпорации кои подлежат на контрола и редовна анализа на билансот на состојба.

Врз основа на развојот на пазарот на фјучерси базиран на индекси на недвижности, обезбеден е пораст на ефикасноста на спот пазарите и зголемена можност за проценка на цените. Како резултат на високите трансакциони трошоци, создадени се бариери за влез на спот пазарите, активноста на пазарите на фјучерси овозможи да се оствари солидна проценка на нивото на идните спот цени и тековната волатилност на пазарот.

[172] Karl E. Case, Robert J. Shiller and Allan N. Weiss. "Index-Based Futures and Options Trading in Real Estate", *Journal of Portfolio Management* **19**, pp.83-92, 1993.
[173] RE CDO се познати и како облигации покриени со заеми во структурираните финансии.

Фундаменталната придобивка на моделот CAPM[174] се однесува на обврската на инвеститорите за задолжително чување на ризичните средства во согласност со ненаплатените износи, што упатува на неопходно вклучување на недвижностите во портфолијата кои се составени од ризични средства. Поради слабата корелација меѓу цените на недвижностите и цената на капиталот, од исклучителна важност е проширувањето на диверзифицираното портфолио со ставката недвижности, особено за инвеститорите со ограничен обем на инвестиции во диверзифицирано портфолио на недвижности, како што се осигурителните компании и пензиските фондови.

Еден од најразвиените пазари, од аспект на воведување иновации во финансиските производи, претставува пазарот на недвижности во Велика Британија, чиј тренд на зголемена активност е следен и од останатите развиени европски земји. Финансиските инструменти на пазарот на недвижности се класифицирани според видот на ризик на недвижности што е предмет на заштита: (1) ризик од промена на станбените цени, (2) ризик од промена на цените на комерцијалните недвижности и (3) ризик од амортизација на портфолиото на хипотекарни заеми.

Заштита од ризикот од промена на станбените цени

Станбеното домување претставува основна компонента на класата средства од секторот на недвижности. Движењето на станбените цени е условено од макроекономските фактори и факторите на пазарот за кредитирање, како и од однесувањето на поединците кои се инволвирани во трговијата со недвижности. Покрај за сопственикот на недвижноста, ризикот од намалување на станбените цени има особено значење за банките и останатите кредитни институции и инвеститори во структурирани производи обезбедени со станбени хипотекарни заеми.

На Лондонската берза за фјучерси и опции во 1991 година започна тргување со станбени фјучерси (како и фјучерси за комерцијални недвижности).

[174] CAPM е современ пристап на квантификација на ризикот од инвестирање на акционерски капитал. Овој модел во шеесеттите години е развиен од страна на William F. Sharpe – нобеловец за економија за 1990 година и John Linher.

Договорите беа засновани на хедонскиот индекс[175] за цените на недвижностите.

Во Велика Британија станбените деривати за недвижности беа запишани врз основа на ценовниот индекс за станови, вообичаено од серијата HHPI (Halifax House Price Index), што претставува најдолга месечна цена на домување според расположливите податоци од јануари 1983 година. Хедонскиот индекс базира на најголем месечен примерок на хипотекарни податоци, што вообичаено покрива набавки на приближно 15.000 куќи мсечно.

Во 2003 година, од страна на Goldman Sachs, беше емитирана првата серија од широк обем на покриени варанти кои базираа на сезонски прилагодениот индекс на Halifax – All Houses-All Buyers на Лондонската берза. Во поново време, врз основа на индексот HHPI, во август 2007 година, Morgan Stanley емитираше егзотичен своп со непозната договорна страна, на износ од над 1 милион фунти. Овој случај претставува прва трговска трансакција на станбен дериват на недвижности што се состои од вградена егзотична опција, „предизвикана продажна“ опција („knock-in put“ option). Имено, овој дериват ѝ овозможува остварување на заработка на договорната страна, доколку порастот на индексот HHPI е предмет на максимална исплата. Капиталот на инвеститорот е заштитен доколку не настане намалување на индексот HHPI под иницијално одредената вредност.

Заштита од ризикот на промена на цените на комерцијалните недвижности

Во класата недвижности особено значење зазема групата комерцијални недвижности. Ценовниот ризик на комерцијалните недвижности е соодветен на ценовниот ризик во домувањето, но е под влијание на однесувањето на друг тип учесници. Цените на комерцијалните недвижности се формираат под влијание на понудата и побарувачката и специјализираните пазарни учесници.

Како основа за усвоената динамика на стекнување на комерцијалните недвижности во Велика Британија и континентална Европа, се смета групата индекси за инвестиции во

[175] Во економијата, хедонската регресија, позната и како хедонска теорија на побарувачката, претставува преференцијален метод за проценка на побарувачката или вредноста. Според оваа теорија, се врши декомпонирање на истражуваниот проблем на неговите составни карактеристики и формирање проценка за вредноста на придонесот на секоја одделна карактеристика. Во економијата во секторот недвижности се употребува за прилагодување на проблемите поврзани со истражување на хетерогени добра, како што се зградите.

недвижностите според банката на податоци. Месечниот индекс IPD[176] се базира на проценети вредности на отворениот пазар, составени од 74 месечни цени на средствата (приближно 3700 недвижности) на износ од 56 милијарди фунти. Индексот е составен од комерцијални и останати инвестиции во недвижности кои сочинуваат над 90% од комбинираната вредност на средствата во секторот недвижности во сопственост на инвестиционите фондови во Велика Британија и останати инвестициони фондови поврзани со секторот недвижности. Во наредниот период се предвидува дека дериватите кои се составен дел од IPD ќе бидат емитирани во кварталниот IPD индекс.

По неуспехот на фјучерсите за комерцијални недвижности на Лондонската берза за фјучерси и опции, тргувањето беше пренесено на пазарот преку шалтер. Сертификатот за доход од недвижноста претставува единствен инструмент што опстана на пазарот. Пател упатува на фактот дека неуспехот на фјучерс-договорот за недвижности на Лондонската берза за фјучерси и опции може да се припише на проблемите при креирање на индексот, што предизвикаа зависност од задоцнување на варијаблите и во помал обем неликвидност на пазарот на пари што придонесе за значително времетраење на основниот ризик. Имено, по истекот на 3 години од неуспехот на договорите на Лондонската берза за фјучерси и опции, Barclays започна со емисија на сертификати со индекс за инвестирање во секторот недвижности во 1994 година и форварди со индекс за инвестирање во секторот недвижности во 1996 година, при што индексот се состоеше исклучително од комерцијалните недвижности во Велика Британија. Овие договори се со период на достасување 3 – 4 години.

На пазарот на деривати во секторот недвижности во Велика Британија беше утврдено зголемување од 850 милиони фунти во 2005 година на 3.9 милијарди фунти во 2006 година и 7.2 милијарди фунти во 2007 година. Во Европа, во 2007 година, обемот на тргување на сумарниот канцелариски индекс во рамките на базата на податоци за инвестиции во недвижностите во Франција изнесуваше 787 милиони фунти, споредено со германскиот сумарен индекс на недвижности што достигна ниво од 283 милиони фунти.

[176] Индекс за перформансите во секторот недвижности што е резултат на движењето на малопродажните, канцелариските и индустриските недвижности. Индексот се состои од податоци за тековните трансакции во секторот недвижности и тоа од индустриските компании до компаниите за трговија со недвижности. IPD индексот во Велика Британија претставува стандардна референтна точка која им овозможува на инвеститорите анализа на перформансите на секторот недвижности на пазарот во Велика Британија.

Тргувањето со фјучерси во секторот недвижности на берзата за тргување со деривати EUREX започна на 9 февруари 2009 година. На берзата се тргуваше со фјучерс-договори кои претставуваа годишни договори базирани на вкупниот поврат на годишниот сумарен индекс на недвижности[177] во рамките на IPD на Велика Британија за секоја календарска година. Со воведување на фјучерс-договорите, EUREX е насочена кон елиминирање на ризикот на договорната страна, подобрување на ликвидноста во секторот за комерцијални недвижности во рамките на пазарот на недвижности и привлекување широк обем потенцијални учесници во оваа класа на средства. Дополнителен обем на фјучерс-договори беше воведен на EUREX врз основа на IPD индексите во секторот недвижности, како што се секторските индекси во Велика Британија (канцелариски, малопродажен и индустриски) и останатите индекси во Европа (првенствено во Франција и Германија) засновани врз побарувачката.

Предлозите за подобрените индекси во секторот на комерцијални недвижности и инструментите базирани на нив ќе го пронајдат своето место на пазарот. На пример, група автори (Horrigan et. al)[178] укажаа на постапката за создавање специфично-сегментирани индекси за поврат на пазарите на недвижности врз основа на податоците за поврат на инвестиционите трустови во секторот недвижности, податоците за обврзниците и податоците поврзани со поседувањето недвижности, како и начинот на користење на индексите, со цел создавање таргетирани инвестиции на пазарот за комерцијални недвижности со задржување на ликвидносните придобивки на етаблираниот пазар на инвестиционите трустови во секторот недвижности. Имено, врз основа на новите индекси, беа реализирани трансакции кои базираа на индексите на пазарот на недвижности при постоење на флуктуации на пазарот. Поради тоа индексите за поврат на комерцијалните недвижности кај инвестиционите трустови за недвижности покажаа потенцијал што ќе се употреби за развој на стратегиите за заштита од ризик на пазарот на недвижности и поддршка на тргувањето со деривати.

Ризик од амортизација на портфолиото на хипотекарни заеми

[177] На крајот на 2007 година IPD индексот се состоеше од 12.234 недвижности, со вкупна вредност од 184 милијарди фунти – што претставува 49% од преземените инвестиции на пазарот во Велика Британија.
[178] Holly T. Horrigan, Bradford Case, David Geltner and Henry O. Pollakowski, "REIT-Based Commercial Property Return Indices: A Model to Support and Improve Segment-Specific Investment in the Real Estate Markets", *MIT Working Paper,* 2009.

Кога се дел од портфолиото, кај хипотекарните заеми постојат два внатрешни ризици за кои е неопходно постоење на инструменти за заштита од ризикот: ризик од неизвршување на обврските и ризик од предвремено плаќање. Ризикот од неизвршување на обврските претставува ризик од загуба на главнината и /или каматата поради неуспехот на кредитобарателот да ги исполни обврските од договорот за кредитирање. Овој ризик е исклучително висок кај станбените хартии од вредност врз основа на хипотека кои се обезбедени со хипотекарни пулови на нискоквалитетни хипотеки.[179] Во Велика Британија нискоквалитетните хипотеки претставуваат заеми кои се одобрени на кредитобарателите изложени на повисок кредитен ризик – кредитобаратели без кредитна историја и кредитобаратели со историја на неизвршување на своите обврски.

Предвременото плаќање претставува износот на отплата на главнината што го надминува износот на редовна отплата. Предвременото плаќање може да се однесува за целокупниот износ на главнината во билансот (т.е. целосна отплата на заемот), или за делот на доспеаните хипотекарни заеми во билансот. Ризикот од предвремено плаќање е поголем кај станбените хартии од вредност врз основа на хипотека, споредено со комерцијалните хартии од вредност врз основа на хипотека, поради тоа што кај комерцијалните заеми постои одредба за ублажување на ефектите од ризикот на предвремено плаќање на обврските, на ниво на кредит што е базирано на периодите на затворање на кредитот, пеналиите за предвремена отплата, финансиска поддршка на приносот и пенали при предвремено затворање на заемот и на структурно ниво.

Од аспект на инвеститорот, ризикот од предвремено плаќање се однесува на ризикот на предвремена отплата на заемот на кредитобарателите во случај на опаѓање на каматните стапки. Оваа активност на кредитобарателите ќе ги принуди инвеститорите да извршат реинвестирање по пониски каматни стапки. Од аспект на портфолио-менаџерот или менаџерот за управување со ризикот што спроведува хеџинг на ризикот од промена на каматните стапки кај станбените хартии од вредност врз основа на хипотека, ризикот од

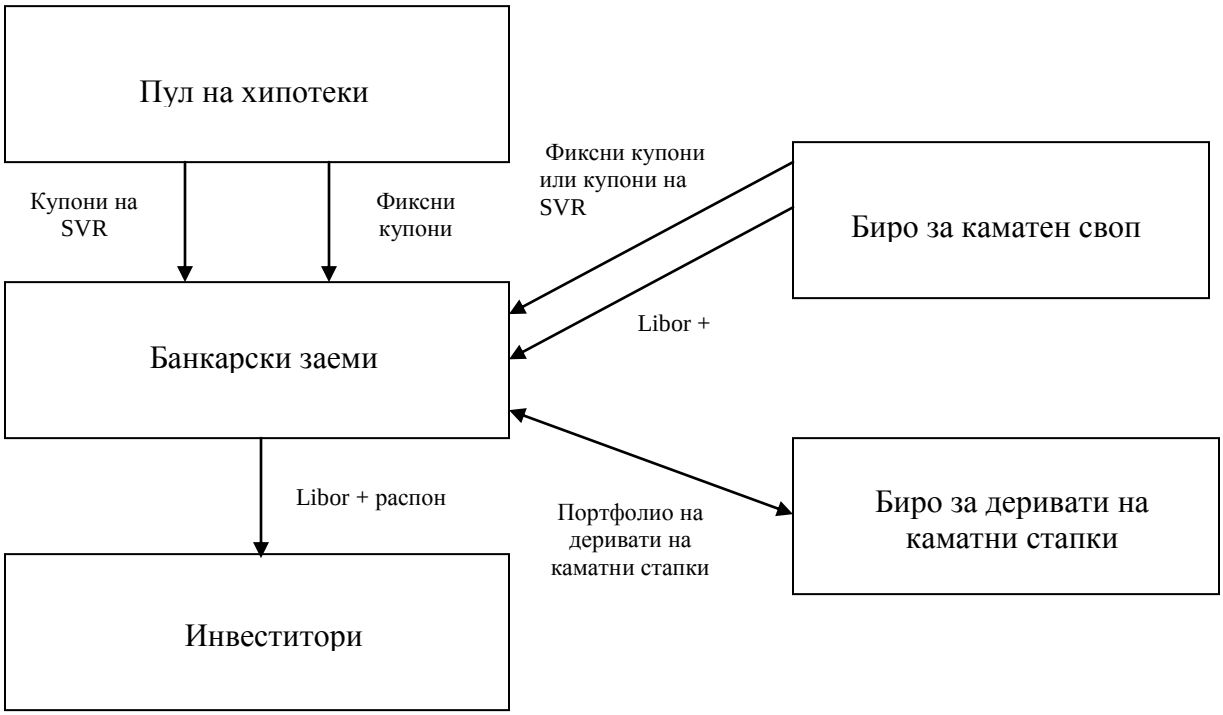
[179] Постои разлика помеѓу класификацијата на заеми од аспект на кредитобарателот во Европа и хипотекарниот пазар во САД, каде заемите се класифицирани на висококвалитетни и нискоквалитетни заеми. Висококвалитетните заеми се класифицирани на прилагодени (conforming) и неприлагодени (non-conforming) заеми. Неприлагодените заеми претставуваат заеми кои не ги исполнуваат стандардите пропишани од страна на Ginnie Mae, Fannie Mae или Freddie Mac. Притоа во САД неприлагодените заеми се делат на висококвалитетни и нискоквалитетни заеми.

предвремено плаќање постои и кога предвременото плаќање настанува при пораст на каматните стапки. Оваа ситуација е резултат на спроведениот хеџинг, при што износот што е предмет на заштита од ризик варира во зависност од проектираната стапка на предвремено плаќање. Предвременото плаќање на средството заштитено од ризик може да предизвика отстапување меѓу проектираната неотплатена главнина што е заснована според соодветен амортизационен план утврден на почетокот на хеџинг на иструментот и тековната главнина. Стохастичката природа на предвидената амортизација произлегува од стохастичките предвремени плаќања, кои од страна на хеџинг-менаџерите се наречени „ризик од амортизација“.

6.2. Структурирани свопови

Во Европа, од страна на дилерите, беше изготвена листа на големите заеми кои треба да се секјуритизираат или секјуритизираните производи во портфолиото, при што е утврдена изложеност на ризикот од промена на каматната стапка во корелација со динамиката на амортизација на хипотекарниот заем на менаџерите за управување со средствата. Во овој случај настанува стохастичка амортизација што ја одредува брзината на отплатата. Како резултат на овој тип на проблем поврзан со заштитата од ризик, на пазарот се воведени сет финансиски инструменти кои се поврзани посредно со двигателите на ризикот во секторот недвижности: структурирани свопови. Структурираните свопови се користат од страна на станбените задруги и одделите за управување на хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства во Велика Британија и Европа, со цел да се изврши хеџинг на изложеноста на ризикот од промена на каматната стапка кај портфолијата на хипотекарни заеми.

Шема 4: Билансиран своп



Извор: Frank J. Fabozzi, Robert J. Shiller & Radu Tunaru, „Property Derivatives for Managing European Real-Estate Risk“, European Financial Management, Wiley Blackwell, 2010.

Учесниците на пазарот на недвижности при секјуритизацијата употребуваат три типа структурирани свопови: (1) билансирани свопови, (2) валутно-билансирани свопови и (3) билансирани свопови врз основа на стапката LIBOR.

Креирањето на структурираните свопови е поврзано со низа проблеми. Еден проблем се состои во фактот дека се реализира задоцнета исплата на купонската нога на колатералот во однос на континуираните хипотекарни отплати во текот на периодот. Начинот на отплата се разликува од еден до друг договор, при што најчесто се реализира месечна отплата поради фреквентноста на хипотекарните отплати и можноста за пресметка на неизвршувањето на обврските и предвремените отплати. Врз основа на фактот дека тромесечната LIBOR стапка претставува референтна флуктирачка каматна стапка, настанува разлика меѓу вкупниот трошок на референтната тромесечна LIBOR стапка што се прибира на месечна основа кај свопот и референтната тромесечна LIBOR стапка со квартална исплата на сопствениците на обврзници со кои се финансира секјуритизацијата.

Иако називот билансирани свопови или свопови гарантирани со LIBOR стапка упатува на одредена форма на заклучување на ниво на вкупниот биланс на соодветното портфолио на хипотекарни заеми, употребата на структурираните свопови не обезбедува заштита од ризикот на предвремена отплата или ризикот од неизвршување на обврските поради тоа што не гарантира рамнотежа, туку ја нагласува изложеноста на ризик. Потписник на емисијата на рамнотежните свопови претставува банката која чува заеми во портфолиото пред да ги секјуритизира, при што располага со солидни информаци за квалитетот на колатералот во портфолиото. Покрај тоа во низа случаи банката го потпишува рамнотежниот своп врз основа на информации за портфолиото обезбедено од трета страна.

Структурираните свопови претставуваат составен дел од процесот на секјуритизација, поради тоа што нивната примена е пропишана од страна на рејтинг-агенциите со цел да се надмине нерамнотежата предизвикана од ризикот од промена на каматните стапки меѓу фиксните купонски отплати што се прибираат од пулот на хипотекарни заеми и исплатата на флуктуирачките купонски отплати на инвеститорите по завршување на процесот на секјуритизација.

Кај билансираниот своп меѓу страните во договорот се реализира размена на наплатените купони од колатералот на портфолиото на хипотекарните заеми за LIBOR стапката, зголемена за одреден распон. Имено, станува збор за комплексен своп со стохастичко значење одредено врз основа на предвремените отплати, неизвршување на обврските и заостанати обврски на соодветното портфолио. Покрај тоа и сумарниот купон чија отплата се реализира на датумот на размената има стохастичка природа поради влијанието на две причини: (1) номиналната вредност врз основа на која се врши пресметката е изградена во нестабилни услови и (2) дури и во случај на позната номинална вредност, поради различните комбинации на кредити во соодветното портфолио, купонот може да биде различен за иста номинална вредност.

Валутно-билансираниот своп претставува покомплексен своп каде се тргува со валутни договори и притоа купоните на едната нога на свопот и номиналната вредност се изразени во странска валута. При тргување со овој тип на своп настанува дополнително ниво на ризик поради изложеноста на промена на вредноста на странската валута. Специфичните карактеристики на производот се засновани на вградениот

макроекономски ризик на резидентната земја на должниците. На пример, рецесивните и експанзивните влијанија во политичката и социјалната средина во должничката земја може да предизвикаат губење на работни места или ценовна инфлација, што ќе има за последица повисоки стапки на неизвршување на обврските во портфолиото обезбедено со колатерал.

Референтната каматна стапка е каматната стапка по која Банката на Англија одобрува кредити на останатите финансиски институции. Комитетот за монетарна политика при Банката на Англија секој месец утврдува преземање на неопходни мерки како одговор на тековните економски услови. Иако референтната стапка има особено важна улога на овие пазари, банките имаат можност за примена на различна стапка на своите заеми, што претставува стандардна варијабилна каматна стапка. Стандардната варијабилна каматна стапка е поврзана со референтната стапка, но се формира на повисоко ниво, како резултат на факторите како што се реалната каматна стапка по која се реализира меѓубанкарското позајмување, деловните трошоци поврзани со кредитните операции, обемот и периодот на достасување на заемите, како и аранжманите на финансирање. Иако билансираниот своп е корисен за конверзија на фиксните купони во LIBOR купони, во одредени ситуации пулот на колатералот за станбени хартии од вредност врз основа на хипотека и комерцијални хартии од вредност врз основа на хипотека содржи заеми каде се реализира отплата на варијабилни купони врз основа на утврдената варијабилна каматна стапка од страна на кредиторот. Нивото на варијабилната каматна стапка е одредено од страна на банката-кредитор врз основа на референтната каматна стапка утврдена од страна на националните или федералните банки и останатите трошоци за финансирање засновани врз своп-стапките LIBOR. Во суштина, основната разлика меѓу стандардната варијабилна каматна стапка и LIBOR е речиси константна, при што, во услови на ниска волатилност на каматните стапки, оваа разлика се продлабочува. Меѓутоа, во периоди на кризи, како што беше кризата на нискоквалитетни хипотеки од 2007 година, може да настане значителен јаз меѓу стандардната варијабилна каматна стапка и LIBOR стапката.

Со цел да се обезбеди заштита од основниот ризик, хипотекарните трговци воведоа и трет своп – билансиран своп врз основа на стапката LIBOR. Имено, една нога на свопот исплатува LIBOR зголемен за соодветен распон, додека другата нога исплатува просечна каматна стапка во текот на периодот. Кај овој тип на своп се реализира исплата на фиксен

купон на почетокот на периодот на ногата базирана на LIBORстапката, додека на ногата базирана на официјалната каматна стапка се реализира фиксна исплата на крај на периодот. Врз основа на договорот постои можноста како номинална вредност да биде утврдена секоја вредност во рамките на однапред определениот распон. Страната во договорот што врши исплата по просечна стапка има право на избор на висината на номиналната вредност на почетокот на периодот.

7. Анализа на влијанието на процесот на секјуритизација врз финансиските системи на САД и Велика Британија во услови на глобална финансиска криза

Со почетокот на глобалната финансиска криза од 2007 до 2008 година, во САД и Велика Британија, ризикот беше фокусиран на кредитната способност на мал број големи финансиски институции. Во Велика Британија, концентрацијата на ризикот за кредитната способност се однесува на комерцијалните банки, додека во САД, и покрај очекувањата за дисперзија на ризикот во пазарно-ориентираниот систем, во најголем дел концентрацијата на ризикот ги опфати инвестиционите банки.

Врз основа на развојот на финансиската криза од 2007 до 2008 година, во САД и Велика Британија беше истакнато значењето на системот, каде доминантна улога имаше меѓусебното посредување на банките и финансиските учесници, што предизвика формирање на систем „кој се подгреваше сам по себе“ на некомплетните пазари со негативни аспекти на размената базирана на банкарскиот модел на претпазливост на капиталот, наместо на размена без наметнати трошоци и ограничувања со непознати учесници на системот базиран на пазарите на капитал, со склоност кон преземање ризик.[180] Кај банките во САД и Велика Британија е забележан значителен прекин на односите со индивидуалните штедачи и кредитобарателите од нефинансиските корпорации, што преставуваа битни учесници во архетипскиот банкарски систем. Покрај тоа, утврдени се значителни разлики во обемот на пазарно-ориентираните банкарски активности во двете земји.

[180] Jean-Claude Trichet, “Remarks on the recent turbulences in global financial markets”, Keynote address at the Global Economic Policy Forum 2008. New York University, New York. 14 April. November 2008. http://www.ecb.int/press/key/date/208/html/sp080414_1.en.html

Во САД беше утврдено доминантно влијание на банкарскиот модел „креирање и распределба“, т.е одобрување заеми со цел нивна продажба во вредност од 500 милијарди долари на пазарот за тргување со заеми, или учество на побарувањата од 70% од БДП на пазарот за секјуритизација, во однос на учеството од 25% од БДП во Велика Британија.[181] Секјуритизацијата обезбеди поддршка на 28% од неотплатените заеми во САД, што претставува двојно повисоко учество, споредено со податоците во Велика Британија. Кај американските банки е утврдена поголема доверба во активноста продажба на кредити со цел олеснување на идното кредитирање во однос на британските банки. Поради појавата на чување на средствата во билансите на состојба, беше утврдена нереална распределба. Имено, наместо активноста на креирање и распределба, беше забележана активност на „креирање, рангирање и реалокација“[182] поради секјуритизацијата на заемите во високорангирани обврзници кои се чуваа во билансите на состојба на банките.

Банкарството во сенка во САД настана со цел исклучување на средствата од билансот на состојба на привремена основа. Во Велика Британија голем обем на средства со повластен капитален третман беше заддржан во билансот на состојба. Основен мотив за преземање на оваа активност претставуваше намалениот обем на капитал за поддршка на кредитирањето[183] и зголемената профитабилност.[184] Најзначаен инструмент на банкарството во сенка претставува комерцијалната хартија од вредност врз основа на нехипотекарни средства. Обемот на комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства гарантирани од страна на американските ентитети (комерцијалните банки) надмина вредност од 300 милијарди долари, што претставува двојно поголем износ споредено со податоците во Велика Британија. Меѓутоа, во почетната фаза од кризата беше утврдено сериозно влошување на состојбата на пазарот за комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства. Имено, беа активирани гаранциите за ликвидност обезбедени од страна на банките и поддршка на

[181] Извор: Европски форум за секјуритизација, 2007.
[182] Alexander Kern, John Eatwell, Avinash Persuad and Robert Reoch, *Financial Supervision and Crisis Managament in the EU*. European Parliament Policy Department, 2007, 10 November 2010. <http://www.europeansecuritisation.com/Market_Standard/Finance sector study.pdf>
[183] Viral V. Acharya, Philipp Schnabl and Gustavo Suarez, *Securitization Without Risk Transfer*, NBER Working Paper No. 15730. 2010b, 8 February 2011, http://www.nber.org/papers/w15730
[184] Wayne R. Landsman, Ken V. Peasnell and Catherine Shakespeare, “Are Asset Securitizations Sales or Loans?”, 2006, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=924560

инструментите комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства, со цел да се сочува добриот кредибилитет. Покрај лошиот квалитет на средствата купени со одредени програми на комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства, беа евидентирани загуби од помал обем кај инвеститорите во овој тип хартии од вредност: од неисплатените комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства во јули 2007 година, само 2.5% беа неизвршени во декември 2008 година.

Клучната разлика меѓу комерцијалните банки во двете земји се состои во начинот на финансирање на билансот на состојба на банките: заемите што не се предмет на продажба. Зависноста на британските банки од финансирањето на големо бележи значителен пораст врз основа на повисоките показатели за заеми во однос на депозити, што претставува значително олеснување за зголемениот обем на кредитирање. Наспроти тоа во САД беа евидентирани стабилни показатели на заеми во однос на депозити кај комерцијалните банки. Во Велика Британија учеството на депозитите изнесуваше 50% во вкупните средства на комерцијалните банки, споредено со учеството на депозитите од над 75% во вкупните средства на комерцијалните банки во САД. Зголемената доверба во финансирањето на големо на комерцијалните банки и останатите финансиски посредници во САД беше делумно прикриена со вонбилансните активности, кои беа откриени кога Citigroup пренесе 25 милијарди долари вонбилансни средства во билансот на состојба.[185] На крајот на 2007 година учеството на вкупните вонбилансни обврски на американските банки изнесуваше 193% во вкупните обврски, споредено со учеството од 54% на британските банки.

Во финансиските системи на САД и Велика Британија во 2007 година настанаа сериозни проблеми на пазарот на комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарните средства и пазарот за секјуритизација. Поради тоа пазарно-ориентираната британска банка Northern Rock, која се потпираше на секјуритизацијата при одобрување на најголем дел од хипотекарните заеми, се соочи со можност за отворање стечајна постапка. Иако непосредната причина за оваа состојба беше

[185] Jonh Dugan, "Statement of John C. Dugan, Controller of the Currency before the Financial Crisis Inquiry Commission April 8, 2010", 2010. http://www.occ.treas.gov/news-issuances/congressional-testimony/2010/pub-test-2010-39-oral.pdf.

банкарската паника за повлекување депозити, основниот проблем беше високата изложеност на финансирање на големо. Во почетната фаза пазарите на хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства (ABCP) и за секјуритизација, како и запишувањето на високоризичното кредитирање, предизвикаа сериозни притисоци врз комерцијалните банки во двете земји, но основните проблеми беа последица на паралелните банкарски институции во САД, како и стечајот на Bear Stearns. Со продлабочување на кризата по пропаѓањето на инвестиционата банка Lehman Brothers, врз основа на зголеменото влијание на обемот во однос на составот, беше евидентирана поголема изложеност на ризик на британските банки на големо.

Пред почетокот на кризата краткорочното финансирање зазема 62.6% од пазарот за финансирање на комерцијалните банки на големо во САД, споредено со учеството од 51.7% на банките во Велика Британија, што упатува на фактот дека финансирањето на големо на американските банки има повисок степен на изложеност на притисоците на пазарот. Во однос на вкупното позајмување на пазарот на големо, кај американските банки беше утврдено помало учество во вкупното финансирање, и тоа 26% на крајот од 2007 година, во споредба со учеството од 52% во Велика Британија. Во услови на финансиска криза во одреден домен, американските банки беа значително изложени на пазарните притисоци: меѓубанкарскиот пазар на САД. Позајмувањето на пазарот во американски долари од страна на неамерикански банки претставуваше значаен извор за ширење на заразата за време на кризата. Имено, позајмувањето на британските банки од надворешните банки достигна ниво еквивалентно на 50% од износот на британскиот БДП на крајот на 2007 година, споредено со помалку од 10% учество на американските банки.[186] Притоа доминантно учество зазема позајмувањето преку ноќ, што претставуваше предмет на „внатрешната пристрасност“(home bias) во текот на кризата.

Состојбата на инвестиционата банка Lehman Brothers претставува показател за набавката на нискоквалитетни средства од страна на инвестиционите банки, но основен проблем на паралелните банки беше високиот степен на зависност од позајмување на пазарот.

[186] Извор за надворешното меѓубанкарско позајмување:http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0806.pdf, table 9C

На крајот на 2007 година е утврдено доминантно учество на финансирањето на големо кај инвестиционите банки во САД, додека 83% во износ од над 3 трилиони долари зазема краткорочното финансирање на пазарот. Краткорочното финансирање се однесува на исклучително краток рок: инвестиционите банки презедоа активности на реинвестирање на голем дел од финансирањето на дневна основа[187]. Инвестиционите банки беа под значајно влијание на пазарот за реоткуп: во периодот 2000 – 2007 година беше евидентирано двојно зголемување на учеството на средствата финансирани со аранжманите за реоткуп преку ноќ. Аранжманот за реоткуп претставува еквивалент на чековната сметка за институционалните инвеститори, каде готовинскиот вишок е депониран преку ноќ или за период подолг од една недела кај инвестиционата банка, како, на пр. Bear Stearns, со цел добивање камата. Покрај исплатата на камата, банката Bear Stearns реализира обезбедување со залог на готовинските депозити. По престанок на важноста на договорот, настана реинвестирање на аранжманот. Како резултат на појавата на проблеми кај репо кредитобарателот Bear Stearns, кај кредиторите е забележана навала за повлекување на депозитите поради основниот мотив за искористување и продажба на колатералот, што предизвикува дополнителни притисоци врз цените на финансискиот пазар и негативни последици за останатите учесници. Врз основа на опаѓањето на цените и зголемената нестабилност, евидентирано е зголемување на вредноста на колатералот (вклучително и државните обврзници на САД) без оглед на видот на средството во услови на финансирање со аранжмани на реоткуп.

Пазарот за аранжмани за реоткуп се соочи со посериозни проблеми, во споредба со пазарите во Велика Британија или Европа.[188] Кај комерцијалните банки во САД и Велика Британија не е утврдена значителна примена на аранжманите на реоткуп[189], но репо аранжманите во странска валута кај британските банки надминаа 500 милијарди фунти до

[187] Markus K. Brunnermeier, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007 – 2008", Journal of Economic Perspectives 23(Winter): 77-100. 2009.
http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch.pdf

[188] Peter Hördahl and Michaell King, "Developments in Repo Markets During the Financial Turmoil", *Bank for International Settlements Quarterly Review*. December 2008. 37-53.

[189] Gary Gorton and Andrew Metrick, "Securitized Banking and the Run on Repo", 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1440752.

крајот на 2007 година (12.8% од обврските во странска валута)[190] и беше евидентирано зголемено учество на банките од двете земји на овој пазар поради драстичното намалување на употребата на позајмување без гаранции.

Инвестиционите банки во САД претставуваат пример за пазарно-ориентирано банкарство, кои беа непосредно изложени на последиците од кризата. Независно од импликациите на намалување на бариерите помеѓу комерцијалните и инвестиционите банки со укинување на Актот Глас-Стигал, низа аспекти од Актот за модернизација на финансиските услуги беа под директно влијание на финансиската криза. Врз основа на комбинацијата од иницијалното укинување на Актот Глас-Стигал и одлуката на Комисијата за хартии од вредност во 2005 година за елиминирање на фиксните показатели на левериџ кај инвестиционите банки[191], беше утврдено продлабочено влијание на американските инвестициони банки во рамките на паралелното банкарство, што предизвика потиснување на кредитните активности на традиционалните банки.

Обврските на банкарството во сенка и паралелното банкарство во 2007 година достигнаа ниво од 20 трилиони долари, што претставува двојно повисок износ од обврските на традиционалните банки пред појавата на финансиското затегнување од 5 трилиони долари,[192] што предизвика намалување на кредитната способност на финансискиот систем за неколку трилиони долари. Според големината, особено значење заземаат заедничките фондови на пазарот на пари, како движечка сила на банкарскиот систем во сенка[193] со обем на средства што ја надмина вредноста на банкарските депозити во периодот пред почетокот на кризата и активности од исклучително значење при разгледување на последиците од финансиската криза. Потребата за краткорочни инвестициони можности на заедничките фондови на пазарот на пари во САД предизвика забрзување на промените во финансиските системи на САД и Велика Британија, врз основа на широката понуда за финансирање на големо на комерцијалните банки, нивните

[190] Извор: Оддел за монетарни и финансиски статистички податоци при Банката на Англија. декември 2008. 22 ноември 2010. Табела 1.2.
http://www.bankofengland.co.uk/statistics/ms/2008/dec/index.htm
[191] Adrian Blundell-Wignall, Paul Atkinson and Se Hoon Lee, "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues", *Financial Market Trend,* OECD, 2008.
[192] Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashraft and Hayley Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no.458, 2010.
[193] Ibid 185.

сенки и паралелните банки. Голем дел од заедничките фондови на пазарот на пари претставуваа институции во сенка (во случај на поддршка од страна на комерцијалните банки) или паралелни банки (во случај на поддршка од страна на некомерцијалните финансиски институции).

Пред почетокот на кризата во 2008 година, Европската емисија во значителна мера беше управувана врз основа на потребите за финансирање, додека капиталното олеснување претставуваше дополнителен стимуланс на емисијата во САД. Имено, постоеше мала веројатност дека секјуритизацијата ќе им овозможи на банките капитално олеснување во иднина, врз основа на заострените барања на регулаторите за консолидација на билансите на секјуритизираните производи.[194] Секјуритизацијата претставува една од широкиот спектар на опции за финансирање. Од друга страна, трошоците за финансирање на секјуритизацијата повторно зазедоа поконкурентно ниво, по значително широкиот распон во текот на глобалната кредитна криза. Програмата за ликвидност на Европската централна банка[195] претставува значаен двигател на бруто емисијата во последните години, врз основа на прифаќањето на производите за секјуритизација, како што е препакувањето на постојните структури со понизок рејтинг.

Споредбата на трошоците за финансирање на алтернативните хартии од вредност на крајот на 2010 година укажува дека распонот на Европските примарни станбени хартии од вредност врз основа на хипотека беа на слично ниво со необезбедениот банкарски долг од повисок рејтинг. Распоните на примарните станбени хартии од вредност врз основа на хипотека на два клучни пазари во Европа (Велика Британија и Холандија) беа намалени на приближно 150 базични поени над EURIBOR до крајот на 2010 година, во споредба со нивото од над 350 базични поени во 2008 година. За споредба, необезбедениот банкарски долг од повисок рејтинг со пониска стапка може да се емитува со сличен распон во однос

[194] Новите сметководствени промени на Одборот за финансиско-сметководствени стандарди на САД (SFAS 166/167) ќе придонесат за отежната употреба на вонбилансен третман на секјуритизациите за емитентите. Останатите промени во сферата на капиталните барања се однесуваат на повторните постапки на секјуритизација (во Европа), каналите на комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства и изложеноста на книговодствената евиденција на тргување на банката.

[195] Европската централна банка ги прифати хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства како колатерал за редовните репо операции, што значи дека институциите со банкарска лиценца во евро-зоната имаат пристап до ликвидност на ЕЦБ, наспроти обемот на чување на овој тип хартии од вредност. Чувањето на хартиите од вредност, врз основа на нехипотекарни средства, се смета за прифатлив колатерал при операциите на монетраната политика на Европската централна банка.

на своп кривата[196], додека колатерализираните обврзници се емитуваа со значително понизок распон. Емисијата на колатерализираните обврзници забележа пораст во 2010 година, врз основа на предностите на класата на средствата што се манифестираа преку пониски трошоци на финансирање и преференцијален регулаторен третман.

Во САД федералните хипотекарни агенции финансираат над девет од десет нови хипотеки, што предизвика значително истиснување на приватното креирање на хипотеки. До мај 2011 година беа преземени два договори на станбени хипотекарни хартии од вредност со приватна ознака по почетокот на финансиската криза, при што последната трансакција беше спроведена на релативно ниско ниво од 50 базични поени над гарантираното ниво на владините агенции.[197] Иако трошоците за финансирање беа сведени на поповолно ниво за инвеститорите, беше евидентирано претпазливо ниво на побарувачка и релативно неликвидна активност на секундарниот пазар.

Наспроти ограничените распони и зголемениот интерес за секјуритизација, како разновиден извор за финансирање на банката, се смета дека низа фактори ќе го спречат целосното опоравување во блиска иднина. Клучните сегменти на пазарот се базирани на програмите со поддршка од владата кои се насочени кон ефектот на истиснување на емисијата со приватна ознака; со релативно нејасен ефект на регулаторните реформи и разнишана доверба на инвеститорите. Трошоците и репутациските ризици поврзани со широкиот обем на регулаторни реформи може да предизвикаат ограничување при заздравување на секјуритизацијата, што ќе влијае во барање повисоки премии на средствата од страна на инвеститорите.

Во Европа и САД се преземени значајни регулаторни реформи во насока на надминување на недостатоците на пазарот на секјуритизација и банкарската индустрија во целина. Иако е утврдено дека новите прописи се неопходни и оправдани на индивидуална основа, останува можноста за исклучително висок кумулативен ефект на регулаторните

[196] Вредноста на The iBoxx Senior Financial Index изнесуваше приближно 140 базични поени над своп кривата, декември 2010 (Markit).

[197] Инвестиционият труст во недвижности Redwood Trust во Калифорнија презеде трансакција од 290 милиони долари во станбени хипотекарни хартии од вредност во февруари 2011 година на Sequoia Mortgage Trust 2011-1. За споредба, беше забележан отпор на инвеститорите и на пазарот на комерцијални хипотекарни хартии од вредност на САД во јули 2011 година. Од страна на инвеститорите, Goldman Sachs и Citigroup, беа принудени да извршат реструктуирање и подобрување на кредитното зголемување на две емисии на комерцијални хипотекарни хартии од вредност на пазарот и подобрување на цените на траншите од понизок ранг.

реформи. Неизвесноста може да го спречи или одложи враќањето на инвеститорите на пазарот на краток рок. На среден рок се очекува дека регулаторните напори ќе бидат насочени кон зајакнување на довербата на инвеститорите врз основа на преструктуирање на мотивите, зголемен обем на објавување информации и зголемена транспарентност на продуктите преку стандардизација на податоците, изјавите и гаранциите.

Правила за задржување на ризикот

Имплентацијата на „правилата за задржување на ризикот“ ќе ги принуди емитентите да го задржат сопственичкиот удел од најмалку 5% од секјуритизираните средства, што претставува надминување на клучниот недостаток на секјуритизацијата со зголемени „сопствени инвестиции во компанијата“. Во Европа барањето за задржување на ризикот стапи на сила во јануари 2011 година, врз основа на член 122а од Директивата за капитални барања (CRD II), со барање емитентите да задржат нето економски интерес од минимум 5% на трајна основа. Покрај тоа, според членот се бара од креаторите и инвеститорите преземање зголемена проценка на вредноста на економскиот субјект[198], управување со ризикот и објавување на искуствата на континуирана основа или соочување со казнени пенали. Во САД примената на правилото за задржување од 5% започна во јули 2010 година, како дел од законската рамка на Dodd-Frank[199].

Влијанието на барањата за ликвидност на Базелската спогодба – Базел 3

Предложените барања за ликвидност на Спогодбата Базел 3 се очекува да ја ограничат идната побарувачка за секјуритизирани продукти од страна на банкарскиот сектор, што претставуваше најголем инвеститор во оваа класа на средства. Со банкарските регулативи во рамките на Базел 3 се предвидува исклучување на хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства од листата хартии од вредност со исполнети услови во однос на предложениот показател за покриеност на ликвидноста и показателот за нето стабилно финансирање. Имено, во групата хартии од вредност, врз основа на нехипотекарни средства, се вклучени сите колатерализирани хартии од вредност, вклучително и емисиите

[198] Од инвеститорите се бара „минимално ниво на внимание при проценка во случај на инвестирање во структурирани финансиски хартии од вредност“. Оваа регулатива има за цел помал степен на зависност на инвеститорите од кредитниот рејтинг.

[199] Правилото за задржување на САД ги исклучува федералните хипотекарни агенции и квалификуваните станбени хипотеки со учество од над 20% (или со показател за покриеноста на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста помал од 80%).

на хипотекарни хартии од вредност. Врз основа на фактот дека банките претставуваат една третина од секјуритизационата база на инвеститори, реформите на Спогодбата Базел 3 се очекува да обезбедат реалокација на побарувачката на инвеститорите од секјуритизацијата како структурирано финансирање кон колатерализираните обврзници. Иако не е предвидена имплементација на барањата за коефициентот на ликвидност до 2015 година, можно е нивно вклучување во Директивата за капитални барања на ЕУ (CRD IV) за поддршка на банкарското стрес тестирање во 2012 година.

Реформа на агенциите за кредитен рејтинг

Агенциите за кредитен рејтинг имаат значајна улога за појава на кредитната криза врз основа на утврдување на погрешен рејтинг и лоши проценки, што предизвикаа значителни загуби за сопствениците на секјуритизирани продукти. Како резултат на тоа, агенциите за кредитен рејтинг се соочени со низа регулаторни промени во насока на отстранување на недостатоците поврзани со ограниченият надзор, инхерентните конфликти на интереси и недостатоците на моделот „креирање и дистрибуција“. Регулаторните напори се фокусирани кон подобрување на транспарентноста и зголемен обем на објавување на информации, внатрешни структури за управување, супервизорски пропусти и регистрирање на барањата за агенции за кредитен рејтинг. Имено, кај структурираните финансиски продукти неопходна е употреба на диференцијални мерки за утврдување на кредитниот рејтинг. Од страна на регулаторите во Европа е наметнато барање на агенциите за кредитен рејтинг за откривање на сензитивноста на доделениот кредитен рејтинг на промените во основните параметри за моделирање на кредитниот ризик. Со реформите во САД е предвидено исклучување на законските референци за кредитен рејтинг од правилата и прописите на федералните агенции[200] и замена со алтернативни стандарди.

Критериуми за подобност на колатералот

Од страна на централните банки беа затегнати критериумите за колатерал кај секјуритизираните продукти со оценка за подобност при репо операциите. Во јануари 2011 година Европската централна банка ги зголеми маргините при репо трансакциите на

[200] Предлогот на Комисијата за хартии од вредност се однесува на исклучување на референците за кредитен рејтинг кај формата S-3 (основен документ за примарна емисија на државни хартии од вредност) и се употребува кај компании со емисии над 1 милијарда долари во должнички хартии од вредност за период од 3 години.

хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства од 12% на 16%. Покрај тоа, со цел обезбедување подобност за репо трансакција, од март 2011 година, хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства треба да имаат двоен рејтинг ААА при емисијата и рејтинг од едно А во перидот до достасување на хартијата од вредност. До средината на 2012 година Европската централна банка е предвидено да имплементира „барања за известување за нивото на заеми“ кај хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства што се прифатени при спроведување на репо операциите. Банката на Англија беше предвидено да воведе слична „иницијатива за податоците поврзани со нивото на заеми“ до крајот на 2011 година[201]. Наспроти фактот дека иницијативите за нивото на заеми ќе имаат влијание во насока на зголемување на обемот на објавени податоци и поголем обем на транспарентност во рамките на пазарот за секјуритизација, општото затегнување на критериумите за подобност на колатералот може да ги одврати банките од инвестирање во секјуритизирани продукти, со цел да се генерира поголема ликвидност. Низа аналитичари на пазарот истакнаа дека имплицитното финансирање на пазарот за секјуритизација од страна на Европската централна банка ќе го ограничи целосното заздравување на емисиите со приватна ознака.

Преземените реформи за финасирање на домувањето и секјуритизацијата во САД

Врз претпријатијата под покровителство на Владата (GSEs), Fannie Mae и Freddie Mac, беше воспоставена заштита од страна на Владата во септември 2008 година, во услови на екстремно песимистички период на глобалната финансиска криза. Имено, од страна на трите федерални хипотекарни агенции под покровителство на Владата, беа финансирани 90 – 95% од вкупниот број нови хипотеки во САД. Како одговор на колапсот на пазарот на домување и почетокот на финансиската криза, Владата на САД презеде мерки за зголемување на максималниот лимит на прилагодените заеми на претпријатијата под нејзино покровителство во сегментите со највисоки трошоци од 417 000 на 729 790 долари во 2008 година, што го поттикна ефектот на истиснување на емисиите на станбени хипотекарни хартии од вредност со приватна ознака. Повторното воспоставување на максималниот лимит на прилагодените заеми на претпријатијата под покровителство на Владата на првобитното ниво пред почеток на кризата од 417 000 долари, претставува

[201] Види Bank of England (2010).

предуслов за враќање на инвеститорите од приватниот сектор на пазарот за секјуритизација. Со цел да се обезбеди дополнителен поттик на конкуренцијата во приватниот сектор на краток рок, креаторите на политиката предвидоа пораст на гаранциските провизии на претпријатијата под покровителство на Владата, како и зголемено учество на таргетот за квалификувана хипотека.

Со донесување на планот за реформи во финансирање на домувањето во САД,[202] беше утврдено дека „примарната улога на Владата во иднина ќе биде ограничена на цврст надзор и заштита на потрошувачите, непосредна помош за сопствениците на домови со нисок и среден доход и рентиерите, како и планирана поддршка за обезбедување стабилност на пазарот и адекватен одговор на кризата“. Планот за реформи во секторот за домување предвидува и опаѓање на на финансирањето преку Fannie Mae и Freddie Mac во корист на целосно приватизиран систем, со можност за спас во крајна инстанца или владина програма за реосигурување, со цел поддршка на пазарот во периоди на криза.

Во отсуство на здрав пазар за секјуритизација во САД, предлогот на креаторите на политиката за создавање колатерализиран пазар на обврзници ќе овозможи појава на отворен кредит, стимулирање на капиталот на приватниот сектор и поддршка на евентуалниот излез од пазарот на претпријатијата под покровителство на Владата. Со донесување на Декларацијата за поддршка на Законот за колатерализирани обврзници на САД во 2011 година, беше предложено создавање колатерализиран пазар на обврзници во САД, со цел да се обезбеди финансирање на широк спектар на средства од хипотеки до студентски кредити.

[202] The Department of the Treasury and the U.S. Department of Housing and Urban Development (2011).

III. ВЛИЈАНИЕТО НА СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА ВРЗ ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ НА ТРАНЗИЦИОНИТЕ ЕКОНОМИИ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНА ФИНАНСИСКА КРИЗА

1. Положбата на станбеното финансирање во Полска во услови на глобална финансиска криза

1.1. Политиката во секторот домување во транзициониот период во Полска

Како и во останатите земји во транзиција, и во Полска не беше воспоставен сеопфатен и ефикасен систем што ќе обезбеди покривање на потребите за домување и ефикасен развој, алокација и ракување со ресурси, како и благотворно влијание врз економијата во целост.[203] Со оглед на недоволно развиената политика за домување, беше неопходно да се започне со изградба на системот од нулто ниво.

Основниот проблем се однесува на отсуството на визија за институционалната и регулаторната структура, како и за имплементацијата на акциониот план. Наместо тоа постоеше тенденција за остварување на некои парцијални цели и барање на нереални решенија со цел подобрување на состојбата за домување на населението, без капитални издатоци и социјални трошоци. Оваа состојба беше утврдена кај низа финансиски институции кај кои беше предвидено генерирање на вишок на капитал или кај буџетските расходи каде, заради ефектот на мултипликатор, беше спроведена конверзија во буџетски суфицит. Промените во секторот беа во поголем дел предизвикани од надворешни фактори (инфлацијата, буџетскиот дефицит, реформата во банкарскиот систем), додека политиката во секторот домување беше целосно ориентирана кон централен интервенционизам.

Анализите на сукцесивните официјални владини програми за домување и соодветно преземените практични акции покажаа дека, во изминатите десетина години, политиката на домување беше насочена во целост кон развој на станбеното домување. Поради тоа, во голема мера беа донесени нереални и политичко таргетирани програми за станбен развој. Во реалниот живот станбениот развој беше промовиран без оглед на неговите трошоци и социјалното значење. Во првата половина на ’90-тите години беа субвенционирани поголем дел од станбените задруги. Новото развојно субвенционирање беше конципирано врз рационална основа, што предизвика забавување на опаѓањето на страната на побарувачката.

Во втората половина на ’90-тите години, како резултат на растот на побарувачката, беа

[203] Во спроведените студии за политиката во секторот домување за најголем дел од транзиционите економии беа изведени аналогни заклучоци.

предизвикани ограничувања во понудата во големите градови и субвенциите беа во голем обем капитализирани во земјишна рента и цени на домовите. Циклусите на градежниот пазар во голем обем беа базирани на малата флексибилност на понудата. Врз основа на неочекуваните промени во субвенционираните односи и форми, беше забележано нарушување на пазарот, што предизвика надолен тренд во градежниот сектор во 2002 година и негова експанзија во 2005 година.

Развојниот карактер на дефицитот на земја претставува значајна бариера за раст на градежниот сектор, која произлегува од грешките во однос на поединечните политики на градските управи и неусогласеноста на актот за просторно планирање со фактичката состојба. Врз основа на отсуството на Развојниот акт и прекумерниот потрошувачки ризик при купување на стан од изведувачот, беше предизвикано намалување на побарувачката. Овој ризик се пренесе на банкарскиот сектор кој избегнуваше да ги финансира развојните станбени проекти.

Имено, не постои логично објаснување за имплементирањето на рестриктивните протекционистички одредби за закупнина кои го притиснаа пазарот на домување во сивата зона. Покрај тоа беше утврдена подготвеност на приватните инвеститори и банките за влез на пазарот на домување.

Во текот на овој период беа формирани низа организации кои беа неопходни за пазарното функционирање. Како резултат на доминантното учество на изведувачите, беше забележан подем на развојните проекти како основна форма на развојот на повеќесемејното домување во големите градови. Станбениот развој, по силното опаѓање во средината на ’90-тите години, стана предмет на умерени долгорочно растечки трендови. Основната движечка сила на овој тренд е базирана на рапидниот пораст на хипотекарните заеми и потребата да се урамнотежат структурните разлики, особено во големите градови.

Од друга страна ,иако е утврдено постоење законски бариери, нерегулиран статус на агентите, ризик и слаба поддршка на банкарскиот систем се смета дека станбениот пазар во Полска функционира на солидна основа.

Со пристапувањето на Полска во Европската Унија, како и унификацијата на пазарите за недвижности и кредитните пазари на ЕУ, беше обезбедено остварување на долгорочни позитивни ефекти на пазарот во услови на дополнителен професионализам, зголемена

конкуренција и зголемен обем на регулација, наспроти очекувањето за ограничувачки ефекти врз станбениот пазар на долг рок поради ефектот на каматна стапка.

Наспроти тврдењето дека политиката во секторот за домување претставува стабилизационен фактор, се утврди нејзиното влијание кон генерирање на зголемен ризик. Како последица на ненавремено имплементирање на долгорочна и комплексна политика во секторот домување, се очекува пролонгиран период за создавање ефикасен систем насочен кон задоволување на потребите за домување. Рационалната политика за домување се очекува да обезбеди поддршка на понудата во секторот за домување, растот и истражувањето на пазарот. Од страна, на властите одговорни за политиката во секторот домување неопходно е донесување одлуки за покривање на потребите и степенот на имплементација на гарантираните и субвенционирани програми на хипотекарниот пазар, како и обезбедување поддршка за развој на приватното или полујавното закупничко домување со умерени ренти.

Во банкарскиот сектор во Полска беа воведени значителни промени во развојот на комерцијалните хипотекарни заеми, надвор од регулативите на официјалната политика во секторот за домување, со посредство на меѓународните организации (USAID, Светска банка). Врз основа на инфлацијата и каматните стапки на кредитите, беше утврдена зголемена конкуренција помеѓу банките, што наметна појава на специјализирани оддели. Како резултат на спојувањето на специјализираните банки и основањето на хипотекарни банки, беше доделено овластување на државната банка (BGK) за поддршка на секторот за домување со средства од Националниот фонд за домување.

1.2. Еволутивен развој на финансиските институции во Полска

Во почетниот период на трансформација, т.е. во периодот од 1990 до1994 година, банката PKO BP имаше монополистичка позиција на пазарот на домување.

За време на социјалистичкиот период одобрените заеми на станбените задруги зазедоа мнозинско учество во портфолиото на банката PKO. Од почетокот на 1994 година на пазарот функционираа следните ентитети: PKO BP, банката PAM и неколку други банки со активност базирана на програмата за Хипотекарниот фонд и управување во надлежност на Светска банка. Банката PKO BP и банката PAM имаа две различни стратегии насочени

кон различни доходовни групи: банката PKO BP кон широката популација со релативно низок доход (заемите од PKO BP беа индексирани и субвенционирани од државата), а банката PAM кон клиентите со исклучително висок доход.

Во 1995 година беше прекинато субвенционирање на хипотекарните заеми на PKO BP од страна на државниот буџет, што предизвика напуштање на програмата на Хипотекарниот фонд. Како резултат на тоа, банката PKO BP воведе индексирани и несубвенционирани производи во последниот квартал од 1995 година. Покрај тоа, беше утврдено укинување на финансирањето на кооперативните проекти од 1988 до1990 година со употреба на субвенционирани заеми, што предизвика евтини кооперативни станови на пазарот.

Наспроти загубата на монополската позиција на пазарот, банката PKO BP ја заддржа водечката улога на пазарот врз основа на распространетата дистрибутивна мрежа и искуството на нејзините филијали при одобрување станбените заеми, вклучително и индексираните заеми.

Од 1995 година до средината на 2000 година банката PKO BP понуди сопствени индексирани заеми: индексиран и нормативен заем. Индексираниот заем претставува еднократно индексиран заем со делумно индексација; додека нормативниот заем претставува двојно индексиран заем со регионален индекс, базиран исклучително на отплатата. При одобрување на овој тип заеми, банката PKO BP предвиде и значителна изложеност на ризик базирана на поддршката од државата. Со заземање на лидерската позиција на пазарот на депозити во Полска, банката PKO BP обезбеди финансирање на долгорочните заеми, како и одложена отплата на заемите финансирани со краткорочни депозити.

Од почетокот на 1998 година зголемената конкуренција во банкарскиот сектор обезбеди понуда на деноминирани заеми, како финансиски инструменти прилагодени на високите каматни стапки. Врз основа на растот на конкуренцијата и исцрпените можности на пазарот базиран на клиентите со висок доход, беше забележано проширување на интересот на банките кон нова целна група на пазарот – клиентите со просечен доход. Од почетокот на ’90-тите години беше забележана зголемена конкуренција на банката PKO BP, како резултат на основањето на низа банки: Полско-американската хипотекарна банка, во моментот позната како GE Capital Bank (PAMB/GE); Powszenchny Bank Gospodarcsy SA

(PBG), во моментот соединета со PKO SA; Bank Inicjatyw Spoleczno-Ekonomicznych SA (BISE); Powszechny Bank Kredytowy S.A. (PBK), денес споена со Bank Przemyslowo-Handlowy (PBH).

Оваа состојба предизвика промена во структурата на пазарот: од монополистичката позиција на банката PKO BP, преку улогата на пазарен лидер, до пазар со висок степен на концентрација (удел од 80% на петте најголеми учесници на пазарот).

1.3. Достапност на хипотекарните кредити кај комерцијалните банки во Полска

Со системот за финансирање на секторот за домување во Полска по 14-годишен период на трансформација, беше обезбедено финансирање на станбената сопственост, градежниот план и комерцијалната сопственост, како и финансирање во инвестиционата фаза или набавка на постојниот објект.

Од самиот почеток на период на трансформација комерцијалната сопственост беше финансирана во согласност со пазарните принципи. Во последните 14 години финансискиот систем на станбената сопственост од високо субвенциониран систем, заснован на единствена банка во државна сопственост, беше трансформиран во комерцијален и високо конкурентен систем.

Пазарот за комерцијални станбени кредити, заедно со пазарот за станбена сопственост, претставуваше најдобро развиен пазарен сегмент во секторот за домување во Полска. На овој пазар беше забележена зголемена конкуренција на водечките универзални банки со широка понуда на хипотекарни и хипотекарни – градежни кредити, како и вообичаени градежни кредити за изведувачите. Субвенционираниот дел на системот во Полска се однесува на претходно одобрените кооперативни заеми и некои нови иницијативи кои не надминуваат 10% од пазарниот удел.

Врз основа на забрзаниот раст на портфолијата во банките, беше евидентирано зголемено учество на станбените кредити во секторот за домување.

Во 1994 година Светската банка и сродните организации преговараа со големите комерцијални банки во Полска за нивното учество во проектот за хипотекарен заем. Според мислењето на мнозинството банки. се сметаше дека не постои голема заинтересираност за хипотекарните заеми во Полска поради високиот ризик за банката и

малиот број на заинтересирани потенцијални клиенти. Очекувањата на најголем дел од учесниците во преговарите беа насочени кон фактот дека развојот на градежната индустрија во иднина се состои од продолжение на системот од социјалистичкиот период, т.е. високо субвенционирани заеми одобрени од централната банка PKO BP.

Истражувањето направено од страна на USAID на почетокот на 1997 година укажа на постоење на две групи банки во секторот[204] базирани на различни стратегии.

Првата група банки беше насочена кон специјализација на активностите во секторот домување и, како резултат на тоа, покомплексен пристап при хипотекарното позајмување. Тенденцијата на оваа група банки претставува воведување пакет производи на секундарниот пазар, како и финансирање на изградбата на едносемејни и повеќесемејни домови според различни организациони форми. Нивната организациона структура е заснована на одделни организациони единици на централно ниво и специјализација на ниво на филијала.

Од друга страна, за банките од втората група активностите на финансирање на секторот за домување беа од второстепено значење. Во суштина, активноста на оваа група банки беше насочена кон следење на конкурентите и пазарната побарувачка, како и истражување на нови потенцијални можности.

Во денешни услови на стопанисување утврден е висок професионализам при финансирањето во секторот домување на поголемите комерцијални банки, како и употреба на специјализираните структури кај доминантен дел од пазарните учесници.

Како резултат на зголемената конкуренција во секторот од 2000 година, беше утврдено намалување на банкарските маргини во однос на стапката WIBOR 3M[205] без оглед на тоа што ризикот остана на константно ниво. Наспроти достигнатото ниво на банкарските маргини од 7 до 9 процентни поени во периодот 1994 – 1996 година, во 1999 година опаднаа до ниво од 3.5 до 4.5% и понатамошен тренд на опаѓање, што предизвика достигнување на ниво од 2.0 до 2.5% во 2002 година.

Хипотекарните заеми претставуваат споредна цел на политиката за домување на низа влади во Полска, што до крајот на 1990-тите години имаа третман на маргинално решение,

[204] Jacek Laszek, *Analysis of New Entrants into the Mortgage Market in Poland*, The Urban Institute, Washington, 1997.
[205] WIBOR 3M претставува тримесечната Варшавска меѓубанкарска референтна каматна стапка.

т.е производ што им стои на располагање исклучително на клиентите со повисок доход. Притоа беше занемарен фактот дека развиениот систем на хипотекарно позајмување, заедно со ефикасниот пазар на градежни парцели, претставува основа за креирање пазарно-ориентиран и ефикасен сектор за домување.

Имено, системот на хипотекарен заем се смета дека има политичка, макроекономска и микроекономска сензитивност на ризик. За да се обезбеди ефикасно функционирање на системот, беше неопходно исполнување на следните услови:[206]

- Макроекономска стабилизација и ниска (номинална и реална) каматна стапка, како услов за поширока достапност на заеми.
- Позитивни реални каматни стапки на депозити, како услов за акумулација на заштедите на населението во банкарскиот систем.
- Конкуренција помеѓу банките што ќе ги принуди да ја прошират понудата на хипотекарни заеми.
- Ефикасен систем на законска регистрација на реалната сопственост и залог на реалната сопственост, поддржан со ефикасен систем на геодетска регистрација на реалната сопственост, како услов за сигурност на прометот и кредиторите.
- Ефикасен систем на збир на заеми и евикција, како основа за сигурност на кредиторот.

Во Полска, на почетокот на трансформацијата, не беше исполнет ниту еден од претходните услови. По завршување на периодот на трансформација од 8 години, беа исполнети само два услови, како што се реалните каматни стапки на депозитите и конкуренцијата помеѓу комерцијалните банки.

Врз развојот на полскиот систем на хипотекарни заеми, особено влијание имаат следните фактори:

- брза комерцијализација на банкарскиот сектор и силна конкуренција помеѓу банките;
- искуството на банката PKO BP;
- истекување на постоењето на кооперативните станбени заеми во 1996 година;

[206] Аналоген став беше поддржан и од страна на USAID, со акцент на делумната реализација на соодветните постулати. USAID/RHUPO. "Solving Housing Problem, Lessons from Poland and Hungary in Creating a New Housing Finance System". Washington, 2000

- учеството во меѓународните институции;
- слаб интерес на властите за системот на хипотекарен заем, а како резултат на тоа избегнување на неуспехот на експериментите и субвенциите;
- Прогресивна стабилизација и потрошувачки оптимизам во најголемите градови во текот на најголем дел од анализираниот период.

Особено значаен фактор претставува учеството на полските институции во меѓународните институции на долг рок, како што се Светска банка, Американската агенција за меѓународен развој, Европската банка за обнова и развој и Полско-американскиот претприемнички фонд. Од страна на овие институции, особено Светска банка и USAID беа промовирани програми за поддршка на развојот на пазарот на домување. Овие програми беа воведени според редослед (прво Светска банка, потоа EBRD и на крај USAID), со цел обезбедување индукција, а од 2000 година и поддршка на процесот на реформи. Како резултат на тоа беше евидентиран масовен тек на know-how, со што беа поставени солидни основи за понатамошен развој на пазарот Најчесто, know-how се однесуваше на три области:

- функционирање на кредитните инструменти во услови на висока инфлација, што обезбеди промовирање на хипотекарните заеми дури во средината на 1990-тите години;
- стандардни документи и процедури поврзани со хипотекарното позајмување, со кои беше обебзбедена основа за иден развој;
- искуството поврзано со политиката во секторот домување.

Во банкарскиот сектор беше неопходна помош, во смисла што, и покрај приватизацијата на најголемите банки и нивното преземање од страна на познатите, светски банкарски групации, беше забележан незначителен прилив на know-how од страна на нивните сопственици.

На државната банка PKO, специјализирана за одобрување хипотекарни заеми, ѝ беше доделена соодветна помош.

Наспроти низа проблеми (заемот Alicja базиран на заемот од типот DIM[207]), во процесот на усвојување на искуството на Светска банка, државната банка PKO постигна успех при креирање на производот хипотекарен заем. Овој производ функционираше на пазарот во услови на висока стапка на инфлација и отсуство на макроекономска стабилизација.

Идниот развој на пазарот на хипотекарен заем беше единствено можен по истекување на траењето на старите субвенционирани заеми на банката PKO, наследени од социјализмот. Значителниот успех на надворешните инстуции, пред сè на Светска банка, се состоеше во заштита од продолжување на програмата за субвенционирани заеми. Од друга страна, USAID ги понесе заслугите за нејзиниот придонес во заштитата на развојот на договорниот кредитен систем кој се темелеше на германскиот модел. Примерите на Република Чешка и Словачка покажаа дека масовното воведување на договорниот кредитен систем го блокира развојот на хипотекарниот пазар.

Друг значаен фактор беше релативно брзата приватизација на банкарскиот сектор, придружена со брз пораст на конкуренцијата. Тоа ги принуди банките на влез во малопродажниот банкарски сектор и во потрага по нови, неистражени области. Ако се има предвид дека програмите на хипотекарниот заем се спроведуваа од страна на надворешните институции изолирани од влијанието на буџетските субвенции, оваа област не беше вклучена во официјалната политика за домување, особено по 1995 година. Истовремено, како резултат на целосно комерцијалниот карактер на пазарот, почнаа да се забележуваат поволните ефекти од конкурентскиот притисок, како поширокиот асортиман на понудени производи, намалување на банкарските маргини и подобриот квалитет на услугите.

Друг клучен фактор, заедно со инволвираноста на надворешните институции, беше прогресивната економска стабилизација и порастот на доходот и зголемениот оптимизам на потрошувачите. Врз основа на овој фактор беше обезбедено намалување на ризикот на хипотекарните заеми кај банките и зголемена мотивација на потрошувачите за преземање

[207] *Dual Index Mortgage (DIM)* претставува хипотекарен инструмент создаден во економиите со висока инфлација. Начинот на отплата на кредитобарателот е утврден на почетокот на склучување на договорот и прилагоден на индексот на доход. Отплатата на долг рок треба да овозможи реална каматна стапка и главнината. Како резултат на тоа, дел од номиналната каматна стапка е капитализиран и на долг рок во номинални услови, забележан е пораст на хипотекарниот заем, иако во реални услови се очекуваше негово опаѓање.

инвестиции во секторот недвижности, со употреба на хипотекарните заеми.

Како резултат на тоа беше евидентирана активност на пазарот на хипотекарни заеми во услови на неефикасен систем на регистрирање и прибирање заеми и високи каматни стапки. Преземањето на високиот ризик од страна на банките беше компензиран со релативно високи маргини и низок просечен показател за покриеноста на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста (LTV), кој во просек изнесуваше 70%. Со цел да се обезбеди развој на пазарот во иднина преку дополнително намалување на маргините и пораст на расположивоста на заемите, беше неопходно ограничување на ризикот при регистрирање на сопственоста и прибирање на банкарските барања, како и постојана макроекономска стабилизација.

Проектот за Хипотекарен фонд, воведен од страна на Светска банка во средината на ’90-тите години, беше базиран на моделот за Централна хипотекарна банка, што се очекуваше да обезбеди рефинансирање на универзалните банки со хипотекарното портфолио. Во почетокот Хипотекарниот фонд беше финансиран со употреба на буџетски средства и средства на меѓународните организации, со цел реализација на крајната цел – емисијата на хипотекарни обврзници. Поради зголемената поддршка од страна на Владата и меѓународните организации, Хипотекарниот фонд имплементираше рестриктивни критериуми за проверка на квалитетот на рефинансираните заеми и стандардизација на процедурите.

Анализите покажаа дека хипотекарниот фонд и програмата за техничка поддршка финансирана од страна на Светска банка, EBRD и USAID, наспроти значителното влијание на кредитните стандарди и индиректно на РКО ВР, изведувачите и на владината политика за домување, претставуваат сериозен неуспех во комерцијални услови. Покрај вишокот на ликвидност на банкарскиот систем (особено на големите банки), слабата побарувачка и сложениот производ, како битни фактори кои предизвикаа неуспех претставуваат: банкарската аверзија кон строгите кредитни процедури и тековната контрола на нивните портфолија, како и релативно високиот трошок на изворите на средства споредено со депозитите. Високиот трошок на изворите на средства претставува резултат на посредничката улога на хипотекарниот фонд.

Врз основа на незадоволителните резултати на програмата, како што се слабата побарувачка за хипотекарни заеми и недостигот на интерес на комерцијалните банки за

Хипотекарниот фонд, беше повлечено учеството на Светска банка во 1996 година. Поради тоа се смета дека не постои подготвеност на банкарскиот систем во Полска за современ хипотекарен систем со примена на двојни стандарди, без оглед на неговата компатибилност со концептот на секјуритизација или со централниот банкарски хипотекарен систем.

Во периодот 1997 – 1999 година беа реализирани низа промени на пазарот на хипотекарен заем во Полска. Врз основа на опаѓањето на стапката на инфлација и каматните стапки, беше забележан значителен пораст на побарувачката на хипотекарни заеми и зголемен интерес на банките за производот. Во согласност со одредбите од Актот, беа основани првите три хипотекарни банки и беа преземени акции за основање на нови три банки. Меѓутоа, Актот не ги исполни очекувањата поради ригорозните критериуми и слабата адаптираност на полскиот законски систем, како и утврдените практики на пазарот на хипотекарен заем. Како резултат на значително ограниченият обем на активности, отсуството на дистрибутивната мрежа и повисоката цена на средствата на пазарот на капитал, беше ограничена конкурентноста на хипотекарните банки во однос на универзалните банки.

Врз основа на имплементираните дополнувања на Актот, на универзалните банки им беше доделено правото на емисија на хипотекарни обврзници. Во 2002 година беше преземена иницијатива за адаптирање на Актот и поврзаните регулативи со постојните услови на полскиот пазар на хипотекарен заем, преку намалени прудентни односи и продолжување на обемот на прифатливи банкарски активности.

Хипотекарната активност на универзалните банки беше предмет на банкарска супервизија, во согласност со општите принципи базирано на релативно ограниченият обем на портфолија за домување и солидниот квалитет конципиран во согласност со меѓународните стандарди.

Имено, наспроти фактот дека хипотекарните заеми имаат добар квалитет во споредба со останатите заеми, беше евидентирано зголемено учество на неконвенционалните заеми (3.2% во 2000, 4.5% во 2001, 5.9% во 2002). Во 2001 година беше воведена контрола на хипотеките и доходот за домување, а во 2004 година беше забележана зголемена зависност на пондерите за ризикот на хипотекарните средства во однос на показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста.

1.4. Видови хипотекарни заеми и услови на одобрување во Полска

Квантитативниот развој на полскиот пазар на хипотекарни и станбени заеми беше придружен со развојот на зајмовните инструменти. На полскиот пазар беше евидентиран исклучително висок удел на индексираните заеми. Во почетокот на 1990-тите години на пазарот доминираше двојно индексираниот производ, понуден првенствено од страна на банката PKO BP, за во 2002 година приматот да биде преземен од производите индексирани во однос на девизниот курс. Со примена на двојно индексираните производи, беше обезбедена заштита од висока инфлација, додека со примена на производите индексирани во однос на девизниот курс, беше обезбедена заштита од високи каматни стапки по трошок на изложеност на ризик поврзан со промена на девизниот курс.

Друга специфична карактеристика претставува релативно краткиот период на отплата. Се проценува дека на пазарот доминантно учество имаат заемите со период на достасување од 10 до 15 години, што претставува реален животен циклус на производите. Имено, покрај постоење на предвремените отплати, се јавува и зголемено учество на рефинансираните заеми во другите банки, во согласност со растот на конкуренцијата.

Третата карактеристика се однесува на релативно малиот обем на заемите, што претставува последица на ниските доходи, високите каматни стапки во текот на долг временски период, прудентните политики на банките и однесувањето на кредитобарателите.

Просечниот обем на одобрени заеми во периодот од 1997 до 2000 година кај банката PKO BP се движеше во интервал од 30.000 до 40.000 полски злоти (околу 7 – 10.000 $), кај банката BPH SA во интервал 40.000 – 50.000 полски злоти (10 – 12.500$), кај банката PKO SA во интервал од 60.000 до 70.000 полски злоти (15 – 17.500$) и во случајот на заеми повлечени од Хипотекарниот фонд во интервал од 50.000 до 60.000 полски злоти (12.500 – 15.000$).

Понудените заеми од страна на Хипотекарниот фонд беа типични примери на двојно индексирани заеми, каде каматата беше пресметана со индекс на 13-месечен државен благајнички запис зголемен за маргината од 1 до 2% на Фондот и маргината на банката-учесник. Просечниот индекс на плата на официјалното биро за статистика беше употребен како индекс на отплата.

Основни сегменти на употреба на хипотекарните станбени заеми во Полска се заемите

кои се користат за финансирање на: новоизградените станови, купување станови од постоечката залиха на недвижности и поправките и модернизацијата.

Уделот на традиционалните хипотекарни заеми, т.е. заемите за купување постоечки станови изградени од страна на изведувачот или купени од постоечката залиха изнесуваше 50 – 60% од банкарските портфолија. Според податоците на Националната банка на Полска, портфолиото на хипотекарните заеми изнесуваше над 5 милијарди долари на крајот на декември 2005 година.

Преостанатиот дел од банкарското портфолио беше составен од хипотекарни градежни заеми, насочени кон индивидуалните клиенти за авансно финансирање на градежните трошоци на станот, како и од станбените заеми. Во случајот на хипотекарните градежни заеми, како континуирано обезбедување на долгорочна основа се користи хипотекарниот залог, под услов на предвремена отплата на заемот. Создавањето ваков производ беше наметнато од пазарот на изведувачи, кои пропишаа авансно финансирање за становите во процес на градба и непродадените новоизградени станови за кои не постоеше можност за обезбедување хипотекарен заем од страна на изведувачот. Традиционалните хипотекарни заеми се во почетна фаза на развој (што претставува резултат на долготрајниот процес на регистрирање на хипотекарните барања во судскиот регистар, или неопходноста од воведување судски регистер) и се подложни на осигурување во осигурителните компании.

Станбените заеми не беа осигурени со хипотека, нивниот период на достасување изнесуваше до 5 години и се одобруваа на износ под 30.000 – 50.000 полски злоти (7.500 – 12.500$). Основната намена на заемите се однесуваше на поправките или употребата како дополнителни заеми за купување на недвижности. Како алтернативно обезбедување на хипотеката, од страна на банката PKO BP беа понудени заеми гарантирани со акции во инвестициониот фонд Pioneer.

Ако се земе предвид достапноста, механизмот на отплата и заштитата од инфлација, од страна на пазарот беше понудена отплата на заемите според формулата на ануитет, т.н. просечна отплата на заемите, т.н. заеми со опаѓачки рати и деноминирани заеми, т.е. индексирани заеми во странска валута и двојно индексирани заеми.

Во најголем број случаи заемите понудени од страна на банките беа традиционални станбени заеми, со варијабилна каматна стапка. Во формулите за отплата на заемите со кои се финансираше купувањето на стан или куќа, доминираа системите со опаѓачки

отплати или ануитетни отплати.

Активноста на најголем дел банки беше базирана на каматните стапки на нивните производи, т.н. банкарска каматна стапка составена од банкарските трошоци на средствата, премијата за ризик и профитот. Одредени варијации на каматните стапки претставуваа последица на промените во трошоците или конкуренцијата на пазарот. Имено, беше евидентирана употребата на надворешните индекси од страна на најголем број банки во Полска, како што се референтните каматни стапки на централните банки или трошоците на пари на меѓубанкарскиот пазар. Хипотекарните заеми со фиксна каматна стапка, за првпат беа воведени на пазарот во Полска во 2000 година.

Основна бариера за развој на пазарот претставуваше инфлацијата придружена со високите каматни стапки на заемите одобрени во злоти. Како резултат на тоа, деноминираните и индексираните производи зазедоа доминантно учество на пазарот во Полска.

Најниското ниво на каматни стапки на заемите одобрени во полски злоти беше забележано на крајот на 1998 година, со исклучок на порастот од 1999 година за 6 до 7 процентни поени. Од страна на банките беа понудени станбени заеми, со период на достасување од 20 години (на пр. заемот DOM на банката PKO SA) и варијабилна каматна стапка, во злоти или во следните конвертибилни валути: американски долари, германски марки, австриски шилинзи или француски франци. Заемите одобрени со најниски каматни стапки (на заемите одобрени во злоти) беа понудени од страна на банката BPH (16.15%) и банката PKO BP (16.4 % годишно – со основна стапка од 11.4%). За заемите во конвертибилни валути, маргината која се додаваше на индексот (LIBOR/FIBOR 6M ли 3M) изнесуваше 6 – 8 процентни поени. Провизиите варираа во интервал 0.5 до 3.5% од износот на заемот, при што во дел од банките се наплатуваше одреден надомест за обработка на барањето и провизии за водење на заемот.

Максималниот износ на одобрените заеми вариираше меѓу 60 – 80% од трошокот/вредноста на недвижноста. Зголемената стапка на инфлација во 1999 година предизвика пораст на каматните стапки на заемите одобрени во полски злоти, до ниво од 20 – 24% во случајот на заеми со варијабилни каматни стапки (во последниот квартал на 2000 година). Падот на инфлацијата во 2001 година доведе до опаѓање на каматните стапки на заемите одобрени во полски злоти до ниво од 13 до 15% (во првиот квартал на

2002 година), а во 2003 година до ниво од 7.5 до 8%. Конкуренцијата го наметна падот на маргината на деноминираните заеми сè до 3 – 4%. Како резултат на рецесијата и ниските каматни стапки, беше забележана експанзија на заемите деноминирани во евро, швајцарски франк и јапонски јен на пазарот.

Врз основа на трендот на опаѓање на инфлацијата, беше утврдено намалување на каматните стапки, додека зголемената конкуренција на пазарот предизвика постепен пад на маргините, продолжување на периодите за отплата на заемот и подобро прилагодување на заемите на финансиските услови на заемобарателот, преку диференцијација на понудата на производи. Заемите беа одобрени со аналогни амортизациони периоди (до 35 години) на развиените пазарни економии, што претставува последица на високите банкарски маргини и каматни стапки.

2. Влијанието на секјуритизацијата базирана на употребата на хипотекарни хартии од вредност врз економијата во Полска во услови на глобална финансиска криза

2.1. Почетоците на секјуритизацијата во Полска

Законскиот режим за секјуритизација во Полска значително се разви во почетокот на 2004 година, но сè уште не обезбедува целосно сеопфатна, транспарентна и постојана рамка. Неизвесноста поврзана со недостатоците може да се елиминира во најголем број случаи со употреба на добро обмислени законски структури. Не постои независно законодавство за секјуризација во Полска. Меѓутоа, врз основа на Актот за инвестициони фондови, е овозможено управување со посебните фондови за секјуритизација како претпријатија за емисија на секјуритизационите трансакции (за основачите кои претпочитаат вакви структури во однос на традиционалните деловни трансакции на претпријатијата за посебна намена).

Банкарските средства го сочинуваат најголемиот дел од секјуритизациите и поради тоа веројатно ќе бидат опфатени во идните секјуритизациони програми на Полска. Тука ќе бидат вклучени финансирани програми чија цел ќе биде зголемување на капиталот, како и нефундирани (синтетички) програми чија цел ќе биде намалување на коефициентот на адекватност на капиталот (CAR), со помош на значително намалување на кредитниот

ризик од неисполнување на обврските базирани на одобрените кредити на банката. Во двата случаи се очекува во иднина да се обезбеди поголема мотивираност за ваквите трансакции, што се должи на очекувањата за зголемување на коефициентот на адекватност на капиталот (CAR) според Спогодбата од Базел.[208]

Меѓутоа, синтетичката и финансираната секјуритизација на банкарски средства е оневозможена од низа пречки, вклучувајќи ги и банкарските доверливи договори. Ниту една информација за должниците не може да биде пренесена од страна на банките на трети лица без писмено одобрение на должниците за откривање на таква информација. Имено, ограничената можност за добивање вакво одобрение од тековните должници и отежнатото внесување на клаузулата за согласност во новите договори за заем се поврзува со барањето за впишување на името на примателот на ваквата информација (на пр. претпријатието за посебна намена, сервисерот). Кога се работи за средствата на потрошувачката, кои се независни од дискрециона активност на банката, постојат строги прописи во однос на заштитата на поединечните податоци. Полскиот пазар оствари експанзија во доменот на потрошувачките заеми кои треба во иднина да се секјуритизираат, од автомобилски заеми до кредитни картички и хипотеки. Првата секјуритизација во Полска ја спроведе Полската инвестициона банка во 1999 година, врз основа на емисијата на комерцијални нехипотекарни хартии од вредност на фармацевскиот концерн Urtica. Наредна секјуритизација беше спроведена врз полските имоти во малопродажбата, на износ од 44 милиони евра во обезбедени обврзници со флуктуирачка каматна стапка од класа А1, со рок на достасување во 2010 година и 30 милиони евра на обезбедени обврзници, со фиксна каматна стапка, со рок на достасување во 2010 година кои беа насочени кон секјуритизација во истиот сектор. Наредна секјуритизација беше спроведена од страна на Полската филијала за лизинг на Меѓународниот банкарски холдинг Рајфајзен (Raiffeisen International Bank-Holding AG) која ја заклучи секјуритизационата лизинг трансакција во вредност од 167 милиони евра.[209] Тоа претставуваше најголема секјуритизациона трансакција спроведена во регионот на земјите на Источна Европа. Преку оваа секјуритизациона трансакција се

[208] Wicik Arkadiusz, Adrian Dommisse, Alexander Mackay and Vas Kosseris, "Securitization in Poland", Poland Special Report, Fitch Ratings, December 2002.
[209] Raiffeisen International, "Securitization in Poland", Raiffeisen, member of RZB group, Vienna, 24 February 2006

изврши рефинасирање на над 10.000 поединечни договори за лизинг на мали и средни претпријатија во Полска и микро компании, чиј просечен рок на достасување изнесува 4 години.

2.2. Структура на процесот на секјуритизација во Полска

Секјуритизацијата претставува метод на монетизација на идните и ненаплатени средства и приходи. Секјуритизацијата врз средствата се спроведува во форма на трансфер на побарувања од спонзорот на претпријатието за посебна намена, кое врз основа на побарувањата врши емисија и продажба на должнички инструменти.

Општата шема за секјуритизационата трансакција во Полска се состои од следните елементи:[210]

- Пренос на средствата, на пример идни или ненаплатени средства во портфолиото од спонзорот на претпријатието за посебна намена кое. врз основа на нив, директно или индиректно емитува обврзници обезбедени со соодветно средство. Во моментот на склучување на договорот, нето приходите од емисијата на обврзници се пренесуваат на спонзорот на трансакцијата во форма на исплата за пренесените побарувања. Обврзниците емитувани од претпријатието за посебна намена може да се насочени кон домашни или странски инвеститори.
- Побарувањата се извршуваат од страна на спонзорот или специјализирани претпријатија за таа намена.
- Реализираните побарувања имаат за цел да ги покријат трошоците на претпријатието за посебна намена и трошоците за сервисирање на заемот кои произлегуваат од емитуваните обврзници.
- Инвеститорите не остваруваат право на регрес од спонзорот. Во ситуација кога извршувањето на побарувањата е полошо од планираното, инвеститорите бараат исполнување на своите права од претпријатието за посебна намена.
- Со цел да се обезбеди ликвидност на емисијата при реализирање на трансакцијата, треба да учествува специјализирано претпријатие чија цел е да се обезбеди

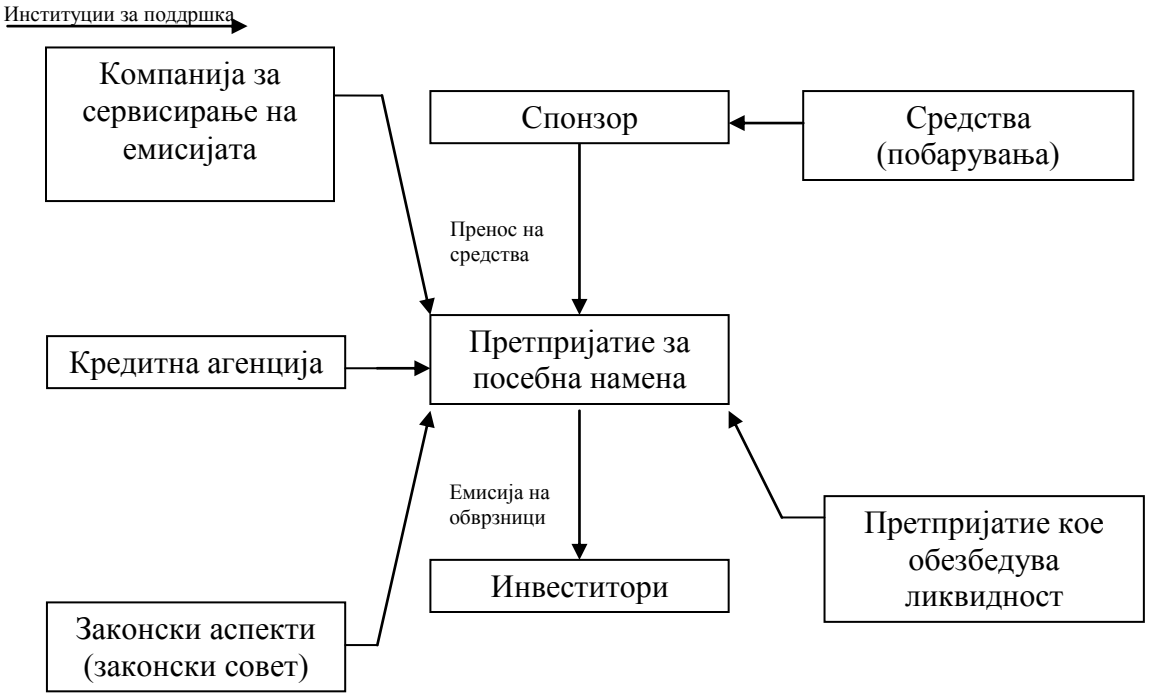
[210] Ministry of Finance of the Republic of Poland, "Program for restructuring of public finances of Poland", Transformation, integration and globalization economic research, June 5, 2003

ликвидност на трансакцијата. Ова претпријатие ќе ги задоволи потенцијалните побарувања кои може да се зголемат кога приливите на средствата се недоволни за да се подмират задолжителните плаќања.

- Во ситуација кога сите или дел од емитираните обврзници се деноминирани во една валута, на пр. во евра, а побарувањата се деноминирани во друга валута, на пр. во полски злоти, неопходна е заштита од ризикот во девизниот курс. Во тој случај, при спроведување на секјуритизационата трансакција, може да учествува кредитна/осигурителна агенција која издава осигурување од девизен курс.

За да се ограничат трошоците на емисијата, странките кои учествуваат во трансакцијата треба да ја разгледаат можноста за добивање гаранции од страна на Владата за емитираните обврзници. Овие гаранции треба да се спојат со регистрираните гаранции на Европските институции.

Шема 1: Дијаграм на секјуритизациона трансакција



Извор: Министерство за финансии на Република Полска, 5 јуни, 2003 година

2.3. Хипотекарните хартии од вредност како доминантна категорија на средства врз која се темели секјуритизацијата во Полска

Секјуритизациите на хартии од вредност врз основа на хипотека во Полска се отежнати како резултат на неразвиениот и скап систем за регистрација и пренос на сопственоста. Покрај тоа, процесот на одземање на хипотеките, по својата природа, е скап и долготраен, што може да доведе до конзервативна проценка на состојбата на овие производи. Дополнителен проблем претставува неразвиениот секундарен пазар на недвижности, што создава проблеми при проценка на колатералот и проценка на состојбата на реалното ниво на показателите за покриеност на хипотекарниот заем, со проценетата пазарна вредност на недвижноста. Значаен дел од хипотекарните заеми се одобрува за домување на соработниците со несигурен сопственички статус. Завиден дел на хипотекарни заеми во Полска се деноминирани во странска валута и претставуваат основа за појава на валутниот ризик. Мнозинството на станбени и комерцијални хипотекарни заеми се одобруваат од страна на комерцијалните банки во Полска.

Покрај тоа, хипотекарните банки во Полска емитуваат хипотекарни обврзници, познати како „Listy zastawne“. Постоењето на Listy zastawne (хипотекарни обврзници емитувани од хипотекарните банки), кои се колатерализирани со хипотеки и се темелат на германски производ, ќе го овозможат растот на меѓународната емисија.

Хипотекарните заеми со фиксна каматна стапка беа воведени на пазарот во Полска во 2000 година. Имено, во 2000 година беше евидентирана зголемена побарувачка за производот на Deutsche Bank. Овој производ беше одобрен од страна на банката, со каматна стапка од 15.75% и компензација на ризикот со провизија од 10% (во споредба со вообичаената од 1.5 до 2%). Заемот беше одобрен за период од 5 до 25 години, со задолжителна фиксна каматна стапка за првите 5 години. Друг производ од сличен вид беше понуден од страна на BRE-Rheinhip, со каматна стапка базирана на државниот благајнички запис со рок на достасување од 52 недели. Периодот на рефинансирање изнесуваше 2, 3, 4 или 5 години, а провизијата за предвремена отплата беше еднаква на 1 – 2 % од однапред платениот износ. Поради исклучително шпекулативниот карактер на производите, основната цел на нивното воведување беше остварување маркетиншки ефекти.

Во 2002 година, како резултат на намалената инфлација и очекуваниот пад на реалните

каматни стапки, беа воведени шпекулативни производи со каматни стапки од 12 до 13%. Наспроти ограничена употреба на пазарот, беше евидентирана зголемена улога на производот осигурување на залогот на заемот. Во Полска основна бариера за кредитобателите, како последица на високите каматни стапки, претставува показателот за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста на ниво од 75 до 80%. Со цел надминување на соодветните ограничувања, од страна на осигурителните компании беше воведен производот што осигурува заеми до 100% од вредноста на заемот.

Покрај тоа на пазарот беше воведен нов вид производ, познат како кредитни линии. Врз основа на значителниот степен на флексибилност на кредитните линии, беше зголемен интересот за употреба од страна на клиентите на пазарот.

Во ’90-тите години основниот канал за дистрибуција на хипотекарните производи се состоеше од мрежа на филијали. Со развојот на осигурителните и пензиските фондови, кај големите банки беше забележано вклучување на брокери во продажбата на хипотекарните производи. По 2002 година кај големите домашни и странски компании, во улога на посредници при продажбата на потрошувачки кредит, беше зголемен интересот за дистрибуција на производите на пазарот. Нивниот пазарен удел покажа растечка тенденција. Според спроведените анализи, може да се забележи зголемен интерес кај одредени банки од малопродажбата, особено помалите банки со пониска капитална основа за посредување или препродажба на хипотекарните заеми.

2.4. Претпријатија кои вршат емисија на секјуритизираните хартии од вредност во Полска

Основачите имаат право на избор на каков вид на претпријатие ќе му го доверат спроведувањето на емисијата при секјуритизациониот аранжман. Можно е да се употреби претпријатие за посебна намена, регулирано според полскиот или меѓународниот „стандард“, или да се примени методот на секјуритизациони фондови.

2.4.1. Претпријатија за посебна намена

Според полскиот закон постојат најмалку три видови претпријатија кои може да се јават како претпријатија за посебна намена при секјуритизационите трансакции.[211] Тие може да постојат како друштва со ограничена одговорност, акционерски друштва и командитни друштва на акции. Во моментот за основање на претпријатие за посебна намена е потребен минимален капитал од 50.000 полски злоти (во случај на друштва со ограничена одговорност).

Полскиот закон не го признава концептот на труст, кој се употребува во системите на општото право за создавање независна сопственичка структура, во однос на претпријатијата за посебна намена опфатени во Полска. Наместо тоа претпријатието за посебна намена кое го создаваат и е под контрола на трети странки се смета дека обезбедува оддалеченост од банкротството. Најмалку една секјуритизација во Полска опфаќа претпријатие за посебна намена чие управување е во надлежност на Полска фондација. Треба да се напомене дека претпријатието за посебна намена не е потребно да добие дозвола за работа, или некои посебни квалификации, за да може да ја изврши својата функција во секјуритизационата структура. Во банкарските регулативи на Полска не е имплементирано ограничување во однос на типот на субјектот одговорен за спроведување на секјуритизационата трансакција. Кога се работи за банкарски секјуритизации, Законот за банкарство особено го истакнува условот дека единствена активност на претпријатието за посебна намена треба да биде набавката на побарувања и емисијата на должнички хартии од вредност за да се финансира набавката и со неа поврзаните активности.

Со цел да се рангира трансакцијата, треба да постои начин кој ќе овозможи независно законско гледиште дека претпријатието со посебна намена е оддалечено од банкрот. Имено, тоа се постигнува, прво, со ограничување на целта на претпријатијата за посебна намена во однос на збирната документација на трансакциите кои се однесуваат единствено на секјуритизацијата; второ, со поседување договор од страна на претпријатието за посебна намена за ограничување на соодветните деловни активности и трето, со обезбедување ветување за неподнесување жалба од сите кредитори на

[211] Andrej Stosio, "Securitization in Poland: The legal framework", Norton Rose, 2007

трансакцијата, со што се обезбедува нивна заштита од ликвидација на претпријатието за посебна намена во периодот по исплата на обврзниците. Според законот е исклучена можноста на кредиторот да бара наплата на побарувањата од претпријатието за посебна намена, што води до појава на инсолвентност и/или банкрот.

2.4.2. Секјуритизациони фондови

Според Актот за инвестициони фондови, воведен е нов тип затворени фондови, познати како „секјуритизациони фондови“. Овие фондови може да емитуваат инвестициони сертификати за секјуритизационите трансакции кои потекнуваат од Полска. Тие се јавуваат како извонредно регулирана алтернатива на „потрадиционалните“ претпријатија за посебна намена. Секјуритизационите фондови (како и сите други фондови) може да бидат создадени од компаниите за управување со средствата. Овие компании за управување ги објаснуваат фондовите во врска со останатите страни (основач, инвеститори, регулатори итн). Согласно со Актот за инвестициони фондови, предвидени се два типови секјуритизациони фондови: стандардизирани секјуритизациони фондови и нестандардизирани секјуритизациони фондови. Имено, се истакнува дека сертификатите емитирани од страна на стандардизираните фондови се насочени кон сите типови инвеститори, додека сертификатите емитирани од страна на нестандардизираните фондови се насочени единствено кон квалификуваните купувачи (со номинална вредност на еден сертификат емитуван од нестандардизиран фонд од 40.000 евра во случај на понуда на поединци).

Стандардизираните фондови може да бидат создадени како помошни фондови кои ја обезбедуваат сумата на пари од надворешен ризик. Поради тоа тие функционираат како повеќенаменски канали. Имено, секој помошен фонд во рамките на стандардизираниот фонд ќе биде употребен за да се остварат целите на поединечната секјуритизациона трансакција. Инвеститорите во инвестициони сертификати емитирани од кој било помошен фонд имаат право на регрес само кај својот поединечен помошен фонд. Секој помошен фонд се бара да инвестира најмалку 75% од своите средства во еден пул на стандардизирани побарувања. За трансакциите кои потекнуваат од банките, можно е да се

искористи истиот помошен фонд за да се набават повеќе пулови на побарувања, ако пуловите се од ист тип.

Кај нестандардизираните фондови е елиминирана можноста за формирање како помошни фондови, со цел обезбедување на паричната сума од надворешен ризик. Од нестандардизираните фондови се бара да инвестираат најмалку 75% од своите средства во побарувања (кои може да бидат од различни типови и/или од различни пулови), хартии од вредност врз основа на готовински заем и права за да се добијат исплатите врз основа на побарувањата.

Секјуритизационите фондови ги финансираат трансакциите преку емисија на инвестициони сертификати. Притоа постои можност да се емитуваат разновидни низи сертификати. Секјуритизационите фондови имаат дозвола за емисија и на обврзници (во обем до 25% од средствата на стандардизираните фондови и 75% во случај на нестандардизирани фондови). Секјуритизационите фондови се дел од индустријата со висок обем на регулација, која е под надзор на Комисијата за хартии од вредност и берзи на Полска (PSEC). За да може да се основаат вакви фондови од компаниите за управување со средствата, треба да се побара согласност од Комисијата за хартии од вредност и берзи на Полска. Согласност на Комисијата за хартии од вредност и берзи на Полска се бара за секјуритизациониот фонд да може да склучи аранжман за сервисирање во случај кога како сервисер не се јавува банката на Полска. Ова поединечно ограничување се чини дека е премногу рестриктивно поради тоа што е потребна согласност од Комисијата за хартии од вредност и берзи на Полска за небанкарскиот основач да може да ја преземе улогата на сервисирање.

2.5. Предизвици и ограничувања во развојот на секјуритизацијата во Полска

Полскиот закон не обрнува директно внимание на секјуритизацијата, иако неодамна беше издаден проспект од работната група на банките (здружени во Асоцијацијата на полски банки), со барање да се создаде рамка за секјуритизација. И покрај неразвиената суштина на законот за секјуритизација, постои можност за реализирање на трансакциите, гледано низ призмата на домашните програми, иако структуирањето може да е отежнато и

треба да се направи на повнимателен начин во однос на правните надлежности со соодветни законски системи.

Измената на Актот за обврзници отстрани многу ограничувања од пазарот на обврзници и овозможи поголема флексибилност за емитентите да ги зголемат целосно обезбедените и необезбедените обврзници, како и способност за создавање претпријатија за посебна намена. Сè уште не постојат секјуритизации деноминирани во надворешна (цврста) валута. По приклучувањето на Полска во Европската монетарна унија, деноминираните трансакции во полски злоти ги намалија валутните ризици. Иако банкарскиот сектор изгледа дека поседува најголем потенцијал во однос на секјуритизацијата, одредени бариери, вклучително доверливите закони, предизвикаа ограничување на неговиот потенцијал. Не постои сигурност дали доверливите обврски може да бидат законски избегнати со откажување од должничките права. Кај регулаторите е евидентиран зголемен интерес за ефектот од секјуритизацијата на нефункционалните заеми, што сочинуваат 20% од вкупното портфолио на заеми на просечна полска банка и ограничената можност за пренесување на ризикот надвор од банкарскиот сектор. Наспроти фактот дека доминантен дел од инвестициите се преземени од самите банки, евидентно е постоењето на ризик во случај на отстранување на нефункционалните заеми од банкарските портфолија и истовремено купување на обврзници секјуритизирани со нефункционални заеми на други банки. Се разбира, согледаниот ризик се намалува со соодветно структуирани секјуритизации на нефункционалните заеми, заради заштита од кредитен ризик со употреба на механизмите на кредитно наголемување и диверзификација на заемите.

Зголемениот интерес за секјуритизација во транзиционите економии првенствено произлегува од можностите кои им се обезбедени на инволвираните странки. Со помош на секјуритизацијата, емитентите (компании, банки и влади) може да ги диверзифицираат своите финансиски можности со таргетирање на различни инвеститори и обезбедување подолгорочни фондови. Во одредени околности секјуритизацијата може да обезбеди поевтин извор на финансирање – особено кога рејтингот на емитуваните обврзници е повисок од рејтингот на креаторот, или еднаков со независниот рејтинг на земјата од каде доаѓа креаторот, но притоа се опфатени повисоки трансакциони провизии кои честопати го надминуваат износот што го компензира обемот на штедење. Дополнителни мотиви за

секјуритизација претставуваат ефикасност на капиталот и ограничување на кредитната изложеност на средствата.[212]

Покрај тоа секјуритизацијата води до подобро сфаќање на средствата од страна на креаторот, со што се постигнува потенцијално подобрување на управувањето со кредитниот ризик, ефикасно работење и фокусирање на производот и потрошувачот. Со цел да ги исполнат неопходните стандарди за стекнување рејтинг и добивање согласност од инвеститорот, постои потреба од достигнување одредено оперативно ниво – како, на пример, запишување заем, сервисирање, информатичка технологија и државна благајна.

Предностите за инвеститорот овозможуваат пристап до претходно недостапните пазари (често домашни) и добивање повисок принос од компаративно рангираните владини, банкарски и корпоративни обврзници. Трансакциите на хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства, историски, имаат подобра реализација во услови на неисполнување на обврските и потценување на рејтингот, во споредба со рангираниот корпоративен заем. Друга предност е продлабочувањето на потенцијалот на домашните пазари на капитал, што го потврдува иницираниот раст на основните средства, како што е сопственоста на куќи и потенцијалното обезбедување финансирање на големи проекти на локалните и регионалните влади.

Постојат и неколку потенцијални ограничувања кои може да го оневозможат растот на постојната секјуритизација на средства во транзиционите економии. Тука се опфатени: несигурноста и неиспитаните карактеристики на законскиот амбиент во земјите каде секјуритизацијата претставува нова техника, потреба од постоење пионери во новите земји кои бараат диверзификација на нивните извори на финансирање, износот кој е потребен за развој и/или почетни трошоци при спроведување на трансакција за првпат и опасност дека тековниот квалитет на средствата нема да го поднесе брзото проширување на амбиентот за потрошувачки заеми.

[212] Standard &Poor's, "EEMEA gains a foothold in the global securitization market", Commentary, December 5, 2005, стр. 12

3. Состојбата на пазарот на хипотекарно позајмување во Полска во услови на глобална финансиска криза

3.1. Анализа на пазарот на хипотекарни заеми во Полска

Како битна карактеристика на пазарот на домување во Полска се смета долгорочниот тренд на висок дефицит на единиците за домување споредени со бројот на домаќинства. Показателот за станови на домаќинствата во моментот изнесува приближно 92%, споредено со 110 – 115% во високоразвиените и заситени пазари.[213] Тоа укажува на недостиг на станови од најмалку 1.1 милиони единици, ако се претпостави дека покриеноста со станови изнесува 100%. Ако се претпостави дека таргетот изнесува 110% заситеност на пазарот, јазот оди до 2.5 милиони единици. Ова е еден од највисоките дефицити во домувањето во Европа.

Постои недоволно развиен пазар и тоа не само во однос на квантитетот, туку и во однос на квалитетот на реалниот фонд. Ова особено се однесува на конкретно изградените имоти за домување во големите градови, кои беа изградени во текот на комунистичкиот период. Имено, постои потреба за реновирање или замена на овие единици во наредните години.

По транзицијата од централно планска во пазарна економија во 1989 година, понудата за домување на пазарот во Полска претрпе колапс и достигнувањето на секторот беше прилично слабо. Еден од основните проблеми беше слабо развиената градежна индустрија која покажуваше ниска ефикасност со години. Финансирањето на градежните проекти со хипотекарни заеми беше недоволно развиено. Тоа се должи на низа причини: релативно високите цени на становите споредени со просечните доходи, високо ниво на реалните каматни стапки, неповолни фискални решенија и законски пречки. Последната причина беше базирана на големата неефикасност на полскиот систем на земјишен и хипотекарен регистар и слабата ефикасност на хипотеката како обезбедување.

И покрај тоа што во средината на ’90-тите години настана постепено опоравување на страната на понудата, до средината на наредната декада градежниот сектор не успеа да излезе од депресијата. Во последните неколку години влијанието на средината со ниски каматни стапки, зголемените плати и расположливи доходи на домаќинствата, намалената

[213] Jacek Laszek, “Development of Housing Finance System in Poland – Lessons Learned”, Ekonomski anali br.169, април 2006 – јуни 2006, 2006.

невработеност и зголемената конкуренција помеѓу банките придонесе за агресивна понуда на хипотекарни производи, придвижување на побарувачката, што предизвика позитивен шок на страната на побарувачката. И понудата започна да заживува, но не беше во состојба да се приспособи доволно брзо на променливата средина поради соочувањето со голем број пречки кои го ограничуваа нејзиниот потенцијал (помеѓу другите, недостигот на земја со точни планови за сопственост, долги и сложени постапки итн). Бројот на нови градежни дозволи бележи нагорен тренд од 2006 година (околу 60% годишен принос во средината на 2007 година, што соодветствува со над 210.000 единици за домување годишно). Вкупниот број на станови во градба го следи овој тренд и покажа забрзана динамика по стагнацијата во периодот од 2002 до 2005 година. Во јули 2007 година стапката на раст на становите во градба се зголеми на над 8% принос годишно. Бројот на завршувања на градбите, кој во просек изнесуваше околу 115.000 единици годишно во периодот 2004 – 2006 година (по привремениот бран во 2003 година предизвикан со даночната стимулација), бележи тенденција на подобрување во 2007 година.

Еден од основните фактори што ја моделира побарувачката за домување е демографската состојба. Во Полска стапката на создавање домаќинства беше во голема мера позитивна низ годините и покрај негативниот раст на населението. Тоа беше резултат на демографските промени вообичаени за земјите во регионот и развитокот на животните стилови според западноевропските модели, што доведе до опаѓање на просечната големина на домаќинството.

Создавањето домаќинства надмина 150.000 годишно во последните години и постојано го надминува завршувањето на куќите, што доведе до проширување на дефицитот во домувањето во Полска. Поради тоа структурниот недостиг во понудата за домување нема да се намали без значително заживување на станбената понуда. И покрај тоа треба да помине период од десетина години за да се затвори јазот и да настане заситување на пазарот. Внимателната проценка (која се заснова на демографското предвидување на Централното биро за статистика и особено оптимистичките претпоставки за значаен пораст во завршувањето на куќите до 210.000 годишно во 2013 година) покажува дека дефицитот во домувањето во Полска ќе исчезне најрано во 2018 година. Ако се земе предвид предвидениот таргет за показателот на заситеност од 110 до 115%, ќе бидат потребни уште неколку години.

Врз основа на овие факти е утврден обемот на потенцијалната побарувачка за станбени единици во Полска. Меѓутоа, кај ефективната побарувачка, во поголем обем отколку кај потенцијалната побарувачка, се стави акцент на заработките кај граѓаните и финансиската ситуација.

Од пристапувањето кон Европската унија Полска доживеа силно економско заживување. Бранот во побарувачката за работна сила, зголемен со нето миграцијата по отворањето на пазарите на работна сила во некои земји од Европската унија, доведе до значаен пад на невработеноста и неочекуваното забрзување во растот на платите, што како последица на тоа доведе до силен раст на реалниот доход на домаќинствата. И капацитетот за позајмување на домаќинствата значително се зголеми поради тоа што подобрувањето на нивната финансиска ситуација беше придружена со многу позитивни промени на хипотекарниот пазар: основната каматна стапка на Централната банка падна до рекордно ниско ниво во 2006 година, додека растечката конкуренција во полскиот банкарски сектор доведе до либерализација во кредитните барања и постапки, продолжување на максималното времетраење на хипотеката (дури и до 50 години) и пад во банкарските маргини за хипотекарни заеми.

3.2. Влијание на основните фактори врз состојбата на пазарот на недвижности во Полска

Во периодот од ’90-тите години до почетокот на 2008 година беше евидентирана состојба на зголемена транспарентност и повисок степен на развиеност на пазарот на недвижности во Полска, што предизвика намалување на инвестициониот ризик. Врз основа на тоа беше утврдена состојба на зголемена конкурентност и сложени услови на пазарот за инвеститорите со стабилни приноси на инвестициите.

Врз нарушување на состојбата на полскиот пазар на недвижности во текот на глобалната финансиска криза особено влијание предизвикаа следните фактори[214].

- **Опаѓање на нивото на странски директни инвестиции во Полска**

[214] Krystyna Czarnecka, Polish Real Estate Market Recovery after Financial Crisis, *Property Markets: Bringing the Gap between Cultures*, Marrakesh, Morocco, 18 – 22 May 2011.

Во 2009 година беше забележан значителен пад на нивото на глобалните странски директни инвестиции. Падот на странските директни инвестиции предизвика сериозни последици врз индустриските гранки и географските региони во Полска. Според проценките на Националната банка на Полска, приливот на странските директни инвестиции во Полска во 2010 година изнесуваше приближно 7.5 милијарди евра, споредено со 9.9 милијарди евра во 2009 година, т.е. пад од приближно 25%. Ваквата состојба претставуваше показател за стабилноста на полската економија, во споредба со падот од над 50% во десетте нови земји членки на ЕУ. Според спроведените анализи, се очекуваше нивото на странските директни инвестиции да достигне износ од 12.7 милијарди евра во текот на 2011 година. Оваа состојба претставува резултат на очекуваниот пораст на приливот на капитал во меѓународни рамки и релативно високото ниво на инвестициона активност во Полска.

- **Опаѓање на нивото на меѓународна трговија**

Како резултат на рецесијата кај водечките трговски партнери на земјите на Централна и Источна Европа, беше забележано намалување на надворешната побарувачка и како последица појава на намален извоз. Овој фактор предизвика значајно влијание врз полското стопанство и полскиот пазар на недвижности. Извозот на земјите на Централна и Источна Европа беше концентриран на земјите од ЕУ и Русија. Во почетната фаза на кризата не беа забележани нејзините последици, но со нејзиното продлабочување рецесионата криза во меѓународната трговија постепено почна да влијае врз економијата. Рецесијата во ЕУ-15 и Русија имаше директно влијание врз полскиот извоз и падот на индустриското производство во Полска.

- **Проблемот на банките со ликвидноста на средствата**

По пристапувањето на Полска во ЕУ беше евидентирана појава на експанзија на странските инвестиции и странските финансиски институции во Полска. Врз основа на тоа беше зголемена достапноста до кредити. Меѓутоа, зголемениот обем на кредитирање не беше придружен со адекватен пораст на депозитите. Ваквата состојба ги принуди банките да позајмуваат пари од матичните банки на меѓународниот интербанкарски пазар. По завршувањето на кризата, финансиските институции се соочија со проблемот на ликвидност на средствата и покажаа слаба подготвеност за прифаќање ризик. Како последица на тоа беше намален приливот на капитал и ограничен обемот на нови заеми во

Полска. Динамиката на заеми од година во година бележи тренд на опаѓање, и тоа од 60% во 2006 година до негативни цифри во јули 2009 година. Намалувањето на заемите во Бугарија и Романија се движеше од 60% во 2007 година до 10% во јули 2009 година. Наспроти тоа во Полска, Чешка и Унгарија беше утврдена двапати помала динамика на опаѓање на новите заеми.

Имено, врз основа на фактот за значителен надворешен долг во странски валути на земјите од регионот на Централна и Источна Европа пред почетокот на кризата и депрецијацијата на нивните валути по завршувањето на кризата, беше утврдено сериозно влошување на нивната состојба.

3.3. Влијание на кризата врз пазарот на недвижности во Полска

Од средината на 2008 година па во текот на цела 2009 година, беше утврдена забавена инвестициона активност како резултат на неизвесната економска состојба во глобални рамки. Оваа состојба во значителен обем го погоди станбениот пазар, како и останатите сегменти на пазарот на недвижности.

- **Финансиската криза наспроти инвестициите во недвижностите**

Финансиската криза започна во финансискиот сектор и првенствено го погоди инвестиционият пазар на недвижности. На крајот на 2008 година нестабилноста на банките и тешкотиите при финансирањето предизвикаа значаен пад на обемот на трансакции и цените во сите сектори, како и обиди за пронаоѓање алтернативни пазари за инвестирање. Значаен дел од инвеститорите беше фокусиран на сегментот на недоволно развиените недвижности. Од страна на инвеститорите беа разгледани можностите за инвестирање во недвижности со ограничена можност за изнајмување (high vacancy) и значителни законски или технички проблеми. Дел од инвеститорите се преориентираа кон хотелскиот сектор, за кој беше утврдено дека е недоволно развиен во однос на капацитетите од средна и ниска категорија.

По завршување на периодот на стагнација на инвестиционият пазар, започна етапа на заздравување на пазарот. Обемот на инвестиции во секторот за комерцијални недвижности го достигна нивото од приближно 2 милијарди евра, што претставува највисоко ниво од периодот 2006 – 2007 година. Имено, приближно 32% од трансакциите

во секторот недвижности се однесуваа на изградбата на деловни простории. Во сегментот инвестиции во деловниот сектор беше евидентиран пораст од приближно 75% во споредба со 2009 година. Како резултат на порастот на обемот на трансакции во недвижности, беше забележан нагорен тренд во вредноста на недвижностите и намалена стапка на принос. Кај институционалните инвеститори постоеше помал интерес за продажба на имотите врз основа на очекувањата за раст на цените на недвижностите во иднина. Според експертските мислења се предвидуваше зголемен обем на трансакции на пазарот за комерцијални недвижности во Полска во 2011 година и, како резултат на тоа, продлабочен притисок врз висината на приносите. Нивото на приноси за најатрактивните комерцијални и деловни имоти во градските центри изнесуваше 6,50%, со прогнози за опаѓање до ниво од 6,25% во 2011 година.

- **Финансиската криза наспроти станбениот пазар**

Во 2008 година беше забележан значителен напредок на пазарот на домување во Полска, што се манифестираше преку оствареният профитот на креаторите што забележа ниво над 50%. Показателот за поврат на инвестициите (ROI) во зависност од реализираните инвестиции се движеше во интервал 50-100%.

Табела 1: Завршени станови во Полска во периодот 2006 – 2010 година

	2006	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Вкупно	**113 353**	**133 698**	**165 189**	**160 002**	**135 818**
Вкупно (по години)	**1,13%**	**15,90%**	**23,55%**	**-3,14%**	**-15,11%**
Задруги	9 032	8 240	8 647	7 260	5 052
Задруги (по години)	**9,85%**	**-8,77%**	**4,94%**	**-16,04%**	**-30,41%**
Приватни	57 594	71 643	83 338	71 971	70 444
Приватни (по години)	**-8,98%**	**24,39%**	**16,32%**	**-13,64%**	**-2,12%**
Продадени или издадени	37 960	45 653	66 703	72 326	53 505
Продадени или издадени (по години)	**14,87%**	**20,27%**	**46,11%**	**8,43%**	**-26,02%**
Останато	10 767	8 162	6 501	8 445	6 817
Останато (по години)	**13,12%**	**-24,19%**	**-20,35%**	**29,90%**	**-19,28%**

Извор: Централно биро за статистика

Финансиските ограничувања кај кредитната понуда доведоа до пад на побарувачката, што предизвика ефект на ограничување на цената по метар квадратен кај новоизградените станови во Полска. Слична појава беше забележана на секундарниот пазар на домување. Од страна на сопствениците на станови и куќи беа одложени одлуките за продажба на нивните имоти во очекување подобар амбиент за тргување на пазарот во иднина. Од друга страна, воведувањето ригорозни кредитни ограничувања од страна на банките предизвика сериозни проблеми при финансирањето кај индивидуалните инвеститори. Во овој период беа наметнати ограничувања на страната на понудата и страната на побарувачката на пазарот на недвижности. На пазарот на станбени недвижности во Полска беше забележана забавена динамика во развојот. На 90 општински аукции за недвижности организирани во 2009 година беа продадени единствено 13 имоти (14%), во споредба со реализираната продажба од 26% во 2010 година. Низа креатори од станбениот сектор се преориентираа кон комерцијалните сектори на недвижности, особено деловниот и хотелскиот сектор. За станбените креатори 2010 година го означи периодот на враќање во нормала по кризата од 2008/2009 година. Оваа состојба претставува резултат на подобрениот механизам на хипотекарно кредитирање, што се манифестираше преку голем број одобрени индивидуални хипотекарни заеми, како и зголемување на понудата и побарувачката.

- **Финансиската криза наспроти финансискиот развој**

Постојат три видови на договори за преднаем на пазарот: договори за иден наем или градба по порачка (built-to-suit), договори пред почетокот на изградбата (pre-construction) и договори пред завршување на изградбата (pre-completion). Договорите за иден наем или градба по порачка се договори потпишани пред процесот на градба во време на планирање на инвестицијата. Договорите за наем пред почетокот на изградбата (pre-construction) се потпишани по завршување на планирањето на градбата, но пред почетокот на градбата. Договорите пред завршување на изградбата (pre-completion) се потпишани во текот на процесот на градба, но пред завршување на истата. Договорите за преднаем влијаат во насока на зголемување на сигурноста на идната инвестиција. Инвеститорот и банката што го врши финансирањето се потпираат врз прогнози за стабилен принос на инвестицијата во иднина. По завршувањето на финансиската криза банките воведоа рестриктивна кредитна политика со барање за опфаќање на 40 – 60% од деловниот простор во договорот за преднаем пред одобрување на заемот за градба. Како резултат на стагнантната состојба

на полскиот пазар на недвижности, по завршување на кризата беше ограничена можноста за привлекување нови закупувачи на недвижности. Поради воведеното барање за повисок износ на аванс до 50% при одобрување на хипотекарниот кредит, беше сериозно влошена состојбата на пазарот на недвижности.

Тенденцијата на забрзано економско заздравување на Полска предизвика подобрување на условите за инвестирање и финансирање. Напредокот во развојот на полскиот пазар на недвижности претставува резултат на оптимистичките макроекономски услови. Според мислењата на аналитичарите, се предвидува трендот на намалувањето на недвижностите со ограничени можности за изнајмување и зголемената побарувачка за деловен простор во Варшава да предизвика понатамошен раст на рентите за комерцијален простор во иднина.

3.4. Идните перспективи на пазарот на хипотекарни заеми во Полска

Основниот фактор за развој на секторот за домување се однесуваше на промените во преференциите на клиентите кон останатите видови на потрошувачка, особено кон помала потрошувачка на капитал што не предизвикува одлив на средства во форма на заштеди и отплата на долгорочните заеми. Како резултат на овие форми на однесување, во комбинација со долготрајната заштита на закупниците и високо субвенционирани ренти при изнајмување на становите, беше остварен исклучително висок удел на пазарот. Еден од факторите што предизвика ограничување на побарувачката на домаќинствата се однесува на високиот ризик од парична загуба врз основа на употребата на моделот на станбена изградба базиран на авансно плаќање во Полска.

Поради неефикасното работење на пазарот на градежни парцели, во комбинација со предолгиот временски период на постапките за добивање градежна дозвола и недостигот на информации, беше утврдена појава на силни економски циклуси на пазарот на станбена изградба во Полска. Оваа состојба придонесе за зголемување на основниот ризик во секторот, како и продлабочени негативни ефекти кај побарувачката за градење и кај банките (60 – 70% од вредноста на новоизградените единици беа финансирана со заеми). На варшавскиот пазар во 2005 година беше утврден експанзивен раст на цените на становите како резултат на нееластичната понуда (Просторниот акт за планирање).

Во развиените пазарни економии портфолијата на станбените и комерцијалните заеми

за финансирање на развојот се смета дека имаат удел над 30% од банкарските средства. Согласно со спроведените анализи за светската банкарска криза, или т.н. финансиска криза, во последните десетина години беше предвидено дека недвижниот имот и комерцијалниот недвижен имот претставуваат основните двигатели или катализатори на кризата.[215]

Во Полска, со исклучок на неколку банки, не беше евидентиран обем на портфолио на заемите за недвижности што ќе предизвика негативно влијание врз работењето на одделна банка или целиот банкарски систем. Меѓутоа, мерката на претпазливост на полските банки треба да биде насочена кон соодветна проценка и управување со ризикот. Поради зголемениот обем на хипотекарното финансирање, се очекува, покрај банкарската супервизија како единствен сектор за спроведување на процесот на контрола на изложеноста на банкарскиот систем во секторот на недвижности, да се имплементира и друг механизам во насока на зајакнување на контролата на пазарот на недвижности во Полска. Од друга страна, зголемениот обем на пазарот е поврзан со појава на нови ризици.

Друг проблем се однесува на обезбедување подобра заштита на клиентите во Полска. Наспроти фактот дека во Полска беа воведени низа правила за регулација при одобрување на потрошувачките и хипотекарните заеми, хипотекарните договори и информациите за потрошувачите во низа ситуации имаа неповолно влијание врз клиентите.

Проблемот поврзан со влезот на хипотекарниот пазар во Полска беше базиран на барањето за авансно плаќање. Решението на проблемот се состои во креирање на договорен систем за штедење или хипотекарно осигурување. Долгорочно решение за креаторите на политиката во секторот за домување претставува постепениот развој на приватните системи за осигурување, со надлежност за покривање на разновидни ризици (особено долготрајната регистрација на хипотека).

Предизвиците поврзани со развојот на хипотекарниот систем упатуваат на прашањата кои беа решени на различни начини во останатите земји. Имено, полскиот систем беше базиран на универзални банки, депозити на домаќинствата и варијабилни каматни стапки, но идниот развој ќе ги зголеми каматните стапки и ликвидносниот ризик, па поради тоа ќе биде неопходен влез на пазарот на капитал. Врз основа на појавата на првите знаци за

[215] Bertrand Renaud, "The 1985-1994 Real Estate Cycle: An Overview", *Journal of Real Estate Literature, No.5*, 1994.

заздравување на страната на понудата, се очекува одредено олеснување на ценовниот притисок на среден рок. Меѓутоа, дури и со значителен пораст на понуда, потребно е да изминат години за да се отстрани структурниот дефицит во домувањето во Полска, кој е еден од најголемите во Европа ако се земе предвид дека стапката на формирање домаќинства останува позиивна, што се должи на тековните демографски промени во општеството.

Споредбите со добро развиените пазари покажуваат голем потенцијал за понатамошна експанзија на пазарот. Процентот на богатството на домаќинствата инвестиран на пазарот на недвижности е сè уште релативно низок, како што е и нивото на хипотекарниот пазар во однос на БДП (8% во 2006 година). Тоа е причина зошто потенцијалното намалување на пазарот на домување во Полска нема да предизвика сериозно забавување на економскиот раст. И покрај тоа постои голема веројатност да настане обратна ситуација, т.е. намалување во општата економска клима и глобалната рецесија да предизвика економско забавување во Полска, што претставува услов за појава на криза на локалниот пазар на домување.

Анкетата спроведена од страна на Ројтерс помеѓу економистите и пазарот на домување ја потврдува оптимистичката состојба. Според размерот од 1 до 10, средната прогноза за релативната вредност наспроти основите изнесуваше 6, додека очекуваната инфлација во цените на куќите изнесуваше 13% во 2007 година (8% во 2008 година). Анкетата покажа дека пазарното забавување или корекција може да биде предизвикано од наглото зголемување на каматната стапка до 7%.

Во крајна линија се смета дека финансиската криза во Полска беше од помали размери во споредба со останатите европски земји. Полска беше единствената земја членка на ЕУ која успеа да ја избегне рецесијата во 2009 година.

Табела 2: Макроекономските показатели во Полска во периодот 2007 – 2011 година

	2007	2008	2009	2010	2011
Раст на БДП	6,60%	4,80%	1,70%	3,40%	3,80%*
Инфлација	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	3,50%*
Стапка на невработеност	11,20%	9,50%	12,10%	12,30%	12,00%*
Вкупна потрошувачка (у/у)	4,60%	6,10%	2,00%	3,20%	N.A.
Раст на трговијата на мало (у/у)	16,00%	12,90%	7,20%	12,00%	N.A.
Просечна плата во националната економија (во полски злоти)	2691,03 zl	2943,88 zl	3102,96 zl	3224,98 zl	N.A.
Прилив на СДИ во Полска (во милиони евра)	17 242	10 085	9 863	7 538"	N.A.
Раст на БДП во ЕУ (27 земји)	3,00%	0,50%	-4,20%	1,80%	1,7%"
БДП per capita според индексот на куповна моќ (ЕУ 27=100)	54	57	61	N.A.	N.A.

Извор: Централно биро за статистика, Национална банка на Полска, Cushman&Wakefield, King Sturge, *прогнози

Полската економија се очекува да биде една од земјите со најдобри перформанси во наредните години. Во Полска е евидентирана стабилна динамика на економскиот раст која се очекува да го надмине растот на БДП од 3,8% во 2011 година и да достигне ниво од 4% во 2012 година. Покрај тоа е утврдено опаѓање на просечната стапка на инфлација од 3,5% на крајот на 2009 година на 2,6% во 2010 година. Меѓутоа, во текот на 2011 година се очекуваше пораст на стапката на инфлација врз основа на растот на цените на храната и транспортните трошоци.

Врз основа на спроведените анализи е утврдено дека домашната побарувачка е најзначајниот фактор кој влијае врз растот на побарувачката во Полска. Силната позиција на полската економија во текот на глобалната финансиска криза придонесе за зацврстување на довербата кај потрошувачите. Во сегментот приватна потрошувачка е забележана стабилна стапка на раст во периодот 2009 – 2010 година. Кон крајот на 2010 година беше забележан пораст на продажбите во трговијата на мало. Кај продажбите во трговијата на мало е евидентиран пораст од 9,1% во декември 2010 година на годишно ниво. Малиот удел на извозот во БДП обезбеди ограничување на негативните ефекти од глобалната финансиска криза.

Како исклучително битни фактори во насока на поттикнување на економскиот развој во Полска се сметаат: подобрување на состојбата на пазарот на работна сила и на

довербата на потрошувачите и деловната заедница, цврстиот банкарски сектор, зголемената достапност до кредити и апрецијацијата на полската валута.

4. Станбеното финансирање и хипотекарниот пазар во Словенија во услови на глобална финансиска криза

Во текот на последните две декади, на пазарот на домување во Словенија постои висока побарувачка за домување во услови на ограничена понуда. Оваа состојба претставува резултат на воведените реформи во домувањето во 1991 година. Имено, поради основниот мотив на шпекулаторите за остварување на исклучително високи профити, беше евидентирано зголемување на цените на становите до неодржливо ниво во однос на просечниот доход. Врз основа на статистичките податоци, беше утврден незначителен пад на цените на становите, како и стагнантна состојба на побарувачката за домување во текот на 2007 година. Наспроти предвидувањата за сериозно намалување на цените на становите поради глобалната финансиска криза, беше евидентиран пораст на цените на становите на пазарот на домување во Словенија во 2009 година.

Во академските кругови се оформени две тврдења во однос на причините и природата на глобалната криза во домувањето. Според првото тврдење се сметаше дека кризата претставува резултат на распрскувањето на балонот во секторот домување што беше предвидена да настане неколку години подоцна. Имено, оваа група експерти смета дека, врз основа на склоноста на купувачите за плаќање на највисокото можно ниво на цените на становите, ќе биде предизвикано распрскување на балонот. Според второто тврдење, кризата во секторот домување претставува последица на кредитната криза која предизвика намалена понуда на хипотекарни заеми и стагнантна состојба на побарувачката.

Во Република Словенија постои конзервативен банкарски систем со воспоставен механизам за заштита од емисија на нискоквалитетни хипотекарни заеми. Поради отсуство на специјализирани институции за станбени хипотеки, заемите за станбено финансирање беа обезбедени од страна на традиционалните комерцијални банки. Од страна на низа банки беше креирана понуда на квази-хипотекарни заеми под значително поразлични услови во споредба со условите при одобрување на овие заеми од страна на специјализираните хипотекарни банки. Имено, беше утврдено одобрување заеми од

комерцијалните банки со пократок период на достасување на ануитетот и интервал на времетраење од 10до 20 години. Иако максималниот износ на заемот во исклучителни ситуации го надмина нивото од 30% од вредноста на недвижниот имот, од страна на одредени банки беше утврдено барање за значително повисок износ на колатерал (над 300%) од вредноста на заемот. Според банкарската регулатива на Република Словенија, беше пропишано одобрување заеми од страна на банките на кредитобарателите со постојано вработување или друга форма на постојан приход.

Основен индикатор за ефикасно функционирање на пазарот на домување претставува рамнотежната состојба на понудата и побарувачката. Пазарот на домување во Словенија не беше во состојба да оствари привидна рамнотежа на понудата и побарувачката, наспроти преземените мерки за постигнување на оваа цел. Врз основа на воведените реформи во секторот домување од 1991 година, беше предизвикана состојба на сериозен дефицит во понудата на станови.

Политиката за домување во Словенија беше имплементирана со Националната програма за домување од страна на Владата, што претставува документ изготвен од страна на Министерството за животна средина и просторно планирање.[216] Врз основа на одредбите на Националната програма за домување донесена во 2000 година, беше утврдено исполнување на среднорочната цел „постепено зголемување на нивото на новоизградени станови, со цел да се достигне годишна стапка од 10.000 нови станови до 2009 година".

Во текот на '90-тите години беше утврдено значително пониско ниво на станбена изградба во однос на побарувачката, со постепено зголемување од 2004 година. Иако во текот на 2008 година беше евидентирано приближно остварување на зацртаната цел од Националната програма за домување, податоците од 2009 година упатуваат на тренд на опаѓање на станбената изградба. Поради тоа се смета дека врз бројот на новоизградени станови во 2009 година изостана негативното влијание на финансиската криза што се прошири во средината на 2008 година и во словенечката економија. Врз основа на спроведените анализи во изминатите две децении, утврдено е значително заостанување на понудата на новоизградени станови во однос на нивото на побарувачка на пазарот на

[216] *Nacionalni stanovanjski program.* Uradni list Republike Slovenije, no. 43/2000. Ljubljana.

домување во Словенија. Оваа хипотеза е базирана на две основни тврдења: прво, од 1975 година не е забележана експанзија во станбената изградба во Словенија. Имено, истражувањата покажаа неисполнување на поставениот таргет со Националната програма за домување (годишна изградба на 10.000 станови). Според работната дефиниција, основен предуслов за креирање балон претставува прекумерниот раст на станбената изградба и континуираниот вишок на понудата што, упатува на неисполнети услови за експлозија на балонот на пазарот на домување во Словенија.

Табела 3: Број на завршени новоизградени станови во периодот 1991 – 2009 година на пазарот на домување во Република Словенија

Година	Број на станови
1991	5.918
1992	6.492
1993	7.952
1994	5.522
1995	5.715
1996	6.228
1997	6.085
1998	6.518
1999	5.142
2000	6.460
2001	6.421
2002	7.265
2003	6.567
2004	7.004
2005	7.516
2006	7.538
2007	8.357
2008	9.971
2009	8.567

Извор: Завод за статистика на Република Словенија (1991 – 2009)

Имено, продлабочениот јаз меѓу понудата и побарувачката може да се забележи преку повиците за доделување на непрофитните станови под закуп од страна на Општинскиот фонд за домување во Љубљана. Прво, од иницијалниот повик во 1995 година[217] Општинскиот фонд за домување во Љубљана прими 15.879 апликации за доделување на

[217] Richard Sendi, Koliko je socialen predlagani Nacionalni stanovanjski program Republike Slovenije? *Urbani izziv: 28* – 29, pp.109-116. 1995, DOI: 10.5379/urbani-izziv-1995 – 28 – 29-012

непрофитните станови под закуп. Врз основа на спроведените анализи, може да се утврди дека Фондот располага со сместувачки капацитети за задоволување на потребите на 12% од побарувачката, изразена преку општинскиот повик за доделување непрофитни станови под закуп.

Како резултат на извештајот на Геодетската управа на Република Словенија, беше утврдена флуктуација на цените на становите во Словенија во третиот квартал на 2007 година, што претставува непосредна последица на кризата во секторот недвижности во САД. Анализите упатуваат на намалување на бројот на трансакции во секторот за домување во услови на континуиран раст на цените на становите. Имено, континуираниот тренд на намалување на трансакциите во секторот недвижности предизвика пад на цените на становите во третиот квартал на 2008 година.

Табела 4: Расположливост на станови во Љубљана во периодот 2005 – 2009 година

Година	Просечна цена (€/m2)	Просечна цена за стан од 50 m2 (€)	Просечна месечна плата (€)	Број на плати за стан од 50 m
2005	2.023	101.150	775.87	130
2006	2.408	120.400	821.80	146
2007	2.612	130.600	887.58	147
2008	2.704	135.200	945.99	143
2009	2.596	129.800	963.94	135

Извор: Според пресметките на Richard Sendi врз основа на податоците од Заводот за статистика на Република Словенија и компанијата за недвижности SLONEP

Спроведените анализи се базирани на две хипотези. Прво, врз основа на податоците од спроведените анализи, може да се исклучи претпоставката за експлозија на цените на становите во периодот пред почетокот на финансиската криза. Иако е евидентиран пораст на цените на становите до вториот квартал на 2008 година, не може да се исклучи трендот на флуктуација на цените во текот на периодот 2007 – 2009 година. Второ, наспроти падот на цените на становите во Словенија во третиот квартал на 2008 година и континуираниот тренд на опаѓање до третиот квартал од 2009 година, во четвртиот квартал на 2009 година е забележан значителен пораст на цените на становите во национални рамки.

Во првата половина на 2009 година е утврден исклучително низок обем на трансакции во секторот недвижности. Како последица на финансиската криза, беше евидентиран пораст на бројот на трансакции во секторот недвижности во вториот квартал на 2009

година. Покрај тоа е утврдено двојно зголемување на бројот на станбени трансакции во четвртиот квартал на 2009 година, споредено со првиот квартал и приближно четирикратно зголемување на трансакции поврзани со продажба на куќи. Наспроти падот од 19% регистриран кај станбените трансакции и падот од 12% кај трансакциите поврзани со продажба на куќи на почетокот на финансиската криза, во 2009 година е евидентиран континуиран пораст на трансакциите на пазарот на домување.

Според податоците од Eurostat, во 2005 година Словенија беше рангирана зад Словачка, Република Чешка, Полска, Романија и Бугарија како земји со најниски трошоци за градба. Оваа ситуација обезбеди остварување на високи профити поради формирање на продажните цени на становите во Република Словенија на приближно еднакво ниво со цените на најскапите европски градови. По почетокот на финансиската криза, статистичките податоци покажаа намалување на бројот на новоизградени станови за над 50% во периодот декември 2008 – декември 2009 година. Покрај намалениот обем на инвестиции во нова градба, беше забележано заостанување во реализацијата на градбата на започнатите проекти пред Република Словенија да биде погодена од финансиската криза. Врз основа на анализите на Yao et al.[218] за состојбата во секторот домување во Кина по почетокот на финансиската криза, беше предвидено зголемување на профитабилноста и интересот за хипотекарно кредитирање кај банките и останатите финансиски институции поради зголемите цени на становите.

Овие аргументи претставуваат непобитен факт за сериозното влијание на финансиската криза во секторот градежништвото. Од страна на банките беа воведени мерки за затегнување на критериумите при одобрување заеми во инвестициониот сектор. Во случај на компании со влошена ликвиднос,т беше исклучена можноста за одобрување кредит од страна на банките. Поради тоа се смета дека финансиската криза предизвика кредитна криза во секторот градежништво. Кај низа банки беше утврдено сериозно влошување на ликвидноста како последица на кредитната криза и зголемена веројатност за отворање стечајна постапка.

Во Република Словенија беше регистриран континуиран пораст на цените на становите од почетокот на ’90-тите години на минатиот век. Имено кај цените на

[218] Yao, Shujie, Dan Luo and Stephen Morgan, Impact of US credit crunch and housing market crisis on China, *Journal of Contemporary China*, 19(64), pp. 401-417. DOI: 10.1080/10670560903444355. 2010.

становите беше забележан пораст до неодржливо ниво во однос на доходот. Заостанувањето на растот на цените на становите е базиран на намалениот обем на побарувачката во услови на економска рецесија и потенцијална закана од зголемување на невработеноста. Иако отсуството на традиционалното хипотекарно банкарство претставува предмет на низа критики, врз основа на ригидните постапки при кредитирањето на комерцијалните банки беше обезбедена заштита од имплементација на постапките на нискоквалитетно хипотекарно кредитирање како предуслов за појава на кредитната криза во САД. Поради тоа не постои можност за намалување на вредноста на колатералот на заемот под вредноста на кредитот што ќе обездеди чување на негативен капитал кај кредитобарателите. Од друга страна, предуслов за појава на експлозија на меурот претставува и експанзијата во секторот домување, што се манифестира со вишок на новоизградени станови поради прекумерната понуда на станови на пазарот на домување. Меѓутоа, во Република Словенија е утврдено континуирано заостанување на новата станбена изградба во однос на нивото на побарувачка. Иако се смета дека кусокот на страната на понудата ќе предизвика исклучително висок пораст на цените, исклучена е можноста за појава на експлозија на бумот во станбената изградба врз основа на вишокот на понудата.

Со оглед на фактот дека Република Словенија располага со ригорозни правила при кредитирањето на населението, не постои основа за појава на кредитна криза во банкарскиот систем. Како резултат на глобалната економска криза, растот на невработеноста и стагнацијата на реалните наемнини беше намалена куповната моќ, што предизвика постепено намалување на побарувачката. Наспроти подготвеноста на банките за одобрување станбени кредити, кај низа потенцијални купувачи постоеше аверзија за кредитно задолжување во услови на зголемена економска несигурност.

Во однос на кредитната активност на правни лица, банките располагаа со исклучително лабави критериуми при одобрување заеми на комерцијалните инвеститори. Врз основа на неодговорното кредитирање, банките во Република Словенија беа изложени на негативните последици од глобалната финансиска криза. Како резултат на големиот степен на зависност од шпекулативното позајмување, станбениот сектор беше сериозно погоден од негативното влијание на кредитната криза. Имено, кризата предизвика значителни последици кај низа инвеститори со обезбеден влез на пазарот под поволни

услови. Во периодот пред почетокот на глобалната финансиска криза, низа претприемачи во секторот недвижности подигнаа големи банкарски заеми со цел купување градежно земјиште по шпекулативна цена и изградба на мега-станбени проекти, врз основа на прогнозите за остварување високи профити од продажбата. Поради тоа на голем број градежни претпријатија им се заканувааше опасност од отворање постапка за ликвидација. Во интерес на кредиторите (банките) беше одржување на високо ниво на цени на недвижностите со цел обезбедување отплата на заостанатите долгови. Од друга страна, последна опција на банките претставуваше отворање стечајна постапка на должниците и повратна парите одобрени со заем преку продажба на конфискуваниот имот.

Поради тоа се смета дека финансиската криза предизвика одредено влијание на пазарот на домување во однос на квалитетот на становите. Во академските кругови е утврдена значителна диференцијација помеѓу становите од послаб и повисок квалитет на пазарот на домување во Република Словенија. Со оглед на фактот дека побарувачката за станови во значителен обем ја надминува понудата, може да се очекува забавен раст на цените на становите во иднина, врз основа на подобрената економска состојба и зголемената куповна моќ на клиентите.

5. Секјуритизацијата во Република Македонија – состојби, перспективи и ограничувања

5.1. Секјуритизацијата на дел од јавниот долг во Република Македонија – структурни државни обврзници

Согледувајќи ја потребата за развој на финансискиот пазар, Владата во 2003 година усвои Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност. Донесувањето на стратегијата претставуваше основа за отпочнување со емисии на континуирани државни хартии од вредност во Република Македонија.[219] Имајќи го предвид макроекономското и политичкото опкружување на Република Македонија, кое влијае на одлуките на

[219] Работна група за развој на пазарот на државни хартии од вредност, „Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност“, Министерство за финансии и Народна банка на Република Македонија, септември, 2003

инвеститорите во хартии од вредност, основен предуслов за остварување на целите на Стратегијата е правилен избор на финансиските инструменти во иницијалниот стадиум на развој на пазарот на државни хартии од вредност. Затоа Министерството за финансии го започна развојот на пазарот во 2004 година со емисија на краткорочни хартии од вредност (државни записи). Притоа, имајќи го предвид степенот на доверба на потенцијалните инвеститори, како и финансиската моќ на агентите, на почетокот оптимален рок за емисија на државни хартии од вредност претставуваше периодот од 3 месеци. Потоа беше утврдено постепено пролонгирање на рокот за емисија на државните хартии од вредност, во зависност од враќањето на довербата кај потенцијалните инвеститори и економскиот развој на земјата, а особено развојот на институционалните инвеститори (осигурителни компании, приватни пензиски и инвестициони фондови). Притоа, со оглед на должината на времето неопходно за достигнување на повисок економски развој, како и заземање позначајно учество на институционалните инвеститори во финансискиот систем на Република Македонија, примарно на почетокот најголем дел од напорите околу развојот на пазарот на државни хартии од вредност беа сконцентрирани на исцртување на краткорочниот дел на кривата на приносот со рок до една година. Имено, по согледување на интересот за издадените тримесечни државни записи, вниманието беше фокусирано кон создавање услови за пласман на шестмесечни и дванаесетмесечни записи, како клучни рокови на краткорочниот дел од кривата на приносот. Заклучно со јуни, 2007 година, Министерството за финансии организираше редовни аукции на тримесечни државни записи (двапати во месецот), на шестмесечни државни записи (еднаш во месецот) и на дванаесетмесечни државни записи (еднаш во два месеци).

Во 2005 година и 2006 година се емитуваа и првите двегодишни и тригодишни континуирани обврзници, респективно.

Континуираните државните хартии од вредност се деноминирани во денари, каде еден запис/обврзница има вредност од 10.000,00 денари и се издаваат во дематеријализирана форма. Тие се издаваат по пат на аукција, според претходно објавен календар.

Првата емитирана државна обрзница беше реализирана во 2005 година, со рок на достасување од 2 години, купонска обврзница, годишна исплата на купонската камата во номинален износ од 100 милиони денари. Аукциската продажба на државната обврзница се реализираше со примена на тендерот со износи со однапред утврдена купонска каматна

стапка од 10% (и принос). Првата аукција на 3-годишна државна обврзница, која се реализираше во 2006 година, имаше годишен купон од 9%, со примена на тендер на каматни стапки и просечен принос од 9.621%. Оваа аукција организирана една година по емисијата на двегодишната обврзница, покажува дека пазарот полека започнува да ги прифаќа и подолгорочните инструменти сè уште по релативно високи приноси, но пониски од претходните аукции на инструментите со пократок рок на достасување.

Од друга страна, структурните обврзници не се класично пазарно издадени обврзници за прибирање средства од страна на државата, туку се издадени за надоместување на определени физички и правни лица по различни основи. Во портфолиото на државата постојат четири вида такви обврзници, и тоа: обврзница за старо девизно штедење, обврзниците за денационализација, обврзница за селективни кредити и обврзница за приватизација на Стопанска банка.

Јавниот долг ги опфаќа сите финансиски обврски на државата кон доверителите во земјата и кон доверителите во странство, односно внатрешниот и надворешниот долг на државата. Според критериумите од Мастрихт, вкупниот долг на секоја поединечна земја членка на Европската монетарна унија не треба да надминува 60% од бруто домашниот производ. Јавниот долг[220] како процент од БДП го постигна врвот во 2000 година, достигнувајќи 57,2% од БДП. Оттогаш стапката постепено се намалува во секоја од наредните години и, заклучно со ноември 2012 изнесува, 30.7% од проектираниот БДП.

Внатрешниот долг на Република Македонија ги подразбира обврските на јавниот сектор по следниве основи:

- обврзницата за преземање на побарувањата од Стопанска банка заради извршена приватизација (нова обврзница),
- обврзницата издадена заради извршена санација на Стопанска банка (голема обврзница),
- обврзницата за старо девизно штедење,
- обврзниците за денационализација,
- континуираните државни хартии од вредност,

[220] Националните табели и графички прикази се презентираат според Законот за јавниот долг, каде долгот на Народната банка на Република Македонија не е вклучен во дефиницијата на јавниот долг. Според овој Закон, дефиницијата за јавен долг ги опфаќа долгот на Република Македонија, долгот на општините и долгот на јавните претпријатија.

- долгот на општините кон домашните кредитори и
- долгот на јавните претпријатија кон домашните кредитори.[221]

Приоритет на Република Македонија е на редовна основа да се сервисираат обврските врз основа на издадени обврзници во државата и користени кредити од домашни институции. Имено, секоја година средствата за намирување на обврските по внатрешниот долг се планираат во буџетот, од каде понатаму се намируваат на редовна основа. Согласно националната методологија, во изминатиот период внатрешниот јавен долг се зголемува во апсолутни и покажува тренд на опаѓање во релативни вредности. Имено, од 552.8 милиони евра во 2007 година, бележи пораст на 803.5 милиони евра во ноември 2012 година, односно од 39% во вкупниот долг за истиот период се намалува на 33%.

Најголем дел (84,2%) од внатрешниот долг го сочинуваат континуираните државни хартии од вредност не поради зголемувањето на буџетските потреби, туку поради воведувањето на државните записи за монетарни цели, ДХВ кои ги издава Министерството за финансии, а за потребите на монетарната политика. Остатокот од внатрешниот јавен долг го сочинуваат структурните обврзници.

Табела 1: Структурни обврзници – инструменти и услови

Видови структурни обврзници	**Износ на издавање**	**Година на издавање**	**Рок на достасување**	**Каматна стапка**
Обврзница за селективни кредити	МКД 1,039 млрд	1996	25	Без камата
Обврзница за старо девизно штедење	550 мил. евра	2000	10	2% годишно
Обврзница за приватизација на Стопанска банка	120.15 мил. евра	2001	14	ЕУРИБОР+ 1 процентен поен

Извор: Министерство за финансии

[221] Пресметките според ГФС методологијата го вклучуваат и долгот на монетарните власти.

5.1.1. Обврзници за старо девизно штедење

За еден вид секјуритизација може да се смета и претворањето на т.н. „замрзнати штедни влогови“ од времето на СФРЈ во обврзници емитирани од македонската држава во 2000 година. Со тој потег релативно неликвидните финансиски инструменти (штедните влогови) се претворени во ликвидни хартии од вредност (обврзници) со кои активно се тргува на Македонската берза.

Со пропаста на поранешната југословенска држава во 1991 година, банките ширум некогашна Југославија престанаа да ги сервисираат девизните штедни влогови на населението. Формално СФРЈ гарантираше за влоговите, но бидејќи федерацијата повеќе не постоеше, тоа немаше практично значење. Македонските банки, пак, немаа никаква можност да ги исполнат обврските кон штедачите врз основа на девизните влогови. Замрзнатите влогови на македонските штедачи изнесуваа околу 1.2 милијарди германски марки (приближно 600 милиони евра).

Во такви околности Република Македонија, како независна држава, го презеде од банките долгот кон штедачите кои имаа девизни влогови на територијата на Македонија. Република Македонија, согласно Законот за начинот и постапката на исплатување на депонираните девизни влогови на граѓаните по кои гарант е Република Македонија (Службен весник на РМ бр.32/2000), издаваше обврзници за намирување на побарувањата на граѓаните врз основа на нивните депонираните девизни штедни влогови.[222]

Конечно, во 2000 година, државата се реши, со емисија на обврзници во износ од 550 милиони евра, да започне со измирување на обврските кон штедачите. Овие обврзници се издадени по непазарни услови, со каматна стапка во висина од 2% годишно. Рокот на исплата на обврзниците изнесуваше 10 години, при што исплатата се врши во 20 полугодишни рати на 1 април и 1 октомври, а првата рата за отплата на главнината пристигна на 1 април 2002 година. Номиналната вредност на обврзниците е износот на девизниот штеден влог со пресметаната камата до 30 април 2000 година, намален за исплатите на 3% од секоја штедна партија.

Тргувањето со обврзниците што Република Македонија ги издава за намирување на побарувањата на граѓаните врз основа на нивните депонирани девизни влогови започна од

[222] Михаил Петковски. (2004). *Финансиски пазари и институции*. Скопје: Економски факултет.

19 септември 2000 година и се врши на Македонската берза за долгорочни хартии од вредност по нивната моментна пазарна цена. Со обврзниците може да тргуваат домашни и странски физички и правни лица.

Кај обврзниците за старо девизно штедење беше забележан растечки тренд во тргувањето на Македонската берза, што, пред сè, произлезе од фактот дека се продаваа со дисконт од нивната номинална вредност што обезбеди прилично висока стапка на принос, со исклучок на 2007 година кога настана остар пад во тргувањето. Имено, обврзницата за старо девизно штедење, во првата година на Берзата, има остварено повисока просечна цена од првите четири емисии на Обврзниците за денационализација.

5.1.2. Обврзници за денационализација

Обврзниците за денационализација се издаваат како надомест за имот кој во периодот од 1945 до 1990 година година беше национализиран од страна на државата. Имено, првата емисија на обврзниците за денационализација е извршена во 2002 година на износ од 2.500.000 евра. Досега се издадени единаесет обврзници за денационализација, сукцесивно како што се решаваат предметите за денационализација. На обврзниците за денационализација се пресметува камата во висина од 2% годишно. Рокот на исплата на обврзниците за денационализација изнесува 10 години, а исплатата се врши еднаш годишно. Обврзниците гласат на евра, а нивната отплата се врши во денарска противвредност, при што во текот на животниот век се врши исплата и на главнината и на каматата.

Со обврзниците за денационализација се тргува на Македонската берза за долгорочни хартии од вредност по моментната пазарна цена, како и можност за други намени утврдени со закон.

Притоа обврзницата за денационализација РМДЕН10 има остварено највисока просечна цена од 92,05 денари, а првата издадена обврзница за денационализација РМДЕН01 беше со најниска просечна цена од 60,30 денари во првата година на тргувањето. Разликата во остварените цени на највисоко рангираната РМДЕН10 и последно рангираната РМДЕН01 изнесува 31,75 процентни поени. Имено, разликата е значителна со оглед на фактот дека се работи за обврзници кои се идеално еднакви по

рочноста, каматната стапка, периодот на исплата и нивото на ризик. Од друга страна, обврзниците нудеа висок принос со оглед на нивниот ризик и ликвидност. Приносите до достасување на најтргуваните обврзници за денационализација се движеа околу 5 до 10 проценти. На пример, највисок принос до достасување на крајот на 2007 година имаше РМДЕН02 во висина од 7,97%. Највисоките приноси до достасување на крајот на сукцесивните годин изнесуваа: на крај на 2008 година РМДЕН03 со 7,44%, на крај на 2009 година РМДЕН02 со 9,24%, на крај на 2010 година РМДЕН01 со 10,44%, на крај на 2011 година РМДЕН08 со 5,50% и на крај на 2012 година РМДЕН03 со 6,62%. Оваа состојба укажува на фактот дека инвестирањето во обврзниците за денационализација на Македонската берза претставува атрактивна и исплатлива инвестиција.

Табела 2: Преглед на тргување на обврзниците за денационализација во периодот 2007 – 2012 година

Обврзници за денационализација	Износ на издавање	Година на издавање	Рок на достасување	Каматна стапка	Берзански промет во денари					
					2007	2008	2009	2010	2011	2012
Обврзница за денационализација- I емисија	2.5 мил. Евра	2002	10	2% годишно	5.520.364,00	6.055.784,00	3.021.932,00	2.696.569,00	90.783,00	
Обврзница за денационализација- II емисија	39.5 мил. Евра	2003	10	2% годишно	225.103.279,00	176.295.185,00	68.734.015,00	25.891.021,00	63.184.346,00	19.005,556,00
Обврзница за денационализација- III емисија	47 мил. Евра	2004	10	2% годишно	158.113.310,00	134.322.225,00	47.959.140,00	44.945.713,00	102.355.095,00	84.439.806,00
Обврзница за денационализација- IV емисија	58 мил. Евра	2005	10	2% годишно	429.896.933,00	168.304.250,00	86.878.599,00	258.015.602,00	177.768.462,00	119.692.506,00
Обврзница за денационализација- V емисија	34 мил. Евра	2006	10	2% годишно	176.827.290,00	222.397.669,00	185.399.945,00	30.213.727,00	62.144.495,00	128.700.505,00
Обврзница за денационализација- VI емисија	18 мил. Евра	2007	10	2% годишно	408.757.194,00	103.367.374,00	61.605.085,00	20.267.866,00	93.264.403,00	36.929.396,00
Обврзница за денационализација- VII емисија	30 мил. Евра	2008	10	2% годишно		238.278.573,00	121.993.384,00	33.622.451,00	26.284.396,00	24.218.614,00
Обврзница за денационализација- VIII емисија	23 мил. Евра	2009	10	2% годишно			637.812.025,00	122.373.297,00	108.064.392,00	53.562.161,00
Обврзница за денационализација- IX емисија	30 мил. Евра	2010	10	2% годишно				635.968.964,00	224.427,319,00	342.794.509,00
Обврзница за денационализација- X емисија	11 мил. Евра	2011	10	2% годишно					425.047.159,00	103.348.387,00
Обврзница за денационализација- XI емисија	10 мил. Евра	2012	10	2% годишно						289.594.589,00

Извор: Министерство за финансии и Македонска берза

5.2. Значењето на пазарот на структурни државни обврзници на македонскиот пазар на капитал

Активноста на македонскиот пазар на капитал во текот на 2012 година беше под значително влијание на пролонгираната европска должничка криза, нискиот степен на доверба и несигурноста за идните економски перспективи на глобално ниво. Поради тоа работењето на македонскиот пазар на капитал се одвиваше под влијание на неколку фактори и околности од меѓународен и локален аспект, кои го креираа деловното окружување на берзата.[223]

- Имено, врз основа на остварувањето на потенцираните ризици за полоши економски остварувања кај компаниите од земјите-трговски партнери, беа влошени и перспективите за домашната економска активност. Според проекциите на НБРМ, беше утврден 0% раст на македонската економија, т.е. стагнантна состојба на стопанството.
- Во текот на 2012 година, како резултат на ограничувањата на страната на понудата и зголемените геополитички тензии на Блискиот Исток, беа остварени повисоки цени на нафтата во однос на претходните очекувања. Врз основа на високата трговска интегрираност на македонската економија со евро-зоната и високата енергетска зависност од увоз, беше ревидирана и стапката на инфлација од 2,2% на 3,4%.
- По извршените промени во поставеноста на монетарните инструменти и намалувањето на основната каматна стапка за 0,25 процентни поени во вториот квартал на 2012 година, монетарната политика на НБРМ до крајот на третиот квартал остана непроменета, односно максималната каматна стапка на благајничките записи беше задржана на нивото од 3,75%. Истовремено, банките продолжија со намалување на пасивните каматни стапки, а државата ги одржа на исто ниво каматните стапки на трезорските записи, што резултираше со релативно нивелирање на приносите на најсигурните финансиски инструменти со приносите на пазарот на капитал. Сепак, бавното закрепнување на македонската економија и

[223] Македонска берза, „Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2011 година“, Скопје, 2012 година

нестабилното геополитичко опкружување во голема мерка влијаеше на воздржаноста на инвеститорите од вложување на берза и на ликвидноста на берзанското тргување.

- Анализата на периодот на македонскиот пазар на капитал во периодот 2007 – 2012 година покажува дека најголем берзански промет од класичното тргување од **30.404.479.894** денари е остварен во 2007 година (најуспешна година во постоењето на берзата), што е за 181,66% повисок во споредба со 2006 година, при што прометот со структурни обврзници достигна ниво од **1.559.840.963** денари (околу **25,49** милиони евра). Берзанската состојба од 2007 година[224] упатува на пораст на цените на хартиите од вредност на берзата над каква било фундаментална верификација, како резултат на позитивното feedback тргување и групното однесување меѓу инвеститорите. Факт е дека биковската состојба на берзата не може да трае вечно и на некое ниво пазарот ќе се сврти, продуцирајќи паника и крах на цените. На вакви пазари секогаш е најтешко за инвестирање, бидејќи и покрај сознанието дека постои биков пазар и интенцијата да се остане надвор од пазарот, периодот на групно однесување може да изврши силен притисок за придружување кон групата и приклучување во натфрлањето на пазарните проседи.

Глобалната финансиска криза криза која се случи во 2008 година имаше значајно влијание врз македонскиот пазар на капитал. Иако Македонија не беше многу погодена од првиот бран на финансиската криза, пред сè поради фактот што финансиските институции речиси и да немаа вложувања во поризични и „токсични“ финансиски инструменти и поради ниското ниво на развиеност на пазарот на деривати во РМ, сепак, кризата се почувствува индиректно преку воздржување од инвестирање на странските институционални инвеститори на берзата. Оваа состојба предизвика намалување на берзанскиот промет во 2008 година до ниво од **8.129.581.407** денари (околу **132,7** милиони евра), што е за **73,26%** понизок во споредба со 2008 година. Прометот со структурни обврзници во 2008 година изнесуваше **1.454.493.638 денари** (**23,75** милиони евра), што е за **6,75%** помалку во споредба со 2007 година.

[224] Македонска берза, „Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2007 година“, Скопје, февруари 2008 година

Во периодот 2009 – 2010 е забележан натамошен пад на берзанскиот промет со структурни обврзници, за да во 2011 година се забележи промет со структурни обврзници од **1.292.461.902** денари (околу **21,01** милиони евра), што претставува пораст од **3,22%** во споредба со 2010 година.

Остварениот промет од класично тргување во 2012 година изнесуваше **2.755.471.034** денари (околу **44,77** милиони евра), што претставува опаѓање од **19,89%** во споредба со 2011 година.

- Прометот остварен со акции (официјален и редовен пазар) во 2012 година изнесуваше **1.553.185.005** денари (околу **25,24** милиони евра) што претставува опаѓање од **27,66%** во споредба со 2011 година.
- Во 2012 година е остварен промет со структурни обврзници од **1.202.286.029** денари (околу 19,53 милиони евра), што претставува опаѓање од **6,98%** во споредба со 2011 година.

➢ Највисоко ниво на пазарна капитализација на македонскиот пазар на капитал во анализираниот период 2007 – 2012 година беше остварено во 2007 година, со вкупна пазарна капитализација од 309.074.466.349 денари, што претставува пораст од 183,77% во споредба со 2006 година. Пазарната капитализација на структурните обврзници во 2007 година изнесуваше 20.309.065.558 денари (околу 331.6 милиони евра), што претставува опаѓање за 9,48% во споредба со 2006 година.

Вкупната пазарна капитализација во периодот 2008 – 2012 година бележи сукцесивна тенденција на опаѓање, при што во 2012 година достигна ниво од 120.370.521.057 денари, што претставува опаѓање од 5,67% во споредба со 2011 година. Аналогно, и пазарната капитализација на структурните обврзници во периодот 2007 – 2012 бележи тренд на опаѓање, при што во 2012 година достигна 7.535.535.935 денари, што претставува опаѓање од 14,13% во споредба со 2011 година.

Табела 3: Берзански показатели за периодот од 2007 до 2012 година

ПРОМЕТ (денари)	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
КЛАСИЧНО ТРГУВАЊЕ	**30.404.479.894**	**8.129.581.407**	**4.098.905.714**	**3.269.539.610**	**3.439.596.525**	**2.755.471.034**
Акции	28.844.638.931	6.675.087.769	2.794.489.319	2.017.360.721	2.147.134.623	1.553.185.005
Обврзници	1.559.840.963	1.454.493.638	1.304.416.395	1.252.178.889	1.292.461.902	1.202.286.029
ПРОМЕТ (евро)						
КЛАСИЧНО ТРГУВАЊЕ	**496.967.289**	**132.704.562**	**66.895.486**	**53.145.366**	**55.906.489**	**44.773.305**
Акции	471.473.370	108.958.141	45.610.215	32.789.578	34.898.449	25.237.510
Обврзници	25.493.919	23.746.421	21.285.271	20.355.788	21.008.040	19.535.795
ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЈА (денари)						
ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЈА НА АКЦИИ (берзанска котација)	113.499.105.893	35.254.828.180	38.885.764.303	30.442.607.676	27.300.260.205	25.917.759.876
ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЈА НА ОБВРЗНИЦИ	20.309.065.558	18.212.904.677	14.883.330.348	12.511.677.891	8.563.567.068	7.353.535.935
ВКУПНО ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЈА	**134.408.171.451**	**53.467.732.857**	**53.769.094.651**	**42.954.285.567**	**35.863.827.273**	**33.271.295.811**
МБИ10	7.740,79	2096,16	2751,88	2278,92	1974,86	1731,18
МБИД	8413,56	2213,89	3035,98	2458,58	2084,01	1734,87
ОМБ	105,58	107,6	110,06	116,13	121,16	118,61
% на промена на индексите						
МБИ10	▲ 109,07	▼ 72,92	▲ 31,28	▼ 17,19	▼ 13,34	▼ 12,34
МБИД	–	▼ 73,69	▲ 37,13	▼ 19,02	▼ 15,24	▼ 16,75
ОМБ	▲ 6,58	▲ 1,91	▲ 2,29	▲ 5.52	▲ 4,33	▼ 2,10

Извор: Македонска берза

Од друга страна, пазарната капитализација на акциите котирани на официјалниот пазар, во однос на БДП во 2007 година, изнесуваше 31,1%, додека пазарната капитализација на структурните обврзници во однос на БДП истата година достигна 5,6%.[225] Вкупната пазарна капитализација по одделни пазари во однос на БДП бележи тенденција на значителен пад, при што во 2011 година пазарната капитализација на акциите на официјалниот пазар во однос на БДП изнесуваше 5,9%, додека пазарната капитализација на структурните обврзници во однос на БДП изнесуваше 1,8%.

- Индексот на обврзници ОМБ забележа највисок пораст во 2007 година од 6,58%. Во периодот од 2008 до 2011 година индексот на обрзници ОМБ бележи тенденција на раст, додека во 2012 година индексот ОМБ забележа надолна корекција од 2,10% во однос на 2011 година. Основниот берзански индекс на акции МБИ-10 оствари највисок пораст од 109,07% во 2007 година, со тенденција на значително намалување во сукцесивните години, при што во 2012 година беше регистриран пад од 12,34%.

Во периодот 2007 – 2012 година, кај индексот на обврзници ОМБ најнизок степен на ризик, т.е. стандардна девијација од 0,67%, беше утврден во 2011 година, што упатува на мала дисперзија и висок степен на извесност за инвеститорите при инвестирањето во обврзници.[226] За споредба, најнизок степен на ризик, т.е. стандардна девијација од 4,53% кај берзанскиот индекс на акции МБИ-10, беше утврден во 2010 година. Врз основа на интервалот на флуктуирање на двата берзански индекси, може да се утврди дека веројатноста за остварување на очекуваниот принос кај обврзниците вклучени во индексот на обврзници ОМБ е значително повисока во споредба со индексот на акции МБИ-10.

- Учеството на прометот остварен во трговијата со обврзници во периодот 2007 – 2012 година бележи континуиран пораст, освен во 2011 година кога е забележан незначителен пад во однос на 2010 година. Имено, во 2007 година, под влијание на глобалната финансиска криза, е забележан остар пад на релативниот удел на обврзниците во класичното тргување и достигнато ниво од 5,13%. Од 2008 година, врз основа на ограниченият степен на ризик, беше евидентирано зголемено учество на обврзниците во вкупниот промет до ниво од 17,9%. Највисоко учество на прометот со обврзници во

[225] Види: НБРМ, (октомври, 2012), *Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2011 година.*
[226] Види Анекс 1

вкупниот промет со хартии од вредност на Македонската берза, во висина од 43,6%, е евидентирано во 2012 година, што упатува на фактот дека инвеститорите се насочени кон преземање посигурни и поликвидни пласмани, што претставуваат обезбедување на одредена заштита на вредноста на имотот на инвеститорите и зголемена аверзија кон поризичните пласмани.

Растот на пазарната капитализација на Македонската берза, во услови на зголемување на прометот, претставува клучен елемент за подобрување на ликвидноста и длабочината на секундарниот пазар на хартии од вредност во текот на 2007 година. Како последица на трендот на продолжителна надолна корекција во втората половина на 2007 година, беа забележани негативни последици врз ликвидноста како на одделните акции, така и на пазарот во целина. Врз основа на тоа показателот за обрт (turnover ratio) на акциите за 2007 година изнесуваше 10%. Комбинираното влијание на неизвесноста околу случувањата на меѓународните финансиски пазари и внатрешните фактори од политичка природа кулминира во текот на 2008 година и се манифестира во дополнително намалување на ликвидноста на пазарот и показател за обртот на акциите во висина од 6,3%. Во периодот од 2009 до 2012 година беше забележан сукцесивен пад на показателот за обрт на акциите, што се должи на падот на берзанскиот промет врз основа на зголемената претпазливост на инвеститорите на македонската берза при преземањето на ризици, со исклучок на 2011 година кога показателот за обрт на акциите покажа раст во однос на 2010 година и достигна ниво од 1,8%, под влијание на зголемениот обем на тргување базирано на блок-трансакции кои имаат инцидентен карактер и не претставуваат показател за ликвидност на пазарот.

Показателот за обрт на обврзниците изнесува 7,7% во 2007 година, што упатува на пад во однос на нивото од 9,9% во 2006 година, како последица на првите сигнали од глобалната финансиска криза и отсуството на изградена стратегија за инвестирање, краток инвестициски хоризонт и изразена аверзија на неповолните пазарни движења. Дополнителен фактор за намалување на ликвидноста на пазарот на капитал, а со тоа и на пазарната капитализација и показателот на обрт на обврзниците во текот на 2007 година, претставува воздржаноста на постоечките портфолио инвеститори за кои е карактеристична значителна географска концентрација. Во периодот од 2008 до 2012 година показателот за обрт на обврзниците (промет со обврзници/пазарна капитализација

на обврзници) бележи континуиран пораст под влијание на новите емисии на обврзниците за денационализација и зголемениот обем на тргување со обврзници, како и понискиот степен на ризик во однос на акциите. Показателот за обрт на обврзниците во 2012 година достигна ниво од 16,3%, што претставува репер за значително повисоко ниво на ликвидност на пазарот на обврзници во однос на пазарот на акции.

Табела 4: Показатели за ликвидност на македонскиот пазар на капитал во периодот 2007 – 2012 година

	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Промет од класично тргување со акции	28.844.638.931	6.675.087.769	2.794.489.319	2.017.360.721	2.147.134.623	1.553.185.005
Промет од класично тргување со обврзници	1.559.840.963	1.454.493.638	1.304.416.395	1.252.178.889	1.292.461.902	1.202.286.029
Вкупен промет од класично тргување	30.404.479.894	8.129.581.407	4.098.905.714	3.269.539.610	3.439.596.525	2.755.471.034
% учество на обврзници	5,13	17,89	31,82	38,30	37,58	43,63
Пазарна капитализација на обврзници	20.309.065.558	18.212.904.677	14.883.330.348	12.511.677.891	8.563.567.068	7.353.535.935
Промет со обврзници/пазарна капитализација на обврзници	7,68	8,00	8,76	10,01	15,09	16,35
Пазарна капитализација на акции	288.765.400.791	106.290.316.076	122.080.076.689	122.577.939.865	119.041.270.716	113.016.985.122
Промет со акции/пазарна капитализација на акции	10,00	6,28	2,29	1,65	1,80	1,37

Извор: Сопствени пресметки на авторот базирани врз податоците од Македонска берза

5.3. Пазарот на хипотекарно позајмување во Република Македонија

5.3.1. Станбено банкарско кредитирање

Банките одобруваат станбени кредити за следниве намени: купување стан или куќа, купување куќа со земјиште, реновирање стан или куќа, градба, доградба и надградба на куќа итн. Покрај тоа, банките одобруваат станбени кредити и за рефинансирање на станбен кредит земен од друга банка.

Задолженоста на населението кон банкарскиот сектор во РМ бележи тренд на континуиран пораст, при што во 2007 година вкупниот долг на населението кон банкарскиот сектор изнесуваше 45.792 милиони денари, што претставува зголемување за 45,2% во однос на 2006 година. Задолженоста на населението врз основа на потрошувачки кредити зазема највисоко учество од 44,4% во вкупната задолженост на населението. Од друга страна, во Република Македонија долго време по монетарното осамостојување воопшто не постоеше станбено кредитирање, но во периодот 2004 – 2006 година бележи брз раст, при што годишната стапка на раст на задолженоста врз основа на станбени кредити во 2007 достигна 63,8%. Наспроти подолгиот рок на достасување, станбените кредити претставуваат помал ризик за банките врз основа на релативно подобриот квалитет на нивното обезбедување. Имено, во моментот на одобрувањето на овие кредити, сообносот меѓу одобрениот кредит и вредноста на воспоставеното обезбедување е најчесто 1:1,5.

Компаративната анализа за структурата на кредитите на населението меѓу Република Македонија и Европската Унија упатува на фактот дека во ЕУ над 70% од вкупните кредити на секторот „население“ отпаѓаат на станбените кредити, додека учеството на станбените во вкупните кредити во РМ на крајот на 2007 година изнесуваше 20,8%. Во 2007 беше евидентно присуството на одредени ограничувања за поекспанзивен раст на станбеното кредитирање во Република Македонија. Имено, станбените кредити, коишто по правило се одобруваат со подолга рочност, наспроти краткорочниот карактер на депозитниот потенцијал на банките, ја изразуваа рочната трансформација на средства на банките. Тоа влијаеше врз зголемување на финансиските ризици на кои се изложени банките и во крајна линија на условите под кои се одобруваат станбените кредити. Ограничувачки фактор за растот на станбените кредити е и релативно ниската куповна

моќ на населението во Република Македонија, отсуството на активен пазар на недвижности, растечките цени на станбениот простор, високите трошоци на банките при евентуална продажба на имотот којшто е земен како обезбедување итн.

Покрај тоа, како резултат на зголемената конкуренција помеѓу банките, во 2007 година најголем дел од нив извршија намалување на каматната стапка на станбените кредити, потрошувачките кредити и другите видови кредити на населението.[227] Релативно висок процент банки извршија и релаксирање на висината на провизиите при одобрувањето станбени кредити.

Во 2008 година и почетокот на 2009 година беше забележан забавен раст на кредитирањето на населението врз основа на влијанието на затегнатите кредитни услови од страна на домашните банки, како и намалената побарувачка на кредити од страна на населението. Релативно голем процента банки во 2008 година се изјасниле за зголемување на цената на кредитите, за затегнување на критериумите за обезбедувањето и за покриеноста на кредитот со обезбедување. Како фактори коишто придонесле за заострените кредитни услови, банките ги посочиле трошоците на финансиските средства, очекувањата од вкупната економска активност, ризикот од неостварување на обезбедувањето, кредитната способност на корисниците.[228]

Во текот на 2008 година беше евидентирана зголемена задолженост на населението врз основа на станбени кредити, но со забавено темпо. Годишната стапка на раст на станбените кредити за 2008 година изнесуваше 45% и беше пониска за 18,8 процентни поени во однос на стапката остварена во 2007 година. Притоа учеството на станбените во вкупните кредити на РМ за 2008 година достигна 22,1%. Покрај тоа, доминантното учество на долгорочниот долг (со доминантен удел на станбените кредити) предизвика зголемена сензитивност на населението на каматниот и валутниот ризик поради неизвесноста во однос на движењето на каматните стапки и девизниот курс. Значајно влијание за намалување на стапката на раст на станбените кредити во 2008 година имаше зголемувањето за 0,2 процентни поени на каматните стапки на новоодобрените краткорочни и долгорочни кредити.

[227] Согласно со резултатите од Анкетите за кредитната активност на банките во четирите квартали од 2007 година.
[228] Извор: НБРМ, анкети за кредитната активност на банките.

Забавената задолженост на населението во 2009 година главно се должи на забавениот раст на кредитирањето од страна на банките. Во текот на 2009 година сите видови кредити растеа забавено[229] во однос на минатата година. Задолженоста на населението врз основа на станбени кредити продолжи да расте, но со значително пониска стапка во однос на изминатите години (на крајот на 2009 година годишната стапка на пораст на задолженоста на населението, врз основа на овој вид банкарски производ, се сведе на 7,6%)

Забавениот раст на кредитирањето на населението во 2009 година беше под влијание на затегнатите кредитни политики на домашните банки, но и на намалената побарувачка за кредити од страна на населението. Намалената понуда на кредити од страна на банките претставуваше прудентен одговор на банките на влошените економски услови и изменетите согледувања во однос на преземањето ризици. Заедно со трендот на затегнување на кредитните политики од страна на банките е забележано и намалување на побарувачката на кредити од страна на населението (со исклучок на последниот квартал од 2009 година), што, покрај на психолошките фактори, се должи и на зголемените каматни стапки на кредитите.

Дополнително, доминацијата на долгорочниот долг во поголем обем ја нагласи сензитивноста на населението на каматниот и валутниот ризик. Договорните аранжмани со вградени заштитни каматни и валутни клаузули носат повисоки ризици доколку економијата на подолг рок остане во криза.

Во 2010 година беше забележана забрзана динамика на кредитната задолженост на населението во споредба со 2009 година. Зголемената задолженост главно се должи на олеснувањето на кредитните услови од страна на банките, што беше во согласност со закрепнувањето на домашната економија и олабавувањето на монетарната политика во 2010 година. На крајот од 2010 година станбените кредите беа рангирани помеѓу кредитните продукти со највисок раст, со стапка на раст од 14,6%. Побарувачката за станбени кредити достигна највисоко ниво на раст во вториот квартал на 2010 година, со тенденција на намалување во втората половина на 2010 година. Една од причините за зголеменото учество на станбените во вкупните кредити (достигна ниво од 23,4% во 2010

[229] Постои намалување на останатата задолженост, но тоа во најголем дел се должи на извршени прекнижувања од страна на банките и соодветно приикажување на одделните типови кредитни производи на населението.

година) се должи на намалувањето на каматните стапки на станбените кредити од страна на низа банки. Имено, просечната каматна стапка на новоодобрените кредити за физички лица во 2010 година инесуваше 10,6% и беше пониска за 1,1 процентен поен во споредба со просечната каматна стапка во 2009 година.

Како резултат на намалувањето на активните каматни стапки и зголемената побарувачка за кредити беше евидентирана забрзана динамика на раст на задолженоста на домаќинствата во 2011 година. Имено, учеството на кредити во вкупната задолженост на населението во 2011 година достигна 92,9%. Стапката на раст на станбените кредити изнесуваше 13,3%, со што овие продукти, заедно со потрошувачките кредити, во целост го условија растот на задолженоста на домаќинствата кај банките.

Забрзувањето на кредитирањето на домаќинствата во 2011 година беше во согласност со олеснетите услови за кредитирање на банките. Факторите коишто придонесоа за олеснување на кредитните услови за станбени[230] и потрошувачки кредити на домаќинствата во првата половина од 2011 година се однесуваат на очекувањата за вкупната економска активност и кредитната способност на потрошувачите, трошоците на финансиските средства и притисокот од конкуренцијата. Во однос на вториот квартал од 2012 година најголем дел од банките очекуваат натамошно засилено нето-олеснување на кредитните услови[231].

Во четвртиот квартал од 2011 година раст на побарувачката е евидентиран единствено кај станбените кредити. Како главни фактори коишто придонесуваа за зголемена побарувачка на станбени кредити од домаќинствата, банките ги навеле довербата на потрошувачите и заштедите на населението.

Во 2011 година е утврдено високо присуство на прилагодливите каматни стапки за сите видови кредитни продукти на домаќинствата. Притоа учеството на прилагодливите каматни стапки кај станбените кредити изнесува 61,7%.

[230] Кај станбените кредити поголем број банки извршиле намалување на каматните стапки и провизиите во првите два квартала на 2011 година, а во последниот квартал ги намалиле само провизиите.

[231] Подетален осврт врз очекувањата на банките за условите за кредитирање на домаќинствата е даден во Анкетата за кредитната активност од април 2012 година, објавена на интернет-страницата на Народната банка – www.nbrm.mk

5.3.2. Програма на станбено кредитирање во која државата се јавува како гарант

Република Македонија, како и останатите земји во транзиција, доживеа колапс во станбената изградба, што произлегува од реформските процеси на напуштање на социјалистичкиот стопански систем. Системот на станбена изградба, што се темелеше на фондовите за станбена изградба, престана да функционира. Како последица на тоа, спонтано се јави потребата како основен начин на купување станови да претставува случајот за неопходно поседување на целокупниот износ на готовина од страна на купувачот, што соодветствува на цената на станот или поседување на друг стан за замена. Како резултат на нискиот доход на населението, евидентиран е незначителен број граѓани кои располагаат со доволен обем готовина за купување станови. Изградбата и продажбата на станови, според некои проценки, опадна на една десетина од нивото кое постоеше во ’80-тите години.

При трансформација на Република Македонија од социјалистички начин на стопанисување во пазарно стопанство, исклучително значајно место зазема создавањето ефикасен пазар на недвижности. Постојат две основни причини за тоа:

- Недвижностите во секое општество претставуваат една од основните ставки на активата со кои располагаат домаќинствата и претпријатијата;
- Активниот пазар на недвижности може значително да го поттикне развојот на стопанството во целина и тоа:
  - директно, преку стимулации во градежната индустрија, индустријата за градежен репро материјал и
  - индиректно, поради тоа што во земјите со недоволно развиени финансиски пазари недвижностите често се единствена актива која може да послужи како гарант на отплатата на потребните заеми за придвижување на проектите во стопанството и надвор од него.

Основни претпоставки за ефикасно функционирање на пазарот на недвижности се: правната регулатива која овозможува транспарентност на сопственичката структура над недвижностите и пазарот на хипотеки што обезбедува финансирање на изградбата и купопродажбата на недвижности. Имено, поради тоа што цените на недвижностите се значително повисоки од износот што може да си го дозволи просечен жител во готови пари, кредитирањето претставува единствен начин на кој се врши ефикасно алоцирање на

капиталот во таа област. Во тој процес лицето кое сака да купи недвижност прво добива одобрение за заем до висината на таа недвижност, намалена за процент на учеството. Кога ќе се одобри кредитот, се склучува договор за продажба, како и договор за хипотека. Лицето кое ја купува хипотеката на недвижноста се обврзува да ја исплати главнината и каматата, обично според месечни рати одредени со договорот. Доколку се прекине отплатата на заемот, заемот влегува во категоријата на неисплатени обврски и недвижноста преминува на сметката на заемодавателот (банката). Доколку должникот го отплати целосно заемот, недвижноста преминува во негова сопственост. Хипотекарните заеми се одликуваат со релативно висок степен на ризик. Како основни типови на ризик се појавуваат следните: кредитен, каматен, инфлационен, како и ризик на неликвидност.

Кредитен ризик

Тоа претставува ризик дека должникот ќе престане да го отплатува заемот. Две основни мерки на овој ризик се: односот на стапката на покриеност на хипотекарниот заем со проценатата пазарна вредност на недвижноста (loan to value) и односот на стапката на отплата во зависност од приходите (payment to income).

Каматен и инфлационен ризик

Хипотеките претставуваат долгорочни кредити. Од друга страна, штедните депозити имаат краткорочен карактер. Таа разлика во временскиот хоризонт на приходите и расходите доведува до создавање кредитен ризик. Ако се земе предвид дека најголем дел од хипотеките традиционално се темелат на номинална камата, постои опасност инфлацијата да ја „проголта“ каматата. Каматниот и инфлациониот ризик се особено изразени во земјите во транзиција каде не постои стандарден механизам за ублажување на каматниот ризик, а постои и реална опасност од појава на неочекувана инфлација.

Ризик од неликвидност

Во Република Македонија, каде довербата во банките е сериозно разнишана, депонентите сакаат да обезбедат што поголема ликвидност. Доколку некоја финансиска институција инвестира најголем дел од сопствениот капитал во хипотеки кои се долгорочна инвестиција, може да настане ситуација при која граѓаните не може повремено да го добијат својот депозит по видување, што ќе се одрази особено негативно на работењето на банките. За да може да функционира ситемот на хипотекарни кредити, а врз основа на нив и пазарот на недвижности, треба да постои механизам кој ќе им

овозможи на финансиските институции кои сакаат да издаваат хипотеки значително да го намалат ризикот од работењето. Еден од најважните инструменти за ублажување на ризикот од хипотекарните работи е создавање секундарен хипотекарен пазар, а еден од основните финансиски инструменти кои го овозможуваат функционирањето на тој пазар е хипотекарната заложница. Основни компоненти на примарниот хипотекарен пазар се: издавањето хипотека, определување сопственик на хипотеката и сервисирање на хипотекарниот заем.

При традиционален депозиторски модел една иста институција има тројна улога, т.е. се јавува како издавач, сопственик и сервисер на хипотекарниот заем. Од историски аспект, предноста од таквата вертикална интеграција се состои во намалување на трошоците поврзани со прибирање и чување информации за должниците на едно место, како и развивање на врската помеѓу банката и должникот. Со развојот на информационата технологија доаѓа до ерозија на предностите од таквиот начин на работење. Од друга страна, сериозен недостаток на вертикалната интеграција претставува фактот што една институција го презема врз себе целокупниот ризик од работењето.

Алтернатива на вертикалната интеграција претставува раздвојувањето на трите функции, така што издавачот нема да биде истовремено и сопственик и сервисер на заемот. Тоа е начин што овозможува создавање секундарен пазар. За Република Македонија во моментот тоа е единствен практично изводлив начин според кој хипотекарниот пазар, а врз основа на тоа и пазарот на недвижности, ќе успеат да се придвижат од мртва точка. Секундарен пазар е оној на кој првобитните сопственици дел од својата актива ја продаваат на инвеститорите кои настојуваат да извршат оптимизација на своите инвестициони портфолија. Тоа им овозможува на првобитните сопственици да се ослободат од дел или од целокупниот ризик поврзан за таа актива, а со неа се тргува и понатаму на секундарниот пазар со или без учество на првобитните сопственици. Концентрацијата на сопственост над активата со тек на време се намалува. Наместо една институција или поединец, таа станува сопственост на поголема група, а во случај на особено ликвидни пазари – на стотици илјади или милиони инвеститори. Ако се има предвид дека мнозинството нови сопственици инвестира мал дел од своето портфолио во една актива, ризикот што го преземаат инвеститорите е значително помал во споредба со ризикот на кој се изложува првобитниот сопственик пред продажбата. Од друга страна,

добивката што ја остварува првобитниот сопственик од продажбата може да се искористи за некој друг проект. На тој начин секундарниот пазар има две основни функции: ефикасна прераспределба на ризикот и ослободување на ресурсите за нови вложувања.

Клучен дел на реформата и изградбата на финансискиот систем во Република Македонија се однесува на изградбата на законска инфраструктура, институции и пазари за хипотекарно кредитирање. Речиси без исклучок сите земји во транзиција ја согледале потребата за воспоставување нови структури на финансирање на станбена изградба со цел решавање на сериозното општествено, па и политичко прашање на обезбедување доволен број станбени единици на нови основи.

Република Македонија на почетокот од процесот на реформите значаен простор треба да отстапи на прашањето дали да се развие систем на хартии од вредност врз основа на хипотека, или систем на хипотекарни заложници ако се тргне од фактот дека постојат конзервативни претпоставки на меѓусебна конкурентност, но не и на комплементарност на двата система. Меѓутоа, во најголем број земји, законодавците му дале предност на системот на хипотекарни заложници, иако не постои исклучување на можноста за емисија на хартии од вредност врз основа на хипотека. Причините од кои се раководеле при донесување на оваа одлука најчесто се сведуваат на недоволна изграденост на регулативата за релативно едноставен пренос на хипотеки (неопходен според системот на хартии од вредност врз основа на хипотека), непостоење на расположение на банкарските лоби групи да го поддржат системот кој би ги исклучил најквалитетните елементи на активата (хипотекарните заеми) од нивните биланси, како и неподготвеност за воведување во земјите во транзиција на систем кој неодамна почна сериозно да функционира во западна Европа. Имено, се смета дека воведувањето на системот на хартии од вредност врз основа на хипотека во нашата земја ќе овозможи отстранување на ризикот од чување значаен дел од активата на деловните банки во форма на хипотекарни заеми и воспоставување стандарди на кредитна евалуација и заложни процедури кои ќе влијаат на подигнување на ефикасноста на примарниот хипотекарен пазар. Тоа ќе создаде поиздржлив банкарски систем со подобра диверзификација на ризикот и поефикасен систем на одобрување на хипотекарни кредити.

Македонија се наоѓа во ситуација во која се обидува да го надомести своето заостанување во процесот на транзиција од ’90-тите години. Од крајот на 2000 година се

работи поинтензивно на реформските процеси во сите битни сфери на транзиција. Позитивни чекори се видливи во доменот на макроекономската стабилизација, делумно во доменот на либерализација, како и во процесот на приватизација. За да се поддржат трансакциите со хартии од вредност врз основа на хипотека, македонската Влада треба да донесе неколку закони, како што се: Закон за секјуритизација, Закон за хипотекарни обврзници и Закон за хипотекарни банки. На тој начин ќе им се овозможи на различни институции да инвестираат во новосоздадените хартии од вредност. Овие законски промени ќе ги постават темелите за поддршка на брзиот развој на новиот секјуритизационен хипотекарен пазар. Преносот на сегашните и идните имоти на претпријатието за посебна намена, кое ќе биде задолжено за спроведување на секјуритизацијата, се препорачува да се прави со отстапување. Отстапувањето ќе биде ефикасно доколку постои договор помеѓу институцијата која ќе ја извршува емисијата и претпријатието за посебна намена, при што пожелно е договорот да биде составен во писмена форма. Должникот треба да биде известен со препорачано писмо, а кредиторите на креаторот е потребно да се известат со испраќање јавна објава до централата на креаторот.

Како единствен приод во однос на сервисирањето се препорачува тоа да се изведува од кредитни унии и финансиски институции кои добиле овластување од Народната банка на Република Македонија. Според македонските прописи за заштита на податоци, институцијата која ќе ја извршува емисијата треба да биде овластена да ги открие податоците за заемобарателот кои се однесуваат на основните средства што се пренесуваат на претпријатието за посебна намена и други релевантни страни вклучени во трансакцијата, но притоа се бара согласност на заемобарателот за откривање и објавување на заштитените податоци од правобранителот. Во рамките на Законот за даноци на Република Македонија, треба да се заземе став да не постои наплатување на поштенски такси на пренесените средства, освен кога инволвираните странки ќе одлучат да го заверат договорот. Потребно е да постои даночно изземање на средствата кои се пренесуваат заради трансакциони цели, од плаќање на данок на додадена вредност. На секјуритизационите договори на хартии од вредност врз основа на хипотека, кои допрва треба да почнат да се спроведуваат на територијата на Република Македонија, даночниот

закон треба да предвиди наплатување на данок од 15% што ќе се применува кај странските емитенти кои примаат камата од домашните инвеститори на Македонија.

Посебно внимание треба да се обрне на неколку дополнителни прашања. Прво, стапката на пораст на платите е бавна, споредено со потенцијалните зголемени плаќања за хипотеките со променлива каматна стапка. Оваа стапка на пораст укажува на фактот дека постои претпазливост во однос на заемобарателите поради постоење можност да не бидат способни да го отплатат заемот подоцна. Второ, и покрај порастот на просечниот доход, нискиот просечен доход на македонските домаќинства останува главна пречка во однос на проблемот на купување станови. Трето, високото ниво на хипотекарни стапки кои произлегуваат од договорот индиректно ќе има негативно влијание на секјритизацијата на хартии од вредност врз основа на хипотеки. Четврто, како резултат на големиот обем на активности на неофицијалниот пазар, тешко може да се утврди доходот на заемобарателот. Овој предизвик го отежнува воспоставувањето на стандардизирана постапка за запишување заем. Петто, ризикот на каматната стапка опфатен при активноста на хипотекарно позајмување претставува комбинација на употреба на фиксни и варијабилни каматни стапки, како и разновидни стапки за хипотекарниот кредит во „денари“ или останати валути.

Развојот на финансискиот систем на Македонија може да се поттикне со воведување „хипотекарни обврзници“ и други хартии од вредност обезбедени со хипотекарните станбени заеми на Владата кон населението. Тоа се производи кои претставуваат иницијатор на растот на БДП на една економија, поради тоа што младите луѓе на овој начин најлесно ќе можат да си обезбедат сопствени станови, особено кога како гарант на овие заеми се јавува Владата на Република Македонија. Полето на реформи на финансискиот пазар е можеби најосетливиот домен во кој започнуваат да се согледуваат низа позитивни чекори. Деловното банкарство се консолидира со влезот на странските банки. Покрај емисија на обврзници за старото девизно штедење, се работи на постојано осовременување на законската регулатива на финансиските пазари.

Воспоставувањето ефикасен хипотекарен пазар креира извонредни позитивни екстерни ефекти, како што се:

- на граѓаните конечно ќе им се овозможи потпирање на воспоставениот систем на кредитирање во процесот на купување станови;

- на банките им се дава можност, при процесот на одобрување на хипотекарни кредити, да можат активно да управуваат со деловните ризици и да профитираат од таа активност;
- создавање можности во градежната индустрија за отпочнување сериозна активност со добро познатите мултипликативни ефекти врз вкупната стопанска активност на земјата;
- креирање квалитетни хартии од вредност кои можат да претставуваат значаен поттик во развојот на пазарот на капитал и добра инвестиција за домашните институционални инвеститори (осигурителни заводи, пензиски фондови итн);
- зголемена ефикасност при алокацијата на капиталот на макро ниво, т.е. создавање поголемо богатство со постојниот обем на пари и капитал;
- зголемена сигурност при инвестирањето и кредитирањето, што ќе има влијание врз легализацијата на финансиските текови, т.е. пренесување на парите од сивата економија во легалните банкарски канали, што доведува до остварување на сигурни позитивни фискални ефекти и
- продажба на меѓународниот пазар, што ќе придонесе хипотекарните заложници да се користат и како инструмент за привлекување странски капитал.

Врз основа на искуствата од развиените земји и земјите во транзиција, можно е да се извлечат појдовните основи за создавање хипотекарен пазар во Република Македонија, и тоа:

- брзо и сеопфатно решение за заостанатите законски компликации на пазарот на недвижности, а пред сè по прашањата што се однесуваат на состојбата во катастарот и заведувањето на сопственоста во имотен лист;
- да се поедностави сложениот процес на денационализација, што ќе доведе до зголемување на понудата на станови, парцели и земјиште за градење домови;
- да се намали бројот на инвеститори кои се однесуваат на шпекулативен начин и без доволен обем на капитал настапуваат на пазарот на недвижности;
- забрзано заокружување на неопходната законска регулатива за создавање примарен и секундарен хипотекарен пазар којшто во целост е компатибилен со директивите на ЕУ;
- флексибилност на системот за прифаќање различни форми и иновативни механизми;

- создавање државни агенции за емисија на хипотекарни заложници, со отворена можност за приватизација во иднина;
- експлицитна гаранција на државата;
- рамноправен пристап во механизмот од страна на сите издавачи (оригинатори) и корисници на хипотекарни заеми;
- државна супервизија на процесот;
- управување од страна на приватни менаџери и
- поттикнување на конкуренцијата.

Секјуритизацијата ќе овозможи појава на поголем број хартии од вредност и продлабочување на моментно плиткиот пазар на капитал, а инвестиционите и пензиските фондови и осигурителните компании би требало да имаат поголема можност за вложување. Меѓутоа, претходно треба да се отстранат правните и даночните пречки и да се воведат рејтинг агенции. Секјуритизацијата влијае на можноста на вложување и прибирање на средства, го олеснува управувањето со капиталот во финансиските институции, а на инвеститорите им се овозможува диверзификација на вложувањата.

Во Република Македонија во 2011 година, растот на кредитирањето на населението има нагорен тренд и се приближи до годишно ниво од 92,9%. Најголема побарувачка постои за краткорочните потрошувачки кредити обезбедени со редовните плати на корисниците. Хипотекарните станбени заеми во 2011 година учествуваат со 4% во БДП или 19 62660 милиони денари. Но, во иднина, се очекува учеството на хипотекарните станбени заеми во Македонија да биде ставка која ќе забележи најголем раст во кредитирањето. Преку процесот на секјуритизација дел од овие заеми може да се преземат од банките и нивните биланси од страна на Владата која се јавува како гарант на истите и да се претворат во нови инструменти – хипотекарни обврзници кои понатаму може да се продаваат на други финансиски учесници. Покрај тоа, во Република Македонија сè позначаен е растот на вредноста на средствата што приватните пензиски фондови ги прибираат од своите членови и тие средства треба да се искористат за финансирање на хипотекарни обврзници, што ќе овозможи исполнување на сонот на младите генерации за обезбедување сопствени домови.

5.4. Резултати од анализите на детерминантите на цените на становите во РМ и пазарот на недвижности

Едно релевантно истражување на пазарот и цените на недвижностите во Република Македонија е истражувањето на Стојанова, Јовановиќ, Војновиќ, Рамадани и Петровска (2008) [232]. Со цел да го утврдат индексот на цените на становите, тие употребуваат модел на рамнотежна цена на становите, како структурен модел на понудата и побарувачката на станови. На страната на побарувачката како основни детерминанти се јавуваат: цената на становите, доходот, каматната стапка на станбените кредити, рентата, богатството и популацијата, додека со варијаблата X се опфатени останатите детерминанти од институционална (на примарниот пазар на станбени кредити) и квалитативна природа (на примарната старост на становите и сл.). Оттука функцијата на побарувачката (D^H) која се користи во анализата е следната:

$$D^H = f\ (цена,\ доход,\ камата,\ рента,\ богатство,\ популација,\ X) \quad (1)$$

Според оваа функција, побарувачката на станови се зголемува кога: паѓа цената на становите, расте доходот на населението, паѓа каматната стапка на станбените кредити и кога растат рентата, богатството и популацијата.

Понудата на становите ги опфаќа постоечките и новоизградените станови и е изразена како позитивна функција од цената на становите и негативна функција од реалните трошоци за изградба, како и останатите фактори коишто влијаат на понудата (Y).

$$S^H = f\ (цена,\ трошоци,\ Y) \quad (2)$$

Доколку пазарот на станови е во состојба на рамнотежа, односно ако побаруваниот фонд на станови е еднаков на понудениот, тогаш рамнотежната цена на становите е функција од детерминантите на побарувачката и понудата на станови:

$$D^H = S^H \quad (3)$$

[232] Билјана Д. Стојанова, Бранимир Јовановиќ, Маја К. Војновиќ, Гани Рамадани и Магдалена Петровска „Цените на недвижностите во Република Македонија“, НБРМ, Скопје, август 2008.

(цена, доход, камата, рента, богатство, популација, X) = (цена, трошоци, Y)

така што финалната фукција на цената на становите е:

цена = f (доход, камата, рента, богатство, популација, трошоци, X, Y) (4)

При конструкција на емпириският модел за РМ биле земени следниве варијабли: расположливиот доход на населението, долгорочната каматна стапка на вкупните кредити, одобрените станбени кредити, рентата, бројот на новододелени кредити на лица во Скопје, додадената вредност во градежништвото, бројот на новоизградени станови, трошоците за градење и берзанскиот индекс[233].

Варијаблата доход, т.е. расположливиот доход на населението, се очекува да има директен и значаен позитивен ефект врз цената на становите затоа што, во услови на пораст на доходот и при непроменети останати фактори, населението ја зголемува побарувачката и со тоа создава притисоци за раст на цената на становите. Анализата покажала дека во периодот од 2000 до 2004 година сериите за доходот и цената на становите во РМ имаа растечки тренд, наспроти падот во текот на кризата во 2001 година, додека во периодот од 2004 до 2006 година релацијата е помалку јасна затоа што цената стагнирала при постојан раст на доходот.

Кај вториот фактор, каматната стапка на станбените кредити, се очекува дека намалувањето на каматната стапка има спротивен директен ефект врз побарувачката за станови и со тоа врз растот на цената на становите. Во студијата е прифатено мислењето дека при вклучување на каматните стапки во моделот, треба да се има предвид дека номиналните каматни стапки подобро ги објаснуваат промените во цената на становите отколку реалните каматни стапки. Во РМ долгорочната каматна стапка на кредитите[234] за целиот анализиран период бележела намалување, со засилен пад до 2004 година, кога

[233] Анализата го опфаќа периодот од првиот квартал на 2000 година до четвртиот квартал на 2006 година.
[234] Во отсуство на податоци за каматната стапка на станбените кредити, во студијата се користени податоци за просечната пондерирана долгорочна каматна стапка на вкупните кредити поради тоа што за периодот пред 2005 година не се располага со податоци за каматната стапка на долгорочните кредити на населението.

цената на становите забрзано расте. Во периодот од 2004 до 2006 година, при забавен тренд на намалување на каматата, цената на становите стагнира.

Во РМ, растот на станбените кредити се одвивал паралелно со засилувањето на вкупната кредитна активност на банките кон населението, при што нивното учество во вкупно одобрените кредити на населението било релативно стабилно и изнесувало околу една петтина. Со оглед на тоа дека споредбениот показател за еврозоната изнесувал над две третини, може да се каже дека македонските банки биле релативно помалку изложени на ризик од промена на цените на недвижностите и од нестабилност на пазарот на недвижности (Стојанова et al, 2008, стр. 35).

Релацијата помеѓу цената на становите и рентите, иако повеќедимензионална, сепак се очекува дека е позитивна. На пример, доколку изнајмувањето стан се разгледува како супститут на купувањето стан, при зголемена рената би се очекувало домаќинствата да го пренасочат својот интерес кон купување стан, што би се одразило со раст на побарувачката и цената на становите. Во случајот на РМ во 2000 година рентата бележела мал раст, додека цената на становите растела засилено; во 2001 – 2002 движењата биле прилично усогласени, додека од 2003 година натаму рентите се намалувале во услови на стагнирање на цената на становите.

Растот на населението исто така се смета за фактор кој води кон пораст на побарувачката на станови и со тоа позитивно влијае врз цената на становите. Притоа може да се очекува постоење јасна позитивна врска помеѓу бројот на доселените лица и цената на становите, иако тука посебен статистички проблем е слабиот опфат на одредени демографски серии.

Од аспект на понудата на станови, во емпириските модел за РМ на Стојанова et al (2008), инкорпорирани се следните вријабли: додадената вредност во градежништвото, бројот на завршени станови и трошоците за изградба на становите.

Очекуваната зависност помеѓу додадената вредност во градежништвото и цената на становите е негативна – повисоката понуда на нови станови на пазарот влијае врз намалување на цената. Анализата во студијата покажала дека во РМ, во периодот 2001 – 2003 година, во услови на намалување или стагнирање на понудата, цената на становите растела, додека во перидот 2004 – 2006 година цената на становите стагнирала, при истовремен пораст на додадената вредност во градежништвото. Исклучок од оваа состојба

била 2000 година кога е забележан пораст и на активноста во градежништвото и на цената на становите.

Користењето на алтернативна серија за активноста на градежништвото – завршените станови – која се карактеризира со повисока варијабилност, не покажала јасна поврзаност со цената на становите. И покрај проблемот на опфатноста на податоците за завршени станови, сепак, серијата на завршените станови покажала извесен степен на поврзаност со движењето на серијата за додадената вредност во градежништвото – понудата на станови е пониска до 2003 година и значително повисока во 2004 – 2006 година.

Очекуваната зависност помеѓу продажната цена на становите и трошоците за изградба е позитивна, односно при пораст на трошоците за изградба на становите, би требало да расте и продажната цена. „Меѓутоа, увидот во сериите на овие варијабли во РМ не укажува на постоење јасна врска. Имено, градежните трошоци растат со речиси константна стапка во целиот период, додека цената на становите до 2003 година се зголемува и потоа стагнира, што упатува на тоа дека трошоците за градење не претставуваат значајна детерминанта на цената на становите во РМ“ (Стојанова et al., 2008, стр. 40).

Индексот на пазарот на акции (т.е. берзанскиот индекс) во овој аналитички контекст претставува апроксимација за финансиското богатство. Една хипотеза би била дека порастот на богатството (и доходот) позитивно влијае врз потрошувачката, а оттука и врз порастот на побарувачката за станови. Но, алтернативната хипотеза, која можеби е посоодветна за земјите со недоволно развиени финансиски пазари како РМ, би била дека инвестирањето во ХВ би било супституит на инвестирањето во станови. Емпириската анализа на Стојанова et al. покажала дека во периодот 2000 – 2003 година берзанскиот индекс покажува ниска стапка на раст, а цените на становите забрзано растат; додека во периодот после 2003 година берзанскиот индекс покажува забрзан раст, а цената на становите стагнира.

Анализата во оваа студија индицира дека во анализираниот период во РМ не дошло до формирање ценовен меур кај становите, т.е. дека цената на становите се менувала во одредена согласност со промените на фундаменталните фактори на побарувачката и понудата. Од една страна, промените на доходот и каматните стапки влијаеја на пораст на побарувачката за станови, додека промените на рентата изгледа дека има мала

објаснувачка моќ за промените на цената на становите. Од друга страна, промените на страната на понудата биле со различен интензитет во различни потпериоди: мал број новоизградени станови до 2003 година влијаеле за раст на цената на становите, додека после 2003 година понудата забележително се зголемува. Согласно со ваквите движења на побарувачката и понудата, во првиот потпериод бил забележан раст на цената на становите, додека во вториот потпериод, пред сè поради растот на понудата, цената на становите покажува тенденција на стагнирање.

5.5. Ефектите на глобалната финансиска криза и рецесијата во развиените земји 2007 – 2009 година врз финансискиот сектор на РМ

Дисперзијата на глобалната финансиска криза од 2007 година на пазарот на високоризични хипотекарни заеми во САД, во криза во меѓународни рамки во текот на 2008 година, резултираше со значително забавување на стапката на глобалниот економски раст. Врз основа на високиот степен на меѓузависност и глобализација на меѓународните пазари, речиси ниту една земја не остана имуна на негативните последици од кризата во најмоќната економија во глобални рамки. Од друга страна, надолниот тренд на движење на ликвидноста, намалената доверба и затегнувањето на условите за кредитирање на меѓународните финансиски пазари предизвикаа намалена кредитна поддршка на приватниот сектор.

Македонската економија не беше директно изложена на негативните влијанија на глобалната финансиска криза и меѓународните финансиски пазари. Наспроти тоа, дисперзијата на негативните ефекти од кризата во реалниот сектор на земјите – економски партнери на Република Македонија предизвика надолни корекции на стапките на економски раст и имаше индиректно влијание врз македонската економија.

Како резултат на намалената ликвидност на меѓународните финансиски пазари и зголемениот степен на аверзија за преземање ризици, инвеститорите беа насочени кон повторна оценка на ризиците, што придонесе за драстичен пораст на премиите за ризик. Во Република Македонија, како земја со изразена нерамнотежа, беше евидентиран значителен пораст на премиите за ризик, односно влошени услови за меѓународно

задолжување, што претставува еден од основните ограничувачки фактори за побрзо закрепнување на македонската економија од негативните ефекти на глобалната криза.[235]

Неповолните движења на меѓународните финансиски пазари во текот на 2008 година предизвикаа забавен раст на финансискиот систем на РМ и намален влез на странски капитал во сопственичката структура на финансиските институции. Од друга страна, врз основа на нискиот степен на меѓусекторска интеграција, беше минимизирана можноста за нарушување на стабилноста на одделните финансиски институции како последица на прелевање на ризиците со кои се соочуваат.

Табела 5: Структура на вкупните средства во финансискиот систем на Република Македонија

Вид на финансиски институции	**Вкупни средства (милиони денари)**		**Структура во %**		**Број на институции**	
	2007	**2008**	**2007**	**2008**	**2007**	**2008**
Депозитни финансиски институции	**226.546**	**254.153**	**91,67%**	**90,48%**	**30**	**29**
Банки	223.659	250.704	90,50%	89,25%	18	18
Штедилници	2.887	3.449	1,17%	1,23%	12	11
Недепозитни финансиски институции	**20.593**	**26.754**	**8,33%**	**9,52%**	**45**	**57**
Осигурителни компании	11.075	11.920	4,48%	4,24%	12	12
Лизинг друштва	4.980	8.623	2,02%	3,07%	4	8
Пензиски фондови	3.124	5.037	1,26%	1,79%	2	2
Друштва за управување со пензиски фондови	202	258	0,08%	0,09%	2	2
Брокерски куќи	1.088	804	0,44%	0,29%	16	20
Инвестициски фондови	66	84	0,03%	0,03%	3	8
Друштва за управување со инвестициски фондови	15	28	0,01%	0,01%	2	5
Друштва за управување со приватни фондови	43	0	0,02%	0,00%	4	4
Вкупно	**247.139**	**280.907**	**100,00%**	**100,00%**	**75**	**86**

Извор: За секој институционален сегмент, надлежниот супервизорски орган (НБРМ, КХВ, МАПАС и Министерство за финансии)

Во 2008 година е евидентирана забавена стапка на раст на вкупните средства во финансискиот систем на Република Македонија, т.е годишен пораст од 13,7%, што претставува една половина од годишната стапка на раст во 2007 година. Во однос на институционалната структура е евидентно доминантното учество на банките како

[235] Види: НБРМ, (јули, 2009), *Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2008 година.*

носители за одржување на стабилноста на финансискиот систем, а следни по важност се осигурителните компании со учество од 4,2% во вкупните средства.

На крајот на 2008 година учеството на вкупните средства на финансискиот систем во бруто домашниот производ[236] изнесуваше 70,5% во однос на значително повисокото учество на средствата на финансискиот систем во источноевропските земји,[237] кое достигна ниво од приближно 95% во бруто домашниот производ.

При спроведувањето на постапката на преструктуирање на сопственоста на финансискиот систем, беше забележан пораст на учеството на странските акционери во текот на 2008 година, но со забавено темпо во однос на 2007 година, поради намалениот поттик за инвестирање на странските инвеститори во услови на светска економска криза.

Деловната поврзаност помеѓу банките и недепозитните финансиски институции е базирана на депозитите на недепозитните финансиски институции пласирани во банките, што забележаа пораст за 39,1% во однос на 2007 година, т.е. 3,4% од вкупната депозитна база на банкарскиот систем.[238] Надолната корекција на цените на пазарот на хартии од вредност и растечкиот тренд на пасивните каматни стапки претставуваа база за остварување највисока стапка на раст на депозитите на капитално-финансираните пензиски фондови од 24,9% во текот на 2008 година.

Врз основа на ограничената понуда на инструменти, малиот обем на секундарно тргување и нискиот степен на интегрираност со глобалните финансиски текови, на македонскиот пазар на пари и краткорочни хартии од вредност, во текот на 2008 година е забележан висок степен на имуност на шоковите на меѓународните пазари на пари. Од друга страна, индиректните ефекти на глобалната финансиска криза имаа зголемено влијание врз девизниот пазар на Република Македонија, каде намалените девизни приливи врз основа на извоз и увоз на стоки, девизни дознаки, портфолио-инвестиции и странски директни инвестиции, создадоа зголемен притисок за депрецијација на вредноста на домашната валута. Поради тоа, во последните два квартали на 2008 година беа преземени интервенции од страна на Народната банка на девизниот пазар, во насока на нето-

[236] Износот на БДП за 2008 година е базиран на проценети податоци.
[237] Извор: Интернет-страниците на централните банки на соодветните земји.
[238] Ibid 1.

продажба на девизи, со цел ефикасно спроведување на стратегијата за таргетирање на номиналниот девизен курс во однос на еврото.

За управување со ликвидноста на банкарскиот систем, НБРМ е насочена кон спроведување аукции на благајнички записи, при што во 2008 година е утврдено за 50% повисоко ниво на емитирани благајнички записи во однос на 2007 година. Покрај тоа, од страна на НБРМ беа извршени низа реформи во однос на поставеноста на монетарните инструменти и зголемување на референтната каматна стапка, со цел да се обезбеди стабилизирање на движењата на девизниот пазар и смирување на зголемените инфлаторни очекувања.

Во текот на 2008 година е евидентирано значително намалување на емитираните државни записи врз основа на падот на понудата на годишно ниво, при што во последниот квартал на 2008 година е регистриран повисок обем на емисијата на државни записи за да се обезбеди покривање на продлабочениот буџетски дефицит.

На примарниот пазар на капитал на РМ во 2008 година беше утврдено извесно придвижување, базирано на зголемената реализација на емисии на долгорочни хартии од вредност од страна на приватниот сектор и државата[239], при што емисиите беа со значително пониска вредност споредено со примарните пазари на транзиционите економии – членки на ЕУ.

На секундарниот пазар на капитал во текот на 2008 година беше забележан негативен тренд на движење на берзанскиот промет, како и зголемен интерес за продажба на уделите на странските инвеститори во македонските компании, во насока на заштита на инвестициите во матичните земји и високо ниво на воздржаност во однос на преземање на нови инвестиции. Оваа состојба предизвика надолна корекција на цените на акциите, што во крајна линија генерира значителен диспаритет во цените на пазарот на акции. Во текот на 2008 година дел од потенцијалните инвеститори на пазарот на капитал ја пренасочија побарувачката од акции кон обврзници, како поликвиден и посигурен финансиски инструмент за да се обезбеди зачувување на вредноста на имотот.

Замената на „биковиот“ со „мечкин“ пазар на Македонската берза во 2008 година се рефлектираше во значителен пад на вредноста на берзанскиот индекси МБИ-10 и

[239] Во период од десетина година Министерството за финансии, во име на РМ, претставува најактивен емитент на долгорочни хартии од вредност.

индексот на јавно поседувани друштва МБИД и благ пораст на индексот на обврзници ОМБ.

Банкарскиот сектор ја задржа доминантната позиција во финансискиот систем на РМ и во текот на 2008 година, што претставува значаен индикатор во насока на одржување на стабилноста на финансискиот систем. Имено, банкарскиот сектор во Македонија функционираше на стабилна и солидна основа на капитализација, што може да се потврди со остварениото ниво на просечниот коефициент за адекватност на капиталот од 15% во текот на септември 2008 година, т.е. расположливиот капитал на одделните банки со цел покривање на идентификуваните ризици. Покрај тоа, банките во РМ не беа зависни од финансирање со надворешни кредити и, како резултат на тоа, не беа во голем обем изложени на движењата на странските финансиски пазари. Притоа приближно 2,8% од вкупните обврски на банките беа базирани на позајмувања од странски банки. Како резултат на недоволната интеграција на македонскиот банкарски систем во глобалните економски текови и отсуството на структурните производи, беше обезбедена дополнителна заштита од негативните ефекти на кризата во 2008 година.

Основен извор на финансирање на банкарскиот сектор на РМ претставуваат депозитите на населението и деловниот сектор. Како доминантна ставка во рамките на пасивата, депозитите имаат тенденција на континуирано зголемување на значењето во структурата и изворите на средства на банките, иако во текот на 2008 година е забележано значително забавување на нивниот пораст.

Употребата на цврсти критериуми при одобрување на кредити претставуваше предуслов за креирање квалитетно кредитно портфолио на македонските банки. Од друга страна, за земји со неразвиен и плиток финансиски систем, како што е случајот со Република Македонија, депозитите претставуваат главен извор на средства на банките од каде се одобруваат заеми на претпријатијата. Имено, се смета дека ваквото кредитирање на претпријатијата е врзано со помал ризик.

Кредитите пласирани кај секторот население на крајот на 2008 година беа зголемени за 37,6%, што упатува на значително забавување на стапката на раст на кредитите евидентирана на крајот на 2007 година од 56,4%. Оваа состојба се должи на затегнување на условите при одобрување кредити и порационално зголемување на финансиските обврски во услови на висок степен на неизвесност. Во вакви услови вкупните кредити

непрекинато ја забавуваа динамиката на раст и на крајот на 2008 година нивниот раст се сведе на најниско ниво во периодот 2007 – 2008 година.[240] Притоа стабилен, дури и засилен тренд на раст во однос на 2007 година, покажаа единствено станбените кредити. Ова се поврзува со цените на недвижностите коишто се зголемуваа во текот на целата година и ја зголемуваа вредноста на колатералот, а со тоа ги зголемуваа можностите за задолжување преку ваков вид кредити.

Наспроти забавувањето на растот на кредитите на населението, кредитирањето на претпријатијата имаше релативно постабилно движење. Во текот на 2008 година нивото на кредитите што го распределија банките кон претпријатијата беше во просек за 34,1% повисоко во однос на 2007 година, кога кредитниот раст во просек изнесуваше 26,7%.[241] Кредитната експанзија на банките кон претпријатијата во првата половина на 2008 година беше во согласност со засилената економска активност, особено инвестициите во градежништвото и преработувачката индустрија, како и трговијата на големо и мало. Идните трендови кај корпоративните кредити се очекува да бидат условени од интензитетот на ефектите од глобалната криза врз македонскиот реален сектор. Како последица на влошената економска клима во која функционираат претпријатијата, беа создадени песимистички оцени за идниот пласман на производството, особено во преработувачката индустрија и градежништвото[242]. Покрај тоа, од аспект на финансиската обезбеденост на претпријатијата, во услови на глобални ликвидносни проблеми, беше утврдена ограничена достапност на надворешното финансирање и намалување на меѓукомпаниското задолжување. Оваа состојба предизвика домашното задолжување преку банкарски кредити да претставува битен елемент во одржувањето на капацитетот за делумно справување со надворешните шокови.

Како индиректен негативен ефект од глобалната финансиска криза во текот на 2008 година во РМ се смета преминот на приближно 7,5% од вкупниот број одобрени кредити во категоријата нефункционални кредити.

Забавената економска активност во РМ и неизвесноста на меѓународните финансиски пазари, од една страна и промените на регулаторната рамка, воведување на системот на

[240] Види: НБРМ, (март, 2009), *Годишен извештај за работењето на НБРМ во 2008 година.*
[241] Ibid 6.
[242] Анкети за деловните тенденции во преработувачката индустрија и градежништвото. Извор:ДЗС.

застапништво во осигурувањето и отежнатата наплата на осигурителната премија, од друга страна, предизвикаа извесен степен на несигурност на друштвата за осигурување во однос на идните резултати. Оваа состојба во 2008 година имаше негативно влијание врз растот и влошување на показателите за работењето на осигурителната индустрија во Република Македонија. Во таа насока, на крајот на 2008 година беше утврдено намалување на нето добивката на друштвата за осигурување за 12,9% во споредба со 2007 година. Како последица на нискиот степен на поврзаност помеѓу осигурителниот и банкарскиот сектор во РМ во текот на 2008 година, беше ограничена можноста за трансфер на негативните ефекти од кризата помеѓу двата сектори.

Континуираниот тренд на корекции на цените на домашните финансиски пазари предизвика негативни резултати од работењето на пензиските фондови и негативен годишен принос во текот на 2008 година, а како последица на тоа и намалување на богатството на нивните членови. Меѓутоа, поради системската поставеност на капиталното финансирано пензиско осигурување, негативниот тренд на движење на приносот од инвестираните средства не влијаеше во насока на генерирање на загуби на пензиските фондови во РМ и нарушување на платежната моќ на членовите на пензиските фондови.

5.6. Ограничувања и перспективи за процесот на секјуритизација во Република Македонија

Макроекономската нестабилност и високите варијабилни каматни стапки во економијата на Република Македонија предизвикаа несразмерно влијание врз развојот на долгорочното хипотекарно финансирање. Низа фактори имаат влијание врз значителната макроекономска нестабилност на македонската економија. Имено, производствената структура се одликува со низок обем на диверзификација и прекумерна зависност од добра на примарниот сектор. Покрај тоа, во македонската економија се вклучени и транзициони ризици, вклучително и адекватна подготовка за дерегулација, супервизија и модернизација на финансискиот сектор.

- Недоволно развиената финансиска инфраструктура во РМ претставува основа за доминантно учество на традиционалната банкарска активност. Отсуството на развиена финансиска инфраструктура претставува една од причините за појавата на

микрофинансирањето како призната и легитимна компонента на финансискиот развој, во насока на задоволување на микро-претприемачите со низок приход.

Терминот „финансиска инфраструктура“ ги опфаќа следните компоненти:

1. Законска и регулаторна инфраструктура, што се состои од:
    - законска и регулаторна рамка за финансирање, вклучително закони за стечај, извршување и механизам за разрешување на конфликти помеѓу кредиторите и должниците;
    - надзор, сметководство, ревизија, како и развој на адекватни правила, практики и професии;
    - финансиско корпоративно управување и институции.
2. Информациона инфраструктура, што е базирана на:
    - јавни регистри,
    - закони и прописи за изложеност,
    - проценители,
    - бироа за кредитирање,
    - рејтинг-агенции,
    - макроекономски аналитичари
    - навременост, точност, покриеност и пристап до јавни статистики.
3. Инфраструктура за вреднување на ризикот:
    - пазари за државни хартии од вредност,
    - субнационални пазари на обврзници,
    - пазари на обврзници на приватниот сектор.
4. Инфраструктура за плаќања и порамнувања, што се состои од:
    - системи за клиринг и порамнување,
    - правила и стандарди,
    - платформи на информатичката технологија,
    - мрежни поврзувања.
5. Инфраструктура за финансиска стабилност базирана на:
    - ликвидносни олеснувања,
    - останати нето олеснувања за сигурност.

Основните компоненти на финансиската инфраструктура ја поддржуваат цврстата хипотеза дека традиционалниот банкарски систем на РМ претставува доминантна појава за раната фаза на финансискиот развој. Имено, се очекува дека финансискиот систем на РМ ќе еволуира од „банкарско-ориентиран“ кон „пазарно-ориентиран“, врз основа на фактот дека развојот на финансиската инфраструктура ќе овозможи зголемен степен на раздвојување и поефикасна проценка на ризиците базирани на понудените финансиски услуги на банките.

Од друга страна,обезбедувањето на инфраструктурните компоненти претставува микс на јавни и приватни добра и претставува резултат на преземените финансиски реформи на политичката економија. Поради тоа, покрај ограниченият обем на човечки капитал и технологија, врските помеѓу владите и групите насочени кон остварување ренти претставуваат предуслов за развој на одделни инфраструктурни компоненти.

Како резултат на неадекватната инфраструктура на финансискиот систем на РМ, традиционалните банки како финансиски посредници обезбедуваат развој на односите и договорите за депозитите и заемите со своите клиенти. Основна цел на овие договори претставува минимизирање или ублажување на проблемите со асиметрични информации и соодветните трансакциони трошоци. Имено, банките на потенцијалните кредитобарателиим нудат пристап за финансирање по цени и услови, што не е можно да се остварат преку небанкарските институции. Банките во РМ обезбедија соодветни договори за заем, што придонесе за зголемена можност за контрола на кредиторот врз перформансите на должникот во текот на траење на договорот, како и зголемена склоност на кредитобарателите за минимизирање на ризикот од несолвентност.

Врз основа на примената на традиционалното банкарство во РМ, покрај кредитниот ризик, беше создаден и ризик од масовно повлекување депозити и рочна неусогласеност меѓу средствата и обврските (нефинансиските субјекти претежно штедат на кратки рокови, а се позајмуваат на подолги рокови). Наспроти тоа, традиционалното банкарство вообичаено се поврзува со мала изложеност на банките на пазарни ризици или ризици кои произлегуваат од примена на сложени финансиски инструменти. Македонските банки имаат развиено практика, преку вградување клаузули во договорите за определени финансиски инструменти, да го избегнуваат пазарниот ризик и да го трансформираат во друг облик на ризик, првенствено кредитен ризик.

Финансискиот сектор на Република Македонија се карактеризира со едноставна структура, каде што банкарскиот систем[243] е најзначајниот сегмент, а улогата на депозитните финансиски институции е сè уште мала. Растот на средствата на банките и пензиските фондови речиси целосно го условија растот на вкупните средства на финансискиот сектор, којшто во 2011 година беше со забавена динамика во однос на претходната година. Во 2011 година банките заземаа 88,6% од вкупните средства на финансискиот систем во целина, при што само пензиските фондови, со 4,3%, имаат некое позабележително, иако далеку помало учество во вкупните средства.

Покрај тоа, македонскиот банкарски систем е мал по обем и релативно неразвиен, во споредба со банкарските системи на земјите членки на ЕУ. Вкупната актива на македонските банки[244] изнесуваше 73,7% од БДП во 2011 година, во споредба со 86,8% во Полска, 146,7% во Словенија, 249,38% во земјите на ЕУ-25 итн. Концентрацијата на банкарскиот систем[245] е на релативно високо ниво кај сите сегменти од банкарското работење. Високата концентрација упатува на издвојување на неколку значајни банки чии остварувања имаат пресудна улога за вкупниот банкарски ситем, па и за домашната економија.

Солвентноста и капитализираноста на банкарскиот систем останаа на високо ниво и бележат дополнително подобрување, што произлегува од повисоките стапки на раст на капиталните позиции на банките, во споредба со стапките на пораст на активностите на банкарскиот систем. Стапката на адекватност на капиталот во Република Македонија изнесуваше 16,8% во 2011 година, т.е. приближно за 65% повисока стапка на адекватност на капиталот, во споредба со законски пропишаното ниво од 8%, што упатува на солидно ниво на солвентност и капитализираност. Покрај тоа, основниот капитал зафаќа речиси 85% од сопствените средства на банките, што упатува на релативно висок квалитет на капиталните позиции на банкарскиот систем.

- Во услови на позначаен раст на пазарот на капитал и реформи во пензискиот систем, во текот на 2006 – 2007 година беше забележана зголемена диверзификација на

[243] Под поимот „банкарски систем“ се опфатени само банките, додека терминот „депозитни институции“ ги опфаќа и штедилниците.
[244] НБРМ, (септември, 2010). *Извештај за структура на банкарските системи во ЕУ, ЕЦБ* и интернет-страницата на ММФ.
[245] Мерена преку Херфиндаловиот индекс и преку показателите ЦР5 и ЦР3 – анекс бр. 4.

финансискиот систем, како од аспект на финансиските институции, така и од аспект на видот и квалитетот на финансиските услуги кои ги нудат. Наспроти фактот дека е евидентирано зголемување на бројот и значењето на небанкарските финансиски институции и зголемена конкурентност помеѓу нив и банките во РМ, сепак постои значително заостанување во однос на нивното учество во финансиските системи на развиените земји. Зголемената улога на небанкарските финансиски институции во 2007 година е базирана на забрзаниот раст на пензиските фондови, брокерските куќи и лизинг-друштвата. Покрај тоа, зголемената улога на небанкарските финансиски институции се должи на забележителниот развој на пазарот на капитал во текот на 2007 година, т.е. зголемениот интерес на јавноста за берзанско тргување. Тоа позитивно влијаеше врз вредноста на вложувањата на пензиските фондови во финансиски инструменти со кои се тргува на берзата. Во периодот 2008 – 2010 година, во рамките на небанкарските финансиски институции, единствено кај пензиските фондови е забележана стапка на пораст.

Пензиските фондови од системот на капитално финансирано пензиско осигурување претставуваат вториот сегмент по големина во рамките на финансискиот систем на Република Македонија во 2011 година, со учество од 4,3%.[246] Продажбата на вложувањата во државните обврзници на неколку земји-членки на ЕУ со понизок кредитен рејтинг и порастот на вложувањата во обврзници на Република Македонија и во удели на странски инвестициони фондови, се главните двигатели на нето-средствата и нето добивката на пензиските фондови. Од друга страна, диверзифицираното портфолио на инвестиции е базирано на основните принципи на инвестирање на средствата на доброволните пензиски фондови како: сигурност на средствата, диверзификација на ризикот од инвестициите и одржувањето на адекватна ликвидност, со цел остварување највисок принос во корист на членовите на фондот.

Осигурителните компании претставуваат трет сегмент по големина во финансискиот систем на РМ во 2011 година, со учество од 3,4%. Во периодот на финасиската криза осигурителните компании ја задржаа својата стабилност. Во 2011 година македонскиот осигурителен пазар покажа тренд на раст, што се должи на зголемената понуда во делот

[246] **НБРМ**, „Извештај за банкарскиот систем на Република Македонија во 2011 година“, Скопје, мај 2012 година.

на осигурувањето на живот. Покрај тоа, забележан е тренд на зголемени активности за заокружување на регулаторната рамка и зајакнување на супервизијата во овој сектор.

Во 2011 година приливите на средства од нето-продажба на документи за удели забележаа пораст и условија зголемување на имотот на отворените инвестициски фондови. Паралелно на структурните промени во имотот на инвестициските фондови, коишто придонесоа за креирање инвестициско портфолио претежно од финансиски инструменти на домашниот пазар, се забележа и намалување на учеството на странските субјекти во вкупните издадени документи за удели. Загубата од работењето кај друштвата што управуваат со инвестициските фондови упатува на сè уште недоволна развиеност на овој сегмент од финансиските пазари во Република Македонија, како последица на недоволната заинтересираност за вложување од страна на инвеститорите. Со цел да се обезбеди зголемена атрактивност на овој тип инвестирање, неопходно е проширување на регулаторната рамка во однос на обезбедување повисока транспарентност и поголем степен на контрола на работењето и управувањето со приватните инвестициски фондови во Република Македонија.

Оваа состојба упатува на фактот дека во Република Македонија финансискиот систем има „плиток“ пазар со исклучително ниско ниво на финансиски посредници, што ја наметнува потребата од креирање адекватна стратегија за стимулирање на нивниот развој. Наспроти фактот дека финансискиот систем во РМ ја започна својата трансформација, неопходно е да се интервенира во смисла на негова модернизација и хармонизација со остатокот од светот.

- Македонскиот пазар на хартии од вредност покажува позабрзан развој во периодот од 2003 до 2012 година, со евидентни ситуации на биков пазар заклучно со 2007 година и мечкин пазар од 2008 година. Развојот на Македонската берза до 2007 година во основа претставува последица[247] на реформските зафати за унапредување на берзанското работење, приливот на инвестиции од странски инвеститори, учеството на двата домашни пензиски фондови во тргувањето на берзата, приватизацијата на државниот капитал, мотивите на економските агенти за остварување на краткорочна добивка и стабилниот макроекономски амбиент. Во периодот од 2008 година настана обратна ситуација,

[247] Види http://www.altavistabroker.com.mk/index.php?option=com content&view=Article&id=62&Itemid=66.

односно намалување на берзанските активности како резултат на светската економска криза која придонесе за повлекување на странските инвеститори, зголемената годишна стапка на инфлација до 8,3%, при што во 2009 година беше утврдено најинтензивно влијание на светската криза во Македонија и зголемување на каматните стапки на благајничките записи од страна на Народната банка на ниво од 9%.

Со цел да се обезбеди развој на пазарот на капитал во Република Македонија, неопходно е креирање на политики кои ќе ги стимулираат бруто инвестициите, развојот на банкарскиот сектор, како и водење прудентен монетарно-фискален микс со цел да се одржи стабилна стапка на инфлација и ниски камати. Со оглед на фактот што квалитетниот економски раст треба да биде воден од зголемувањето на продуктивноста во домашната економија како долгорочен концепт, неопходно е да се истакне дека не е дозволена поддршка на квалитетниот економски раст од експанзивна монетарна и фискална политика кои ќе доведат до прегревање на економијата и зголемување на инфлацијата и каматните стапки, што ќе предизвика негативно влијание врз пазарот на капитал. За квалитетен раст неопходни се структурни реформи и стратегии за зголемување на продуктивноста во економијата, како и креирање на политики за едуцирање на економските агенти со цел да ги увидат корисностите од берзата како средство за долгорочна заработка и дисперзирање на ризикот.

За развој на ликвидноста на пазарот на капитал, треба да се забележи поактивна улога на банкарскиот сектор на берзата. Имено, банките во Македонија треба да формираат атрактивни производи со конкурентни цени со кои ќе ги стимулираат компаниите за учество на берзата. Покрај тоа, врз основа на фактот дека Македонската берза е профитна институција, треба рационално да ги користи своите ресурси, како и да ги следи светските трендови во берзанското работење, со цел да привлече повеќе субјекти-учесници на берзата. Една од можностите за зголемен берзански промет се однесува на вклучување на државата на берзата со проширување на лепезата со среднорочни и долгорочни обврзници за прибирање капитал за финансирање на државните инфраструктурни проекти.

Во насока на развој на пазарот на капитал на РМ, потребно е преземање низа институционални мерки. Имено, од страна на креаторите на политиката потребно е да се оствари заемна координација и подобрена законска регулатива и контрола на пазарот на капитал.

➢ Во Република Македонија е неопходно да се преземе иницијатива со цел усовршување на правниот систем за поддршка на финансиските иновации. Имено, во Република Македонија не може да стане збор за примена на секјуритизацијата како инструмент за управување со ризиците. Како единствен пример за спроведена секјуритизација во Република Македонија се смета претворањето на т.н. „замрзнати штедни влогови“ од времето на СФРЈ во обврзници емитирани од македонската држава во 2000 година. За да се овозможи понатамошен развој на финансискиот пазар на Република Македонија со оддржлив степен на финансиска стабилност, постои потреба од донесување посебен закон за секјуритизација во РМ. Со законот првенствено треба да се уреди концептот на традиционална секјуритизација, како и да се создаде основа за регулација на синтетичката секјуритизација, што е во директна корелација со развојот на пазарот за финансиски деривати во Република Македонија.

Пласманите подобни за секјуритизација треба да ги исполнат следните предуслови:

- Кредитите треба да бидат со одреден квалитет, т.е да имаат редовни приливи и низок степен на веројатност од појава на несолвентност.
- Хомогеност на кредитите, односно ист профил на ризик, што претставува случај кај станбените кредити.
- Кредитите треба да бидат активни, што подразбира барем една отплатена рата.
- Осигурување на одделни видови кредити, како што се хипотекарните кредити.

Покрај тоа потребно е воведување на стандардите пропишани со Спогодбата II од Базел, што ќе влијае стимулативно на имплементација на процесот на секјуритизација на побарувањата. Со оглед на фактот дека од банките се бара усогласување на кредитното портфолио со висината на поседуваниот капитал, може да се очекува оптимизација на преземените ризици, зголемување на квалитетот на пласманите и намален процент на несолвентни побарувања.

Синергиските ефекти од примена на стандардите во Спогодбата II од Базел и секјуритизацијата на побарувањата ќе овозможат серија позитивни ефекти за македонската економија. Имено, за финансиските институции кои спроведуваат секјуритизација врз сопствената актива постои можност за добивање алтернативни извори на финансирање, зголемена финансиска флексибилност, пониски трошоци на капиталот, намалена кредитна изложеност итн. Покрај тоа, за финансиските инвеститори се отвора

можност за инвестиции со намален кредитен ризик и вложување во хартии од вредност поддржани со пул на кредити и осигурени од надлежните финансиски или државни институции. Примената на овој процес ќе обезбеди развој на финансискиот пазар, односно појава на нови финансиски производи на пазарот на капитал.

Со цел да се овозможи развој на пазарот на финансиски деривати во Република Македонија, постои потреба од донесување нов Закон за финансиски деривати и замена на постојното решение – нивно регулирање со подзаконски акт. Со оглед на фактот дека финансиските деривати се специфичен вид финансиски инструменти, неопходно е да се регулира нивниот процес на издавање, тргување и порамнување. Имено, употребата на финансиските деривати во Република Македонија е крајно ограничена и се сведува на употреба само на валутни термински и своп договори од страна на банките. Како резултат на нискиот степен на развиеност и неефикасност на пазарите на хартии од вредност во Република Македонија, не постојат услови за тргување со деривативните инструменти.

Клучен фактор за воведување на финансиските деривати во Република Македонија претставува процесот на приближување и интегрирање со ЕУ. Основни предуслови за употреба на деривативните инструменти преставуваат (1) оживувањето на економската и инвестиционата активност во Р. Македонија и (2) развој на основните облици на пазарот на капитал.

6. Хипотекарното финансирање во транзиционите економии: ограничувањата и можните насоки за развој

6.1. Периодични проблеми во функционирањето на хипотекарните пазари во транзиционите економии

Во поранешните социјалистички земји во надлежност на државата беше да обезбеди адекватен систем на домување за населението. Приватното финансирање имаше ограничено влијание како дополнителен извор на средства покрај државните субвенции. Имено, во надлежност на државните штедилници беше одобрувањето на станбените заеми со ниска фиксна каматна стапка и долг период на достасување, без карактер на кредитирање базирано на колатерал.

Во случајот на изнајмувањето на станови во државна сопственост, на закупувачите им беше обезбедена заштита, позната под терминот „квази-сопственички“ закуп. За изнајмените станови закупувачите имаа обврска за плаќање на исклучително ниски ренти од приближно 2 – 3% од вкупниот приход на домаќинството.[248] Наспроти драстичните разлики меѓу транзиционите земји, кон крајот на ’80-тите години претходните режими располагаа со доволен обем станови врз основа на изградба на големи анонимни станбени проекти, базирани на подемот на технологијата за изградба на евтини монтажни куќи со цел задоволување на потребите за домување. Ниското ниво на квалитет за живот беше под влијание на низа фактори, и тоа: низок стандард при изградба на станбените објекти, низок квалитет на просторот за живот на просечно ниво, недостаток на социјални и културни објекти во секторот за домување и недоволно одржување на зградите и заедничките објекти.

По промената на политичкиот режим беше спроведена парцијална реформа во политиката на секторот за домување од системот под целосна контрола и финансирање од страна на државата кон, систем со приватна сопственост и пазарно финансирање. Во првата фаза, врз основа на употреба на либерален и конзервативен пристап, беше спроведена значителна редукција на јавните субвенции. Оваа ситуација не предизвика укинување на бариерите со цел заштита од компензација со употреба на доброволни непрофитни активности или приватни инвестиции. Наспроти донесувањето нова законска регулатива за пазарно-ориентираното финансирање во домувањето, врз основа на релативно бавното имплементирање, беа проектирани нови, нетаргетирани станбени субвенции за станбената изградба во наредниот период.[249]

Врз основа на спроведениот процес на приватизација од широки размери, во одредени земји беше предизвикано целосно уништување на сегментот јавно домување. Како резултат на приватизацијата, акциите во државна сопственост беа пренесени во

[248] J. Hegedüs, Housing finance in South-East Europe, Metropolitan Research Institute, Budapest, 2002.

[249] Кај стратегиите во политиката за домување беа утврдени диференцијални разлики меѓу транзиционите економии. Меѓу субвенциите со релативно ограничена примена беа паушалните субвенции за семејствата со деца во Унгарија, аконтативните субвенции во Романија и Словачка, субвенциите за „квази-изнајмување/квази-сопственост“ во секторот домување во Чешка, различни комбинации од преференцијални заеми и „бездомнички“ домаќинства во Албанија и субвенционирани хипотекарни заеми во Литванија.

сопственост на општините, што обезбеди право за купување на становите со значително пониска цена или бесплатно доделување на постојните закупувачи.

Основна последица од рестриктивното финансирање на јавното домување, приватизацијата на фондот за домување и либерализацијата на цените во секторот градежништво и комунални услуги, претставува намалување на расположливиот обем на станови, како и обемот на новата станбена изградба. Иако не постои значителен недостиг на станови или криза во секторот за домување во најголем дел од транзиционите земји, во текот на '90-тите години беше утврдено сериозно влошување на достапноста на станови за новите домаќинства.

На страната на понудата беше евидентирано повремено доделување на јавни субвенции за висината на износот на закуп на закупувачите на новоизградени станови. Меѓутоа, еден дел од субвенциите беше воведен за да овозможи обнова во постојниот сектор за домување, иако приватизацијата претставуваше доминантен механизам на владите за обезбедување субвенционирање на заемите на новите сопственици на станови. Покрај тоа, од страна на низа транзициони економии, беа преземени мерки за подобрување на макроекономските услови, и тоа: намалување на инфлацијата, промоција на растот на реалниот доход и зајакнување на финансиските системи, што овозможи појава на значителни ефекти на страната на понудата и побарувачката на пазарот за финансирање на домувањето.

За да се обезбеди обнова на пазарно-ориентираниот сектор за финансирање на домувањето, беше неопходно исполнување на следните економски услови:[250] понатамошен економски раст, намалена стапка на инфлацијата, обнова на системот на реални плати и перцепција за стабилна стапка на вработеност кај доминантен дел од населението. Покрај економските индикатори, беше неопходно имплементирање на соодветна законска регулатива, намалување на ефектот на истиснување што претставуваше резултат од државните субвенции и создавање услови за слободно функционирање на пазарот на домување.

Иако инфлацијата во низа земји забележа значителен пад во иницијалната фаза на транзицијата, финансиската криза предизвика пораст на инфлацијата во наредните години,

[250] B. M. Renaud, Housing Finance in Transition Economies, Washington, 1996.

што упатува на појава на значителна волатилност како фактор со значително влијание врз ефикасноста на системот за финансирање во домувањето.[251] Тековната стапка на инфлација изнесува под 10% во најголем дел од земјите на Централна и Источна Европа.

Во транзиционите земји беше утврдено доминантно учество на државните банки базирани на непрофитна основа, со конзервативно сервисирање на заеми и отсуство на постапката за запишување заеми. Поради тоа процесот на приватизација претставуваше неопходен механизам за подобрување на нивната ефикасност. Врз основа на низа политички причини, беше предизвикано одложување на процесот на приватизација и појава на финансиски и банкарски кризи во регионот во текот на ’90-тите години. Со цел обезбедување заштита од понатамошен раст на невработеноста, од страна на Владите беа извршени дополнителни притисоци за проширување на обемот на ризични кредити на претпријатијата со сериозни економски проблеми, што предизвика прилив на државните субвенции во банките за одржување на ликвидноста и покривање на загубите.

Според уделот на неотплатените хипотехарни заеми на пазарот, Република Чешка има апсолутна предност во однос на банките од останатите транзициони земји. Во Бугарија најголем дел од хипотекарните заеми беа одобрени на крајот на ’90-тите години од страна на поранешната Државна банка (DSK). Во Унгарија приближно 90% од хипотекарните заеми беа одобрени од банката OTP во 1998 година.

Во голем дел од транзиционите економии беа донесени закони за регулација на хипотекарното кредитирање. Наспроти адекватната регулатива, беше евидентиран сериозен проблем во однос на периодот на реализација на постапката на конфискација и иселување. Во низа земји во законската регулатива поврзана со иселувањето не беа имплементирани соодветни одредби за доделување социјална помош на односните домаќинства.

Во транзиционите економии со висок процент на станови во сопственост на поединци на почетокот на транзицијата беше регистрирано отсуство на ажурирани регистри, како и потреба за преземање дополнителни мерки, со цел да се зголеми веродостојноста на

[251] Во Република Албанија стапката на инфлација од 8% во1995 година достигна ниво од 33% во 1997 година; во Белорусија стапката на инфлација од 64% во 1997 година се зголеми на 169% во 2001 година; стапката на инфлација од 2% во Бугарија во 1999 година достигна над 10% во 2000 година; во Република Словенија беше забележана стапка на инфлација од 11% во 2000 година, споредено со 6.5% во 1999 година и во Русија стапката на инфлација од 27% во 1998 година достигна ниво од 86% во 2000 година.

изворите за имотните категории. Од друга страна, соодветната регулатива не претставува гаранција за оптимални перформанси, т.е. во дел од земјите е потребен подолг временски период за регистрацијата на имотните категории или хипотеките, што предизвикува појава на зголемен ризик и ограничување на страната на побарувачката за финансирање на пазарот на домување.

Кај комерцијалните банки во транзиционите земји е утврдено доминантно учество на станбените хипотекарни кредити. Во овој сегмент на кредитирање банките одобруваа краткорочни заеми во секторот домување со значително понизок показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценетата пазарна вредност на недвижноста во споредба со развиените економии на глобално ниво. Одобрувањето на станбените хипотекарни кредити беше базирано на прилагодени или варијабилни каматни стапки и употреба на деноминирање на заемите во странски валути, со цел изолирање на негативното влијание на инфлацијата во иднина.

Покрај заемите деноминирани во странски валути, во транзиционите економии со развиен систем на хипотекарно финансирање беа воведени посебни инструменти базирани на ефектот на „наведнат наклон“[252] (tilt effect): двојно индексирани хипотеки и хипотеки со одложено плаќање.[253] Двојно индексираните хипотеки (отплатите пресметани како процент од доходот на апликантот што се предмет на индексирање со просечната плата и стапката на реална инфлација) постигнаа релативен успех во Полска, што претставуваше резултат на намалената стапка на инфлација и постепениот раст на реалните наеминини. Од друга страна, хипотеките со одложено плаќање (со утврдени две каматни стапки, наплатената и договорната, со постепено намалување на амортизациониот период со цел да се оддржи периодот на достасување од договорот) достигнаа висок удел во рамките на системот за хипотекарно финансирање во Унгарија.

[252] Ефектот на „наведнат наклон“ се однесува на зголемени отплати во почетните години на хипотекарниот заем врз основа на повисоката стапка на инфлација.

[253] Врз основа на високата инфлација од страна на кредиторите при одобрување на заемите беа пресметани високи номинални каматни стапки. Оваа состојба предизвикува ограничување на достапноста во случај на годишната отплата на хипотекарниот заем (високи иницијални трошоци), а со тек на временскиот период оневозможеност на редовната отплата поради високата стапка на инфлација. Високата реална вредност на отплатата на почетокот на периодот предизвикува неможност за квалификација за хипотекарни заеми кај голем дел домаќинства.

Во Унгарија и Полска беше имплементирана законска рамка за „одвоено“ хипотекарно банкарство (основање на посебни хипотекарни банки). Во останатите транзициони економии, наспроти имплементираната законска регулатива за хипотекарно банкарство, не постои клаузула за формирање посебна институција за хипотекарно финансирање. Имено, за реализација на оваа активност беше неопходно доделување дозвола за емисија на обврзници на универзалните банки, под услов да постои раздвојување на правната и сметководствената евиденција на хипотекарното банкарско работење и средствата. Кај хипотеките кои имаат улога на колатерал на хипотекарните обврзници постои законска раздвоеност со цел извршување на функцијата прворангиран колатерал за обврзниците во случај на неизвршување на обврските или банкрот.

Во финансиските системи на транзиционите економии значајно место заземаат депозитите за домување. Имено, шемите за штедење битно се разликуваат помеѓу одделни земји, при што во Чешка, Словачка, Унгарија и Хрватска беше прифатен аналоген систем со Германија (воведување посебни финансиски институции, Bausparkassen), додека во Полска и Словенија оваа активност беше во надлежнст на универзалните банки.

Во Чешка и Словачка беше воведен системот Bausparkasse во 1992 година, во Унгарија во 1997 година и во Хрватска во 1998 година, додека во Полска наспроти донесувањето на законот за Bausparkasse во 1997 година изостана неговото имплементирање во пракса. Во овие земји беа евидентирани битни разлики, и тоа: разлики во исплатениот бонус на премијата на штедачите, минималниот период на штедење за добивање бонус и и минималниот период на штедење за повлекување на депозитите.

Врз основа на споредба на системот за депозити во секторот домување во Полска (КМ) воведен во 1996 година со системите со имплементиран систем Bausparkasse на останатите транзициони економии, беа утврдени низа разлики во однос на варијабилните каматни стапки на депозитите и кредитите и реализацијата на програмата од страна на универзалните банки. Покрај тоа, во Полска штедните премии имаат форма на даночен кредит, минималниот период на штедење изнесува две години, со исклучителна употреба на депозитите во секторот домување за одобрување станбени кредити и шема базирана на непрофитна основа.

6.2. Видови хипотекарни системи проучувани во земјите во развој

Основна карактеристика на инвестирањето во секторот за домување е релативната големина и долготрајниот инвестиционен хоризонт, поради потребата за издвојување големи износи на средства за долгорочно финансирање. Според тоа, целта на системот за финансирање во секторот домување претставува обезбедување на неопходните средства за производителите и купувачите на недвижности, независно дали станува збор за рентиери или сопственици на станови.[254]

Во економиите со релативно неразвиен формален финансиски систем, домувањето преставува самофинансирана активност или директно финансирана активност помеѓу поединци. Директното финансирање се обезбедува од страна на поединци, мали штедни и кредитни асоцијации или станбени задруги и наемодаватели. За разлика од директното финансирање како единствена алтернатива за домаќинствата склони кон подобри услови за домување, неформалните аранжмани претставуваат исклучително неефикасна и скапа варијанта поради различните барања на штедачите и заемобарателите, значителен обем на асиметрични информации, што предизвикува отежнување на можностите за остварување на економии од обем и намален обем на кредитирање врз основа на ограниченото финансирање и способноста за управување со ризик.

Основна претпоставка за обезбедување развој на финансискиот сектор претставува финансирањето на секторот домување од страна на формални финансиски институции. Од историски аспект, основна карактеристика на низа системи за станбено финансирање претставува посебниот опсег на одредени типови кредитори со преференцијален третман при финансирањето и реализирање на активноста независно од финансиските пазари.

Во низа земји, традиционално – доминанантен механизам за финансирање во секторот домување од страна на формалниот финансиски сектор претставуваат депозитарните институции на мало. Имено, институциите прибираат заштеди од домаќинствата и претпријатијата со цел одобрување заеми на купувачите на станови. Врз основа на прибирање заштеди од поединци со слободни парични средства, депозиторните институции имаат пристап до поголем фонд на средства во споредба со заштедите со

[254] За компаративните истражувања на развојот во секторот за домување, види: Boleat 1985 и Diamond and Lea 1992.

посебна намена, вклучително и стабилниот обем на основни депозити со релативно ниски трошоци за финансирање. Како депозиторни институции се сметаат: комерцијалните банки со широк асортиман на банкарски услуги, штедилници ориентирани кон секторот домување и специјализирани институции за финансирање на секторот за домување фокусирани на кредитирање во секторот домување. Основна карактеристика на депозиторниот систем претставува можноста за самостојно креирање, сервисирање и финансирање на заемот од страна на институцијата. Наспроти фактот дека финансирањето е првенствено базирано на депозитите на мало, во доменот на овие институции постои можност за емисија на обврзници и хартии од вредност врз основа на хипотекарни средства.

Станбените задруги претставуваат институции во заедничка сопственост на инвеститорите и кредитобарателите. Со купување акции во задругата, штедачите имаат право на дел од остварената добивка, т.е нераспределениот дел по отплатата на заемите. Поради тоа, од страна на членовите на задругата се врши преземање на ризикот со оглед на фактот дека висината на приносот зависи од успешното работење на институцијата и не постои гаранција за негова исплата.

Во дел од транзиционите економии беа имплементирани варијанти на овој модел, при што останатите модели ги надминаа предностите на моделот базиран на специјализирани депозитарни институции или ликвидирани поради загубите поврзани со прекумерните ризици во текот на периодите на макроекономска нестабилност. Иако овој модел има маргинално учество во изворите на финансирање во развиените земји, од исклучително значење е улогата на кооперативните специјалисти за финансирање во секторот домување во нискодоходовните транзициони економии со слаби или раководени од страна на владата банкарски системи.

Кај комерцијалните банки не е евидентирано значително учество во активноста на финансирање во секторот домување. Нивните цели за финансирање на бизнис активностите и обезбедување средства за плаќање беа насочени првенствено кон задоволување на комерцијалните потреби. Пред почетокот на финансиската либерализација, оваа тенденција на комерцијалните банки беше поддржана со законска регулатива каде беа имплементирани ограничувања за понудата на хипотекарно финансирање од страна на банките. Имено, предмет на интерес на комерцијалните банки

беа ризиците поврзани со долгорочните кредити поради фактот дека финансирањето беше базирано на краткорочни депозити, со можност за повлекување на барање на клиентите.

Наспроти зголемената предност на хипотекарното кредитирање за банките, во одредени нискодоходовни транзициони економии постоеше аверзија за влез на банките на хипотекарниот пазар. Нивната амбивалентност претставува резултат на продлабочениот интерес за способноста за управување со ризикот, особено кредитниот ризик, на пазарите со неразвиена законска рамка за кредитирање базирано на колатерал, релативно високите трошоци за одобрување помали заеми и потенцијалниот политички ризик од зголемување на каматните стапки и извршување на хипотеките.

Штедилниците на договорна основа (contract savings institutions) претставуваат специзијализирани шеми на депозитарните институции. Договорените заштеди заземаат најзначајно место во системите за хипотекарно финансирање во Австрија, Франција и Германија, а овој модел беше имплементиран и во земјите од Централна и Источна Европа. Основен механизам за обезбедување средства на специјализираните шеми на депозитарните институции претставуваат договорите за кредити врзани за депозити по пониска каматна стапка од пазарната фиксна каматна стапка. Системот на штедилници на договорна основа функционира врз употребата на две варијанти: т.н. затворен систем, каде од страна на специјализираните институции се врши одобрување на заеми базирани врз договорените заштеди од потенцијалните купувачи на станови (на пример, Bausparkassen во Австрија и Германија) и отворени системи, каде од страна на банките се одобруваат заеми базирани на договорените заштеди во вкупната база на депозити. Договорените заштеди се субвенционирани од страна на Владата преку бонуси на депозитите и повластен даночен третман.[255] Во Чешка и Унгарија, наспроти фактот дека системот овозможи генерирање на значителни заштеди поддржани со субвенции на депозитите, беа одобрени станбени заеми во релативно мал обем.

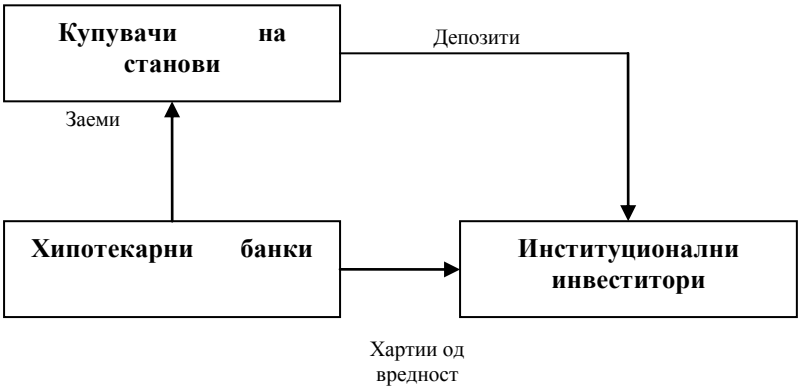
Во системот базиран на хипотекарни банки, од страна на специјализираните институции се врши креирање и сервисирање на портфолијата на хипотекарни заеми финансирани со емисија на хартии од вредност. Овие хартии од вредност (хипотекарни хартии од вредност или гарантирани обврзници) претставуваат обврски на хипотекарната

[255] Имено, Франција ја ограничи поддршката на системот за заштеди во домувањето (epargne logement system), додека Германија ги елиминира бонусите при штедење.

банка што се откупуваат од институциите со долгорочни извори на средства (пензиски фондови или осигурителни компании). Од страна на хипотекарните банки беше реализирана активност на одобрување станбени и комерцијални хипотеки. Основна карактеристика на хипотекарните банкарски системи претставува доминантното учество на долгорочните хипотекарни заеми со фиксна каматна стапка со финансирање, базирано на корпоративниот долг. Имено, се претпоставува дека обврзниците се висококвалитетни хартии од вредност врз основа на конзервативниот начин на запишување на емисијата, цврстата регулатива, приоритетните права на инвеститорите во случај на отворање стечајна постапка и транспарентните активности.

Наспроти фактот дека хипотекарните банки претставуваат транспарентни и ефикасни креатори на хипотекарни средства, во последните години е евидентиран тренд на намалување на нивниот обем. Опсегот на хипотекарните банки е ограничен од степенот на нивна специјализираност поради фактот дека изворот на финансирање е ограничен од селектираната група понудени продукти и оневозможеноста за обезбедување на други типови финансиски услуги.

Шема 1: Хипотекарен банкарски систем



Извор: L., Chiquier & M. Lea, *Housing Finance Policy in Emerging Markets,* The World Bank, 2009.

Друг пристап за финансирање во секторот домување во транзиционите економии претставува секундарниот хипотекарен пазар. На секундарниот пазар се реализира продажбата на хипотекарните заеми или хипотекарните хартии од вредност обезбедени со

специфични пулови на хипотеки. Поради тоа се смета дека секундарниот хипотекарен пазар обезбедува пренос на ризиците и сопственоста на хипотекарните заеми на трета страна. На пазарот кредитите беа лансирани од страна на примарните кредитори, со вклучително учество на банките и специјализираните хипотекарни компании. Покрај тоа што од страна на портфолио кредиторите повремено се спроведуваше секјуритизација на пуловите на кредити со долгорочна примена, релевантна карактеристика на системите базирани на секундарни хипотекарни пазари претставува употребата на секјуритизацијата на новоемитираните заеми. Новоемитираните заеми се предмет на продажба на специјализираните институции, т.н. посредници или преку претпријатијата за посебна намена. Основен начин за зголемување на средствата на претпријатијата за посебна намена претставува емисијата на хартии од вредност обезбедени со заеми. Притоа, иако е евидентиран нагорен тренд на емисијата на хипотекарни хартии од вредност, во транзиционите економии овој систем зазема незначително учество во финансирањето на секторот домување.

Основна карактеристика на хипотекарните пазари претставува функционалното раздвојување, што предизвика извршување различни функции при запишување на хипотекарниот заем од страна на експертите. Кај расчленетиот систем за емисија на хипотекарни заеми е утврдено раздвојување на функциите на креирање, сервисирање, управување со ризик и финансирање и извршување од страна на одделни специјализирани ентитети. Имено, при расчленетиот систем на емисија на хипотекарни заеми, институцијата – креатор на заемот нема обврска за негово сервисирање.

Кај расчленетиот систем е евидентирано учество на широк дијапазон инвеститори на станбени заеми, и тоа од депозитарни институции до заеднички фондови. Инвеститорите обезбедуваат средства на пазарот на домување преку финансирање со заеми на големо или инвестирање во хипотекарни обврзници или хартии од вредност врз основа на хипотекарни средства. Управувањето со кредитниот ризик е во надлежност на трета страна, како што е компанијата за осигурување на хипотеки или компанијата за осигурување на обврзници за сметка на инвеститорите.

Расчленувањето на активностите при емисијата на хипотекарните заеми е под непосредно влијание на следните фактори: конкуренцијата, технлогијата и развојот на хипотекарните хартии од вредност. Кај финансирањето во секторот домување е утврдена

зголемена конкурентност на дневна основа, зголемена концентрација и дополнителен мотив за намалување на трошоците. Врз основа на подобрен и благовремен пристап до информациите, беше обезбеден мониторинг на однесувањето на агентите со истовремено намалување на трошоците и ризикот базирани на процесот на раздвојување.

Поради влијанието на кризата на нискоквалитетни хипотеки, од 2007 година беше утврден сериозен недостаток на расчленетиот модел на хипотекарно кредитирање. Врз основа на развојот на секундарниот пазар и продажбата на заеми, беше евидентиран зголемен број учесници мотивирани од идните приноси. Имено, за брокерите одговорни за одобрување заеми е утврдена исплата на провизија при креирање нови заеми. Со продажба и сервисирање на заемите се остварува правото на кредиторите за добивање провизија. Од друга страна, со реализација на активностите поврзани со создавање, рангирање и продажба на хартии од вредност е остварено правото за добивање провизија на инвестиционите банки и рејтинг-агенциите. Како резултат на процесот на расчленување, се генерирани агенциски проблеми базирани врз различните мотиви помеѓу посредниците одговорни за реализација на трансакциите и крајните прифаќачи на ризикот.

Во низа транзициони економии, врз основа на исклучително високите провизии и маргини на кредиторите како мрежа на предвидени и утврдени трошоци, беше оневозможено создавањето мотиви со цел реализирање на процесот на расчленување и кооперација. Покрај тоа кај доминантен дел од банките постоеше неподготвеност за пренос на информациите поврзани со комерцијалната и финансиската вредност за кредитите и клиентите на трети лица. Поради тоа процесот на расчленување е ограничен на неколку функции, како што се проценка на вредноста во секторот домување и во редок случај креирање на хипотекарни заеми или осигурање во случај на неизвршување на обврските врз основа на хипотекарниот заем.

Примената на еден или комбинацијата од неколку системи зависи од степенот на развој на пазарот на земјата, како и владините политики. За реализација на емисијата на хартии од вредност врз основа на хипотека, е неопходно исполнување на неколку предуслови: поддршка од законската и регулаторната рамка, значителни и стандардизирани примарни хипотекарни пазари и солидно развиени пазари на обврзници. Со цел да се обезбеди ефикасност на специјализираните кредитори, неопходно е

финансирање базирано на екстерни извори како владиниот прозорец за кредитирање или секундарниот пазар. За специјализираните кредитори е загарантиран успехот на пазарот, под услов на имплементирано учество на пазарот на обврзници и конкурентност со изворите на пазарот на мало (депозитите). Од друга страна, доминантото учество на банките на пазарот претставува одраз на специфичната дистрибуција, видот и предностите при финансирањето.

6.3. Совладаните лекции и примена на некои стратешки приоритети

Основната лекција се однесува на фактот дека извршувањето на макроекономската активност, законскиот систем и регулативата на пазарот на домување е во недделива врска со развојот на финансирањето во секторот домување. Имено, стабилната економија во фаза на експанзија ќе влијае врз растот на системот за финансирање во секторот домување преку пониска инфлација, намалени каматни стапки и помал системски ризик. Во развојната фаза, над одредено ниво на доходот per capita, финансирањето во секторот домување се објаснува со побарувачката во секторот домување во ситуација на поволни услови во макроекономското, законското и станбеното регулирање на пазарот за негова појава. Како последица на првата лекција, се смета дека во нестабилна и променлива економија изостанува појавата на позитивни резултати при финансирањето во секторот домување. Имено, аналитичарите истакнаа дека нестабилноста предизвикува помала достапност на кредити, помал обем на формалната станбена изградба, проблеми во платежната моќ на клиентите во секторот за домување и зголем ризик за заинтересираните страни. Според тоа, неопходно е постоење макроекономска стабилност и цврста законска регулатива за да се обезбеди зголемено финансирање во секторот домување.

Имено, исклучително брзиот развој на финансирањето во секторот домување не може да се смета дека претставува исклучителна последица на развојот во макроекономското и законското опкружување. Според Каломарис, во периодот кога беше евидентиран зголемен обем на активности на мало од страна на ликвидните банки започна новата либерална финансиска парадигма на финансискиот систем во глобални рамки.

Втората лекција се состои во фактот дека во низа земји со неразвиена форма на залихи за финансирање во секторот домување, развојот на кохерентните и континуирани напори

за создавање потранспарентна и поконкурентна понуда за финансирање во секторот домување, базирана на банкарски средства или обврзници, се очекува да обезбеди високи економски и социјални придобивки. Цврстиот систем за финансирање на домувањето се очекува да обезбеди поширок и поцврст финансиски сектор, како и промоција на развојот во секторот домување во делот на неформалните договори и зголемена мобилност на работната сила и градежната индустрија. Во услови на симулирано политичко опкружување, развојот на неограничено финансирање во секторот за приватно домување може да предизвика макроекономска нестабилност. Употребата на несоодветен инструмент, прекумерното ризично кредитирање и неодржливите и погрешно таргетирани субвенции се предуслов за колапс во функционирањето на институциите и пазарот за финансирање во секторот домување, со исклучително високи трошоци на товар на владата и економијата.

Како трета лекција се смета потребата за цврста и ограничена јавна улога во развојот на секторот за домување. Во отсуство на јасна и фокусирана јавна улога, постои можност за непотполност на финансиската либерализација и развојот на системот за финансирање во секторот домување, со негативни ефекти врз пазарот на домување и економијата. Зголемената способност за позајмување во однос на богатството во секторот за домување влијае врз пораст на потрошувачката и инвестициите, што индиректно обезбедува поттикнување на економскиот раст. Од друга страна, со одобрување на новите кредити со имплицитно-субвенционирани каматни стапки или финансирање преку даночниот систем, комбиниран со употребата на регулаторните директиви, постои можност за појава на сериозни проблеми базирани на исклучително високите трошоци во финансискиот сектор. При хипотекарното кредитирање значителен интерес предизвика неговиот забрзан раст, со оглед на фактот дека хипотекарното позајмување се состои од финансирање на најголемата набавка по обем на семејство со просечен доход при трансакцијата и кредитор што располага со солидни информации за финансиската состојба на кредитобарателот.

Последната лекција се однесува на фактот дека зголемената улога на финансирањето не е базирана на исклучително финансирање на наглото зголемување на цените на средствата. Според тоа, битен аспект на овој феномен се состои во фактот дека: условите на пазарот на домување се од исклучително значење, независно дали зголемената побарувачка е прилагодена на порастот на понудата во секторот за домување или

станбените цени. Имено, како последица на отсуството на соодветен механизам за испорака во секторот домување, вклучително новите и постојните залихи во секторот за домување, усовршениот пристап за финансирање во секторот домување ќе предизвика раст на цените. Врз основа на тоа лекцијата се однесува на фактот дека обидите за подобрување на пристапот при финансирањето во секторот домување треба ба бидат засновани на основните услови и политики на пазарот на домување.

ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА

Глобалната финансиска криза од 2007/2008 година претставува резултат на високото ниво на системски ризик во три основни сегменти на финансискиот систем: финансиските инструменти, финансиските пазари и финансиските институции. Проширувањето на обемот на кризата во низа сегменти треба да испрати сигнал до креаторите на економската политика за преземање корективни акции. Имено, лабавата регулаторна и супервизорска рамка, во комбинација со имплицитниот стимулативен систем кај секјуритизационитот процес, предизвикаа зголемен морален хазард и појава на асиметрични информаци при инвестирање во нови продукти, што придонесе за продлабочување на глобалната финансиска криза.

1. Во целина, кризата на нискоквалитетни хипотекарни заеми претставува резултат на специфичното дејство на макроекономските услови и микроекономските системски грешки. Макроекономските причинители на кризата се однесуваат на презаситеноста на глобалните заштеди и прекумерната ликвидност создадена од федералните резерви, како и од некои други централни банки. Микроекономските слабости се однесуваа на проширувањето на хипотекарните заеми со слаб квалитет, во комбинација со зголемениот обем на прекршоци на стандардните сигурносни бенчмаркови кај вкупните должнички услуги, прикриената информациона асиметрија за инвеститорите во облигациите покриени со заеми во однос на ризикот од неплаќање на хипотеките, грешките на рејтинг агенциите при кредитната проценка на хартиите од вредност и прекумерната ликвидност на банките.

2. Глобалната финансиска криза 2007/2008 година се манифестираше низ следните етапи: кризата на нискоквалитетни хипотекарни заеми, проширување на кредитниот ризик во комбинација со зголемените загуби на финансиските институции, експлозија на ликвидносната криза врз основа на отворената стечајна постапка врз инвестиционата банка Bear Stearns и проширување на ефектите на зараза на другите инвестициони банки со слични портфолио карактеристики, ценовната криза на стоките и замрзнување на состојбата на кредитните пазари.

3. Од страна на креаторите на политиката и регулаторите треба да бидат донесени нови правила на цврста основа, со целосна ревизија на регулаторната архитектура и утврдување на сегментите каде е неопходно воведување значајни промени. Основната цел

на новите правила е поставување бариери за неодговорното позајмување и шпекулација, како и одржување на користите од фунционирањето на отворените и флексибилни пазари на капитал. Се смета дека „шпекулативната криза“ претставува резултат на неодржливиот пораст на цените, што упатува на фактот дека се работи за една од најголемите ценовни кризи на средствата во историјата и прва криза на глобалното домување и цените на хартиите од вредност од таков вид.

4. Со воведување на финансиски иновации од страна на банките, од една страна беше обезбедена континуирана активност на финансиските пазари, со цел заобиколување на регулативата и зголемени профити при преземање поголеми ризици, а од друга страна слободното банкарство овозможи непречена понуда на конвертибилни финансиски инструменти, како основа за појава на кредитна експанзија и генерирање на криза. Основните карактеристики на шпекулативната криза од 2007 година се: вишокот на левериџ на акционерскиот капитал, позајмувањето на колатерал во незначителни маргини во однос на инвестираниот капитал, основањето на вонбилансните претпријатија и исклучително лабавата регулатива.

5. Во развиените економии беше евидентиран мнозински удел на државата во водечките финансиски институции, како и обезбедување обемни гаранции за потенцијалните загуби на проблематичните средства, без воведување промени во управувачката структура или барање за преструктуирање на пропаднатите институции. Од друга страна, централните банки беа насочени кон елиминирање на негативните ефекти на заразата, со зголемен обем на кредитирање на финансиските институции со сериозни проблеми и употреба на целокупниот сет инструменти со цел обновување на ликвидноста на меѓубанкарските и пазарите на хартии од вредност.

За да се обезбеди избегнување на општа паника на системот, постои потреба за создавање систем за поддршка на проблематичните институции. Во таа насока е развиена улогата на централните банки како позајмувач од крајна инстанца во случај на намалена доверба во банкарскиот систем и нагло повлекување на депозити, при целосна исцрпеност на останатите пристапи за позајмување преку приватниот сектор.

Следно решение за надминување на проблемите на ликвидност се однесува на спроведување на постапката за национализација на банките. За реализација на практичните цели, национализацијата треба да претставува ефикасна замена на стечајните

постапки, со ограничена примена во случајот на банките врз основа на потенцијалните негативни ефекти од разнишаната доверба на јавноста.

За ефикасна примена на пристапот за справување со кризата беше неопходно преземање корективни активности на евидентираните грешки како последица на кризата. Прво, наспроти тврдењето за примена на поврзани и координирани стратегии, de facto од страна на јавните авторитети во Соединетите Држави и поголемите европски, земји беа донесени одлуки за надминување на негативните настани од случај до случај. Од друга страна, со цел обезбедување ефикасно справување со загубите, обврска на финансиските институции претставува зголемената капитална адекватност во насока на зголемување на довербата на депонентите и инвеститорите.

6. Основниот предуслов за појава на хипотекарната криза е поврзан со теориите за рационални кризи, каде сознанието за информациите со кои располага одредена група може да се добие врз основа на набљудување на нивното однесување. Според тоа, нивните одлуки се базирани врз акциите на другите, со рационална интерпретација како изразена валидна информација за економските принципи.

Како основни причини за појава на кризата во секторот за домување се сметаат отсуството на преземање адекватни мерки од страна на рејтинг-агенциите во насока на намалување на рејтинзите на секјуритизираните хипотекарни производи, како и неуспехот на регулаторите да го контролираат агресивното позајмување. Како резултат на кризата во секторот домување, комбинирана со имплицитниот стимулативен систем кај секјуритизациониот процес, беше зголемен моралниот хазард и дополнителните стимулации во насока на преземање шпекулативни активности на хипотекарните кредитори. Покрај тоа, беше утврдено прелевање на кризата и во останатите сектори на американската економија од една страна, а од друга страна дисперзирање на негативните ефекти на кризата во глобални рамки.

7. Спроведувањето на процесот на секјуритизација обезбеди поширок спектар на потенцијални средства за инвеститорите на глобално ниво, што предизвика пореална проценка на големината на ризикот во портфолиото на хартии од вредност. Наспроти тоа за институциите – емитенти на заеми (комерцијалните банки, но и небанкарските хипотекарни кредитори), секјуритизацијата овозможи намалување на ризикот и ослободување на готовина за дополнително кредитирање. На креаторите на политиката

секјуритизацијата им овозможи целосна дисперзија на ризикот помеѓу инвеститорите на глобално ниво.

8. Со цел надминување на негативните ефекти на кризата, од страна на креаторите на политиката беа преземени следните долгорочни решенија: воведување доброволен план за запишување хипотеки, прецизни правила за позајмување на хипотекарни заеми, лиценци за хипотекарни брокери, проширена база на податоци, реформа на процесот на одземање на хипотеките, инвестиции во финансиското образование, модификација на сметководството базирано на тековната пазарна вредност, зголемена финансиска транспарентност и одговорност, реорганизација на финансиската регулација и заштита од креирање на балоните на средства.

9. Кредитниот ризик претставува последица на склучените или потенцијалните финансиски трансакции помеѓу кредитодавателите и корисниците на средствата. Во насока на тоа беа создадени финансиски посредници со цел да дојде до здружување на заштедите во пул, од кој ќе се обезбедат средства за крајните корисници. За управување со кредитниот ризик беа развиени низа производи, меѓу кои најзначајни се: трансакциите базирани на структурираното финансирање и хартиите од вредност врз основа на нехипотекарни средства, менувачниците и клириншките куќи и кредитните деривати. Како резултат на влијанието на повисокиот степен на консолидација и глобализација, проширениот обем на услуги на банките и унапредените техники за управување со ризикот, обезбедено е подобрување на општата кредитна способност на банкарскиот систем. Имено, финансискиот сектор претставува најголем корисник на кредитни инструменти на пазарот, со доминантен удел на банките во рамките на секторот. Со цел надминување на негативните ефекти, од проблематичните заеми беа преземени мерки во насока на зголемување на резервите на банките, како и совладување на низа лекции: донесување на непристрасна и благовремена регулатива во банкарската индустрија, зголемена улога на стратешкото планирање при управување со ризикот и примена на адекватни инструменти за управување со ризикот.

Во групата институционални инвеститори значајно влијание има осигурителната индустрија со цел зацврстување на кредитните процеси и вештините на раководење со портфолиото преку осигурување, раководење и дистрибуцијата на ризикот. Финансиските компании претставуваат кредитни институции специјализирани за поризични форми на

кредитирање со повисока стапка на принос. Покрај тоа од исклучително значење е активноста на финансиските посредници: инвестиционите менаџери, пензиските фондови и хеџ фондовите насочена кон употреба на пристапот на диверзификација на портфолиото на хартии од вредност, со цел ефикасно управување со ризикот, како и развој на сет на инструменти за директно преземање на ризикот врз основа на високиот обем на левериџ.

10. Како последица на влошената состојба на нискоквалитетните заеми, беше утврдена неможност за продажба на заемите на инвеститорите во портфолијата на станбени заеми на секундарниот пазар и генерирање на серија проблеми на пазарот на домување во САД. Од друга страна, врз основа на затегнатите правила при функционирање на меѓубанкарскиот пазар, беше утврден неуспех на пазарот на пари. Серијата на неповолни настани во текот на 2007 година предизвика појава на големата кредитна криза и го иницира процесот познат како „момент на Мински“. „Моментот на Мински“ претставува точка на кредитниот или деловниот циклус кога инвеститорот се соочува со ликвидносни проблеми, што се предизвикани од создадената спирала на заемот со цел да се реализира финансирањето на шпекулативните активности. Оваа состојба претставува основа за значителен пад на ликидноста на пазарот и преземање мерки за спојување на најголемите американски инвестициони банки со одредедени комерцијални банки, преструктуирање во форма на комерцијални банки или отворање стечајни постапки.

11. Основни инструменти за спроведување на процесот на секјуритизација во САД претставуваат хипотекарните хартии од вредност. Хипотеката претставува заем обезбеден со основни средства што се предмет на одземање во случај на неизвршување на обврската. Употребата на хипотекарните производи во САД е поврзана со појава на низа ризици, како што се: ризикот од предвремено плаќање, кредитниот ризик и ризикот од несолвентност. Ризикот од предвремено плаќање се однесува на способноста на должниците за предвремена отплата на заемите пред рокот на нивното достасување. Кредитната изложеност во хипотекарниот сектор во значителен обем се разликува од проценката на кредитниот ризик кај низа инструменти со фиксен доход поради: барањето за квантифицирање и раздвојување на карактеристиките на огромен број заеми во рамките на хипотекарната инвестиција и проценка на атрибутите во насока на извршување на заемите според стандардната метрика. Ризикот од несолвентност се однесува на неможноста за отплата на заемот од страна на кредитобарателот во период над 90 дена.

12. Во периодот пред почетокот на глобалната финансиска криза во САД, двете асоцијации спонзорирани од страна на Владата имаа монополска позиција при секјуритизацијата на примарните хипотеки под нивните кредитни лимити. Наспроти тоа, Wall Street се фокусира на високоприносните заеми, со ограничена можност за откупување и секјуритизација од страна на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата, т.н. заеми кои гласат на исклучително високи износи и секундарни заеми кои не ги исполнуваат стандардите на асоцијациите спонзорирани од страна на Владата. Врз основа на спроведените анализи на низа економисти, беше утврдено дека Федералните резерви го одржаа нивото на ниски каматни стапки во текот на исклучително долг временски период. Притоа, како резултат на примената на воспоставените стандарди за формирање на каматните стапки од страна на Федералните резерви, беше неопходно формирање на краткорочните каматни стапки на повисоко ниво, со цел намалување на прекумерните инвестиции во хипотеки.

13. За да се обезбеди намалување на ризиците, од страна на кредиторите беше наметнат предуслов за намалување на готовинското учество на кредитобарателите, што се состоеше од барање за купување приватно осигурување на хипотеките со наплата на месечна провизија. Како последица на тоа, во 1991 година беше донесена одредба од страна на Конгресот со која на федералните регулаторни тела им беше наложено пропишување стандарди за позајмување во секторот на недвижности кои е неопходно да се употребат и при работењето на банките и штедилниците. На долгорочна основа постоеше тенденција за воведување регулаторни мерки на хипотекарната деловна активност, особено за затегнување на критериумите за стекнување хипотеки врз основа на зголемената побарувачка за нискоквалитетни заеми. Врз основа на имплементираната постапка на првенство при донесување на одлуките на Бирото за супервизија на штедилниците и Бирото за ревизија на платниот промет, двете федерални агенции беа единствени регулатори, со право за спречување на практиките на злоупотреба при кредитирањето од страна на националните банки и штедилници и нивните филијали.

14. Финансиската и економската криза започнаа со појавата на кредитниот балон во САД и Европа. Врз основа на значителното стеснување на кредитниот распон, беше утврдено опаѓање на трошоците за позајмување, со цел да се овозможи зголемен обем на финансирање на ризичните инвестиции во однос на релативно стабилните средства како

што се американските благајнички записи. Кредитната експлозија во САД настана како последица на дејството на три фактори: глобалните капитални текови, повторната оцена на ризик и монетарната политика. Балонот во секторот домување се состои од две компоненти: постоечките домови и хипотеките со кои се финансираат. Како клучни претпоставки за појава на балон во секторот на домување во САД се сметаат: растот на населението, ограничувањата за користење на земјата, прекумерниот оптимизам и едноставниот начин на финансирање. Како основна причина за појава на финансиската и економската криза се смета лошото управување со ризикот од страна на раководителите на дел од најголемите финансиски институции во Соединетите Држави и Европа.

15. Една од основните причини за кредитната експанзија и за експанзијата на пазарот на недвижности во американската економија се однесува на мерките на Централната банка и на Трезорот на САД, кои беа одговор на политиката на кризата и кои се применуваа и претходно во одредени сегменти (т.н. дисконтен прозорец и охрабрувањето на Fannie Mae и Freddie Mac да го подгреваат пазарот на недвижности). Во крајна линија, основна причина за појава на светската економска криза претставува големиот степен на дерегулација при спроведување на монетарната политика во САД. Како позначајни пристапи за економска регулација на банките треба да се спомнат следниве: осигурување на депозитите на граѓаните во банките, ограничувања врзани за ставките на активата на банките и на капиталните цензуси и супервизија на банките. Како резултат на преземената улога на позајмувач од крајна инстанца во меѓународни рамки на Федералните резерви на САД, беше предизвикан морален хазард и креирање лабава кредитна политика.

16. За надминување на негативните ефекти од глобалната финансиска криза 2007/2008 година врз финансискиот систем на САД, беше предложено преземање соодветни мерки во низа сфери: зголемена контрола и регулација на финансиските институции, регулација на фондовите за заштита од ризик, санкции против даночните олеснувања, специфична регулација за заштита од системскиот ризик и ограничувањето на леверицот, регулација за контрола на експанзијата и циклусите што водат до банкрот и поцврста контрола на кредитните рејтинг агенции.

17. Во изминатите 30 години пазарот на финансиски деривати достигна експанзивни размери, во споредба со берзите на хартии од вредност измерени според основните средства. Со финансиските деривати се обезбедуваат емисиите на обврзници, се

употребуваат при реализација на компензационите планови, се прилагодуваат според капитално инвестиционите можности и се употребуваат за пренесување на ризиците кај хипотеките од кредиторите на инвеститорите. Во категоријата финансиски деривати особено значење имаат одделните видови деривати, и тоа: форварди, фјучерси, опции и свопови во насока на пренос и намалување на ризикот во економијата. Вреднувањето на финансиските деривати се врши со употреба на одредени модели, меѓу кои најзначајна улога има моделот за вреднување на опциите на Блек-Шолс врз основа на можноста за модификација, со цел управување со останатите типови опции, како што е размената на девизи и опциите на каматни стапки.

Најзначајното достигнување на пазарот на деривати се однесува на кредитните деривати како финансиски договори креирани за хеџинг на изложеноста на кредитниот ризик, преку осигурување од поднесените загуби поради појава на кредитни настани. Во групата кредитни деривати доминира употребата на своповите за кредитна несолвентност, како двострани договори каде периодичната фиксна провизија или еднократна премија се исплатува на продавачот на заштитата, при што продавачот има обврска да го реализира плаќањето при појава на специфичниот кредитен настан. Своповите за кредитна несолвентност беа употребени од страна на банките за тргување со сувереиот и корпоративен кредитен распон, без да се реализира тргување со тековните средства. Од друга страна, употребата на своповите за кредитна несолвентност е поврзана со бројни ризици, базирани на реализираните загуби кај секјуритизациите на нискоквалитетните хипотекарни заеми како резултат на неизвршување на обврските кај нискоквалитетните хипотекарни заеми и намалената ликвидност кај соодветните секјуритизации. Процесот на тргување со дериватите е поврзан со низа ризици, и тоа: ризик на договорната страна, кредитен ризик, законски ризик, системски ризик, пазарен ризик, оперативен ризик и пропусти во компјутерската технологија, неуспех на човечките ресурси итн. Имено, пазарот на финансиски деривати претставува индиректен фактор за појава на кризата поради високиот степен на правна несигурност, влошување на обемот на процикличност, отсуството на транспарентност и комплексноста на финансиските инструменти со кои се тргува на пазарот.

18. Во текот на изминатите две декади беше утврдена длабока трансформација на европскиот финансиски систем, со постепена еволуција од структура со доминантно

учество на банки, до зголемена улога на динамичните пазари на капитал како извор на финансирање и намалување на ризикот. Како резултат на комбинацијата на внатрешна либерализација и финансиска глобализација, од една страна и воведување на еврото, од друга страна, беше евидентирана зголемена ликвидност и можност за подлабока интеграција и развој на Европскиот пазар на капитал.

Наспроти забрзаната стапка на раст на меѓународниот пазар на должнички хартии од вредност, домашните пазари на капитал во рамките на Европската Унија го задржаа приматот на доминантен извор на должничко финансирање. Европската Унија зазема доминантен пазарен удел на меѓународните пазари на капитал поради близината до меѓународниот пазар на обврзници во Лондон и комбинираното влијание на законските, даночните и сметководствените причини. Како последица на зголемената задолженост на фирмите во рамките на ЕУ и потенцијалната опасност од влошување на ликвидноста, на пазарите на капитал беа воведени нови должнички инструменти со пролонгирани рокови на достасување. Врз основа на дополнителните притисоци на страната на побарувачката, комбинирани со поволните услови на страната на понудата, беа обезбедени забележителни емисии на владини и корпоративни обврзници со исклучително долг рок на достасување базирани на зголемениот кредибилитет на монетарната политика.

Со промена на состојбата на пазарот на обврзници во ЕУ, должничките хартии од вредност издадени од страна на европските финансиски институции постигнаа доминантен удел на пазарот, со цел покривање на продлабочените јавни дефицити во Европа по нафтените шокови и потребата за финансирање на буџетските дефицити по најниска можна цена кај суверените емитенти на хартии од вредност. Пазарите на суверените обврзници во Европа се уредени врз основа на националните прописи, со зголемена регулација од страна на централните банки и министерствата за финансии во насока на реализација на целите на монетарната политика, остварување на финансиската стабилност и поволни услови за континуирана емисија на државни обврзници. Наспроти тоа, во насока на развој на европскиот пазар на корпоративни обврзници, беа воведени посовремени хеџинг техники, како свопови за кредитна несолвентност и стабилна стапка на инфлација во рамките на Европската Унија. Во рамките на корпоративните обврзници на европскиот пазар, е утврдена експанзија на високоризичните обврзници со зголемена веројатност за појава на несолвентност, споредено со обврзниците од инвестиционен ранг,

т.е. зголемен ризик од загуба на главнината или пропуштени купонски исплати кои се компензирани со безризична премија и основната купонска каматна стапка на пазарот на државните обврзници. Покрај тоа е евидентиран експанзивен тренд на емисиите на секјуритизирани заеми во рамките на Европската Унија, базирани на доминантниот удел на хипотекарните хартии од вредност. Имено, пазарот на секјуритизација во Европа се одликува со следните специфичности: висока фрагментираност во европски рамки, во смисла склучување на низок процент на меѓународни договори, постоење големи разлики помеѓу земјите што произлегува од специфичните законски, даночни и сметководствени рамки на земјите, како и променливи мотиви на банките за препакување на структурираните производи.

19. Велика Британија претставува најголем национален пазар на секјуритизација во Европа и располага со најдиверзификуван обем на трансакции во однос на видовите и структурите на средства. Растот на пазарот на Велика Британија е базиран на нејзината култура на кредитирање, како и на релативно поволниот законски систем на кредитирање, којшто овозможи создавање низа структури, поддржани со широк обем основни средства. Специфичноста на процесот на секјуритизациј,а базиран на хипотекарните хартии од вредност во Велика Британија, се состои во употребата на два вида полномошници, и тоа: првиот вид се однесува на агентите кои чуваат хипотеки и други хартии од вредност за сметка на сопствениците на обврзници, а вториот вид се однесува на агентите кои поседуваат акционерски капитал на компаниите – емитенти на хартии од вредност врз основа на хипотека. Секјуритизацијата во Велика Британија обезбеди намалено сегментирање на пазарот на капиталот, што претставува предуслов за надминување на периодичните проблеми на капиталниот тек, подобрување на контролата на пазарот на капитал врз пазарот на недвижности, како и обезбедување понизок распон во каматните стапки и повисоки показатели за користа на позајмувачите од заемот на недвижности. Со донесување на Актот за промена на даноците, беше воведен хипотекарен инвестиционен инструмент во недвижности, што претставува хипотекарна хартија од вредност од инвестициона класа со хипотекарни пулови поделени според различното достасување и класите на ризик. Употребата на овие инструменти обезбеди креирање на заеми од страна на банките без потреба од здружување, што под влијание на секјуритизацијата предизвика појава на слободен капитал за понатамошно позајмување. Во периодот од ’70-тите години

до почетокот на глобалната финансиска криза е евидентирана трансформација на хипотекарниот пазар во Велика Британија од цврсто регулирана големина до целосно отворен пазар, базирана на релативно променливиот пазар на домување каде цените и бројот на трансакции забележаа исклучително висок раст под влијание на економскиот раст и промена на политиката. Во согласност со тоа, постои потреба од спроведување анализи за движењето на побарувачката и понудата на пазарот на домување во Велика Британија. Имено, либерализираниот кредитен пазар овозможи позитивен тренд во побарувачката за домување во Велика Британија. Како резултат на заемното влијание на финансиската дерегулација, иновациите во секјуритизацијата и новите хипотекарни инструменти, беше обезбеден намален кредитен ризик, зголемена кредитна понуда и подинамичен и поконкурентен хипотекарен пазар. Од друга страна беше утврдена фиксна понуда во секторот за домување во Велика Британија на краток рок. Врз основа на долгорочниот нагорен тренд на цените на становите во Велика Британија, евидентирана е ограничена понуда за домување, што претставува причина за нерамнотежа на понудата и побарувачката за домување. За остварување на еквилибриум на цените на становите во Велика Британија беа употребени два пристапи: првиот пристап е базиран на пресметување на показателите за цени на домовите, со употреба на основните деноминатори како просечни плати, ренти или трошоци за сервисирање хипотеки, а вториот пристап на примена на економетриски модел.

20. Како основни фактори за појава на глобалната финансиска криза во Велика Британија се сметаат: високиот обем на неотплатени заеми во 2006 година и зголеменото учество на хипотекарни заеми во рамките на БДП. Од друга страна, под влијание на низа промени на хипотекарниот пазар како: зголемен обем на дерегулација, стандардизација на постапките за хипотекарна проценка, интензивни промени на хипотекарните производи и експанзивен раст на нискоквалитетното кредитирање, беше наметната можност за поширок спектар производи на хипотекарниот пазар со зголемен степен на ризик. Оваа состојба предизвика надолна тенденција на цените на недвижностите во Велика Британија и значително нарушување на работењето на банката Northern Rock. Врз основа на банкарската паника на нагло повлекување на депозити од страна на штедачите на банката Northern Rock, беше преземена мерка за спас, т.е. постапка на преземање од страна на Владата на Велика Британија. Основното влијание на проблематичната состојба на

банката Northern Rock врз пазарот на домување во Велика Британија се манифестира преку сериозната контракција на општиот капацитет на кредитирање. Национализацијата на банката Northern Rock предизвика понатамошен пад на цените на становите во Велика Британија и порестриктивни услови за потенцијалните кредитобарателиврз основа на намалените цени, зголемената невработеност и тешкотиите при обезбедување на финансирањето, како и исклучување на употребата на нестандардни хипотекарни производи. Од друга страна, со пропаѓањето на водечката инвестициона банка Lehman Brothers во САД, беше евидентирана продлабочена паника на финансиските пазари во светот, затегнување на условите при кредитирањето и опаѓање на цените на средствата. Оваа состојба наметна серија спојувања и владини преземања на банките и станбените задруги во Велика Британија.

21. Со употреба на одредени индекси на недвижности, кај дериватите на недвижностите е овозможено неутрализирање на ризикот на недвижностите и намалување на флуктуациите на цените на недвижностите. Развојот на пазарот на фјучерси базирани на индекси на недвижности обезбеди пораст на ефикасноста на спот пазарите и зголемена можност за проценка на цените. Како основни предности од воведување на финансиските деривати на пазарот на недвижности во Велика Британија се сметаат: заштита од ризикот поврзан со промена на станбените цени, заштита од ризикот на промена на цените на комерцијалните недвижности и амортизацијата на портфолиото на хипотекарни заеми. Со цел да се надмине проблемот на стохастичка амортизација како индикатор за брзината на отплата на хипотекарниот заем, воведена е употреба на структурираните свопови како инструмент за хеџинг на изложеноста на ризикот од промена на каматните стапки кај портфолијата на хипотекарни заеми. Од страна на учесниците на пазарот на недвижности, при секјуритизацијата се употребуваат три типа структурирани свопови: билансирани свопови, валутно-билансирани свопови и билансирани свопови врз основа на стапката LIBOR.

22. Основната разлика меѓу финансиските системи на САД и Велика Британија, во услови на глобална финансиска криза, се однесува во фактот дека концентрацијата на ризикот за кредитната способност во Велика Британија се однесува на комерцијалните банки, додека во САД концентрацијата на ризикот ги опфати инвестиционите банки. Друга разлика се однесува на употребата на доминантно влијание на банкарскиот модел

„креирање и распределба“, т.е одобрување на заеми со цел нивна продажба во САД, наспроти Велика Британија каде голем обем средства со повластен капитален третман беше заддржан во билансот на состојба, со цел да се обезбеди намален обем на капитал за поддршка на кредитирањето и зголемена профитабилност. Покрај тоа, трошоците за финансирање на алтернативните хартии од вредност на крајот на 2010 година на примарниот пазар на станбени хартии од вредност, врз основа на хипотека во Велика Британија, беа формирани на приближно исто ниво со необезбедениот банкарски долг од повисок рејтинг, додека во САД беа сведени на поповолно ниво за инвеститорите. За надминување на недостатоците на пазарот на секјуритизација и банкарската индустрија во САД и Велика Британија, беа преземени значајни регулаторни реформи, и тоа: имплементација на правила за задржување на сопственичкиот удел во висина од 5% од секјуритизираните средства, воведување нови барања за ликвидност согласно со Спогодбата Базел 3, реформи во работењето на агенциите за кредитен рејтинг и затегнување на критериумите за подобност на колатералот.

23. Како последица на отсуството на сеопфатен и ефикасен систем во Полска, што ќе обезбеди покривање на потребите за домување и ефикасен развој, алокација и ракување со ресурси, се пристапи кон изградба на системот од нулто ниво. Основниот проблем е базиран врз отсуството на визија за институционалната и регулаторната структура, како и за имплементацијата на акциониот план. Со пристапувањето на Полска во Европската Унија, како и унификацијата на пазарите за недвижности и кредитните пазари на ЕУ, беше обезбедено остварување на долгорочни позитивни ефекти на пазарот на домување. Зголемената конкуренција во банкарскиот сектор во Полска обезбеди понуда на деноминирани заеми како финансиски инструменти прилагодени на високите каматни стапки. Финансискиот систем на станбената сопственост од високо субвенциониран систем, заснован на единствена банка во државна сопственост, беше трансформиран во комерцијален и високо конкурентен систем. Во банкарскиот сектор на Полска беше утврдено постоење на две групи на банки базирани на различни стратегии. Првата група банки беше насочена кон специјализација на активностите во секторот домување, додека активностите на втората група банки беа насочени кон следење на конкурентите и пазарната побарувачка, како и истражување на нови потенцијални можности. Врз основа на квантитативниот развој на полскиот пазар на хипотекарни и станбени заеми, беше

утврдено зголемено учество на индексираните заеми. Со примена на двојно индексираните производи, беше обезбедена заштита од висока инфлација, додека со примена на производите индексирани во однос на девизниот курс, беше обезбедена заштита од високи каматни стапки.

24. Во однос на спроведувањето на секјуритизацијата во Полска, треба да се напомене дека законскиот режим за секјуритизација во Полска значително се разви во почетокот на 2004 година, но сè уште не обезбедува целосно сеопфатна, транспарентна и постојана рамка. Првата секјуритизација во Полска ја спроведе Полската инвестициона банка во 1999 година врз основа на емисијата на комерцијални нехипотекарни хартии од вредност на фармацевскиот концерн Urtica.

Секјуритизациите на хартиите од вредност врз основа на хипотека во Полска се отежнати како резултат на неразвиениот и скап систем за регистрација и пренос на сопственоста. Дополнителен проблем претставува неразвиениот секундарен пазар на недвижности што создава проблеми при проценка на колатералот и проценка на состојбата на реалното ниво на показателите за заем до вредноста. Покрај тоа хипотекарните банки во Полска емитуваат хипотекарни обврзници познати како „Listy zastawne“ (хипотекарни обврзници емитувани од хипотекарните банки) кои се колатерализирани со хипотеки и се темелат на Германски производ. Спроведувањето на процесот на секјуритизација во Полска беше доверено на два типа претпријатија, и тоа: претпријатие за посебна намена регулирано според полскиот или меѓународниот „стандард“ или методот на секјуритизациони фондови.

Наспроти фактот дека банкарскиот сектор во Полска поседува најголем потенцијал во однос на секјуритизацијата, утврдено е присуството на одредени бариери, вклучително и доверливите закони, што предизвикаа ограничување на неговиот потенцијал. Имено, кај регулаторите постои значителен степен на загриженост во однос на фактот дека ефектот од секјуритизацијата на нефункционалните заеми нема да обезбеди пренесување на ризикот надвор од банкарскиот сектор. Намалувањето на ризикот е можно со соодветно структуирани секјуритизации на нефункционалните заеми. Употребата на секјуритизацијата во Полска се очекува да овозможи остварување на следните предности: диверзификација на финансиските можности, зголемена ефикасност на капиталот и ограничување на кредитната изложеност на средствата.

25. Основна карактеристика на пазарот на домување во Полска претставува долгорочниот тренд на висок дефицит на единиците за домување, споредeн со бројот на домаќинства. Оваа состојба е базирана на проблемот поврзан со слабата развиеност на градежната индустрија и ниското ниво на ефикасност како последица на следните причини: релативно високите цени на становите споредени со просечните доходи, високото ниво на реалните каматни стапки, неповолните фискални решенија и законските пречки. Прелевањето на глобалната финансиска криза во Полска предизвика нарушување на состојбата на полскиот пазар на недвижности, што произлезе од следните фактори: намалено ниво на странски директни инвестиции во Полска, надолен тренд на меѓународната трговија и проблемот на банките поврзан со ликвидноста на средствата. Во периодот 2008 – 2009 година во Полска беше утврдена забавена инвестициона активност како резултат на неизвесната економска состојба во глобални рамки. Наспроти фактот дека полскиот систем беше базиран на универзални банки, депозити на домаќинствата и варијабилни каматни стапки, се очекува, под влијание на идниот развој, да настане пораст на каматните стапки и ликвидносниот ризик, што ќе предизвика потреба за влез на пазарот на капитал. Како исклучително битни фактори во насока на поттикнување на економскиот развој во Полска се сметаат: подобрување на состојбата на пазарот за работна сила и на довербата на потрошувачите и деловната заедница, цврстиот банкарски сектор, зголемената достапност до кредити и апрецијацијата на полската валута.

26. Во текот на последните две декади, на пазарот на домување во Словенија постои висока побарувачка за домување во услови на ограничена понуда. Како резултат на основниот мотив на шпекулаторите за остварување на исклучително високи профити, беше евидентирано зголемување на цените на становите до неодржливо ниво во однос на просечниот доход. Во текот на 2007 година беше евидентиран намален број трансакции во секторот за домување, што предизвика пад на цените на становите. Наспроти фактот дека Република Словенија не претставува типичен пример за економија каде беше забележана експлозија на балонот во секторот домување, не може да биде занемарено влијанието на финансиската криза врз активноста на секторот градежништво. Во таа насока од страна на банките беа воведени мерки за затегнување на критериумите при одобрување заеми во инвестициониот сектор. Во случај на компании со влошена ликвидност, беше исклучена можноста за одобрување кредит од страна на банките. Поради тоа се смета дека

финансиската криза предизвика кредитна криза во секторот градежништво во Република Словенија.

27. Во Република Македонија постои недоволно развиен пазар на хартии од вредност, од една страна, како и агресивен настап на банките, особено во 2007 година, за привлекување клиенти врз основа на константно високите каматни стапки на депозитите на правните лица, како и постојниот пораст на каматните стапки на депозитите на физичките лица. На пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија беа утврдени повремени емисии на примарниот пазар на хартии од вредност, детерминирани од потребата за решавање на структурните проблеми: т.н. старо девизно штедење, исплата на банки по старо девизно штедење, елиминирање на селективни кредити, санација и реконструкција, а подоцна и приватизација на Стопанска банка АД Скопје, како и за денационализација.

Процесот на секјуритизација во Република Македонија за првпат беше спроведен со трансформирање на т.н. „замрзнати штедни влогови“ од времето на СФРЈ во обврзници емитирани од македонската држава во 2000 година. Со тој потег, релативно неликвидните финансиски инструменти (штедните влогови) се претворени во ликвидни хартии од вредност (обврзници) со кои активно се тргува на Македонската берза.

Основа за емисија на обврзниците за денационализација претставува обезбедување надомест на имот национализиран од страна на РМ. Обврзниците за денационализација претставуваа исклучително атрактивна и исплатлива инвестиција врз основа на високиот принос, со оглед на нискиот ризик и значителното ниво на ликвидност.

Берзанскиот промет на македонскиот пазар на капитал достигна највисоко ниво во 2007 година, базирано на порастот на цените на хартиите од вредност на берзата над каква било фундаментална верификација, како резултат на позитивното feedback тргување и групното однесување меѓу инвеститорите. Првите сигнали од глобалната финансиска криза на македонскиот пазар на капитал беа почувствувани во текот на 2008 година преку воздржување од инвестирање на странските институционални инвеститори на берзата. Највисока пазарна капитализација на македонската берза е остварена во 2007 година, кога пазарната капитализација на акциите котирани на официјалниот пазар во однос на БДП во 2007 година изнесуваше 31,1%, додека пазарната капитализација на структурните обврзници во однос на БДП достигна 5,6%. Индексот на обврзници ОМБ бележи

тенденција на пораст во периодот од 2007 – 2011 година и надолна корекција во текот на 2012 година, додека берзанскиот индекс на акции МБИ-10 оствари највисок пораст од 109,07% во 2007 година, со тенденција на значително намалување во сукцесивните години. Врз основа на интервалот на флуктуирање на двата берзански индекси, може да се утврди дека веројатноста за остварување на очекуваниот принос кај обврзниците вклучени во индексот на обврзници ОМБ е значително повисока во споредба со индексот на акции МБИ-10.

Во Република Македонија долго време по монетарното осамостојување воопшто не постоеше станбено кредитирање, но во периодот 2004 – 2006 година бележи брз раст, при што годишната стапка на раст на задолженоста врз основа на станбени кредити во 2007 достигна 63,8%. Станбените кредити во периодот 2008 – 2011 година бележат тенденција на пораст базирана на намалените каматни стапки и релаксирање на висината на провизиите при нивното одобрување, што се должи на очекувањата за вкупната економска активност, кредитната способност на потрошувачите, трошоците на финансиските средства и зголемениот притисок од конкуренцијата.

Република Македонија, како и останатите земји во транзиција, доживеа колапс во станбената изградба, што произлегува од реформските процеси на напуштање на социјалистичкиот стопански систем. Основни претпоставки за ефикасно функционирање на пазарот на недвижности се: правната регулатива која овозможува транспарентност на сопственичката структура над недвижностите и пазарот на хипотеки што обезбедува финансирање на изградбата и купопродажбата на недвижности. Со цел ублажување на ризикот од хипотекарните работи, постои потреба од создавање секундарен хипотекарен пазар каде основен инструмент на тргување претставува хипотекарната заложница. Врз основа на воспоставувањето ефикасен хипотекарен пазар, остварени се значителни позитивни екстерни ефекти, како што се: можност за потпирање на граѓаните на воспоставениот систем на кредитирање во процесот на купување на станови, можност за управување со деловните ризици и остварување профит на банките, креирање можности во градежната индустрија, креирање квалитетни хартии од вредност, зголемена ефикасност при алокација на капиталот на макро ниво, зголемена сигурност при инвестирањето и кредитирањето и можност за продажба на меѓународниот пазар.

Дисперзијата на негативните ефекти од кризата во реалниот сектор на земјите – економски партнери на Република Македонија предизвика надолни корекции на стапките на економски раст и имаше индиректно влијание врз македонската економија. Имено, во 2008 година е евидентирана забавена стапка на раст на вкупните средства во финансискиот систем на Република Македонија, т.е годишен пораст од 13,7%, што претставува една половина од годишната стапка на раст во 2007 година.

Банкарскиот сектор го заддржа доминантното учество во рамките на финансискиот систем на Република Македонија и во текот на 2008 година и, како резултат на неговото функционирање на стабилна и солидна основа на капитализација, се смета за клучен индикатор во насока на оддржување на стабилноста на финансискиот систем. Наспроти тоа, влошените показатели од работењето на друштвата за осигурување и пензиските фондови не предизвика посериозни импликации врз стабилноста на финансискиот систем на Република Македонија во 2008 година.

Макроекономската нестабилност на македонската економија е базирана на нискиот степен на диверзификација на производствената структура и зависноста од добра на примарниот сектор, транзиционите ризици и адекватната подготовка за дерегулација, супервизија и модернизација на финансискиот сектор. Неадекватната инфраструктура на финансискиот систем на РМ овозможи доминантен удел на традиционалните банки како финансиски посредници, со цел да се обезбеди развој на односите и договорите за депозитите и заемите со потенцијалните клиенти, по цени и услови што не можно да се остварат преку небанкарските институции, како и низок степен на изложеност на ризик. Оваа состојба упатува на фактот дека во Република Македонија финансискиот систем има „плиток“ пазар, со исклучително ниско ниво на финансиски посредници, што ја наметнува потребата од креирање адекватна стратегија за стимулирање на нивниот развој. Македонскиот пазар на хартии од вредност покажува значителен степен на евалуација во периодот од 2003 до 2012 година, со евидентни ситуации на биков пазар, заклучно со 2007 година и мечкин пазар од 2008 година. Со цел да се обезбеди развој на пазарот на капитал во Република Македонија, неопходно е креирање на политики кои ќе ги стимулираат бруто инвестициите, развојот на банкарскиот сектор, како и водење прудентен монетарно-фискален микс со цел да се одржи стабилна стапка на инфлација и ниски камати. Со преземената регулатива и контрола не треба да настане „окрутување“ на пазарот, туку да

се обезбеди можност за добивање функционални информации за вредноста на финансиските инструменти и поголем степен на транспарентност на компаниите за целокупното работење. Покрај тоа неопходно е да се преземе иницијатива со цел усовршување на правниот систем за поддршка на финансиските иновации. За да се овозможи понатамошен развој на финансискиот пазар на Република Македонија со оддржлив степен на финансиска стабилност, постои потреба од донесување посебен закон за секјуритизација во РМ. Со законот првенствено треба да се уреди концептот на традиционална секјуритизација, како и да се создаде основа за регулација на синтетичката секјуритизација, што е во директна корелација со развојот на пазарот за финансиски деривати во Република Македонија.

28. Во поранешните социјалистички земји во надлежност на државата беше да обезбеди адекватен систем на домување за населението. Приватното финансирање имаше ограничено влијание како дополнителен извор на средства, покрај државните субвенции. По промената на политичкиот режим, беше спроведена парцијална реформа во политиката на секторот за домување од систем под целосна контрола и финансирање од страна на државата, кон систем со приватна сопственост и пазарно финансирање. Во првата фаза, врз основа на употреба на либерален и конзервативен пристап, беше спроведена значителна редукција на јавните субвенции. Покрај тоа беа проектирани нови, нетаргетирани станбени субвенции за станбената изградба во наредниот период. За да се обезбеди обнова на пазарно-ориентираниот сектор за финансирање на домувањето, беше неопходно исполнување на следните економски услови: понатамошен економски раст, намалена стапка на инфлацијата, обнова на системот на реални плати и перцепција за стабилна стапка на вработеност кај доминантен дел од населението. Покрај економските индикатори, беше неопходно имплементирање на соодветна законска регулатива, намалување на ефектот на истиснување, што претставуваше резултат од државните субвенции и создавање услови за слободно функционирање на пазарот на домување. Наспроти новата законска регулатива во однос на хипотекарното кредитирање, беше евидентиран сериозен проблем во однос на периодот на реализација на постапката на конфискација и иселување. Од друга страна, во транзиционите економии со висок процент на станови во сопственост на поединци, на почетокот на транзицијата беше регистрирано

отсуство на ажурирани регистри, како и потреба за преземање дополнителни мерки со цел да се зголеми веродостојноста на изворите за имотните категории.

Во економиите со релативно неразвиен формален финансиски систем, домувањето преставува самофинансирана активност или директно финансирана активност помеѓу поединци. Директното финансирање се обезбедува од страна на поединци, мали штедни и кредитни асоцијации или станбени задруги и наемодаватели. За разлика од директното финансирање, како единствена алтернатива за домаќинствата склони кон подобри услови за домување, неформалните аранжмани претставуваат исклучително неефикасна и скапа варијанта поради различните барања на штедачите и заемобарателите, значителен обем на асиметрични информации, што предизвикува отежнување на можностите за остварување на економии од обем и намален обем на кредитирање врз основа на ограниченото финансирање и способноста за управување со ризик. Како основни лекции од хипотекарното финансирање во транзиционите економии во услови на глобална финансиска криза се сметаат: тесната врска меѓу развојот на финансирањето во секторот домување, од една страна и макроекономската активност, законскиот систем и регулативата на пазарот на домување, од друга страна; обезбедување високи економски и социјални придобивки врз основа на потранспарентна и поконкурентна понуда за финансирање на секторот за домување; цврста и ограничена јавна улога во развојот на секторот за домување и зголемена улога на финансирањето која не претставува резултат на наглото зголемување на цените на средствата.

АНЕКСИ

Табела 1: Степен на ризичност на берзанскиот индекс МБИ10

МБИ10						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
јануари	8,55	-8,19	6,79	3,16	15,52	-3,82
февруари	12,88	-0,72	-13,67	1,17	-2,05	13,19
март	20,83	-4,94	-1,36	-5,65	-0,27	-5,79
април	24,55	-13,3	-6,2	-1,95	-1,26	-2,12
мај	4,39	-1,1	39,8	-7,34	5,55	-0,72
јуни	-2,94	-15,05	1,34	-1,53	-3,21	-5,59
јули	15,96	10,62	-3,83	-2,93	-3,53	-3,31
август	25,38	-5,08	7,07	-1,36	-6,19	3,31
септември	-7,7	-13,28	18,96	-10,23	-7,82	-1,82
октомври	-11,04	-32,52	12,76	2,5	-0,62	-4,4
ноември	-20,49	-21,59	-15,23	4,95	-7,03	-0,8
декември	17,88	-10,95	-7,19	1,65	-1,23	0,18
STDV	15,00	11,00357	15,37822	4,534336	6,315968	5,154191

Табела 2: Степен на ризичност на берзанскиот индекс ОМБ

ОМБ						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
јануари	1,07	-0,02	0,14	-0,01	0,73	-0,47
февруари	0,77	-0,28	-0,19	1,64	-0,21	1,73
март	-0,38	0,9	0,54	-1,6	0,39	-1,34
април	-0,44	0,37	-2,68	-1,14	0,01	0,38
мај	-0,44	0,63	-0,48	-0,38	0,39	-0,76
јуни	-0,07	-0,44	1,52	-1,57	-0,27	-1,45
јули	1,01	-0,46	-3,8	1,99	0,52	0,05
август	-0,24	0,22	2,4	0,89	-0,19	-0,12
септември	1,73	-1,67	0,74	0,82	0,87	-0,06
октомври	-0,13	-1,34	0,71	1,66	-0,74	-0,14
ноември	1,01	1,54	4,3	1,54	1,34	
декември	2,53	1,93	-0,67	1,63	1,43	0,08
STDV	0,969916	1,061667	2,126194	1,344142	0,66649	0,864841

РЕЧНИК НА ИЗРАЗИ

Акциски свопови (equity swaps) – претставуваат замени на готовински приливи каде едната нога од трговскиот договор е врзана за индекс на акцискиот пазар, а другата нога е врзана за фиксно каматно плаќање или пливачки курс.

Акт за обезбедување пензии на вработените лица (The Employee Retirement Income Security Act - ERISA) – претставува американски сојузен закон со кој се воспоставени минимални стандарди за пензиските планови на поединци и обезбедување опсежни правила за федералниот данок на доход на учиноците на трансакциите поврзани со плановите за плати на вработените лица.

Валутни свопови (currency swaps) – претставуваат договори каде се врши обединување на спот и терминските трансакции, односно симултано спот купување или продажба на валути и нивна форвард-продажба или купување.

Валутен форвард (currency forward) – претставува финансиски договор каде договорните страни имаат обврска за купување или продажба на странска валута, по однапред утврдена цена на одреден датум во иднина.

Варанти (warranties) – претставуваат дел во кредитниот договор во кој кредитобарателот потврдува дека информациите што ги навел се вистинити и точни.

Владина национална хипотекарна асоцијација (Government National Mortgage Association) – претставува корпорација во сопственост на Владата, во рамките на Министерството за домување и урбан развој на САД, со цел гарантирање на навремена исплата на главнината и каматата на хипотекарните хартии од вредност на инвеститорите.

Коефициент на адекватност на капиталот (capital adequacy ratio) – го покажува износот на капитал што го поседува банката во однос на нејзините средства што се изложени на ризикот.

Колатерализирани обврзници (covered bonds) – претставуваат должнички хартии од вредност обезбедени со готовински приливи од хипотекарни заеми или заеми од јавниот сектор.

Кол опција (call option) – претставува опција која на купувачот му дава право, но не и обврска, да купи одредена актива на одреден ден, по однапред фиксирана цена.

Комерцијални хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства (asset-backed commercial paper) – претставуваат хартии од вредност емитирани од страна на банката, поддржани со очекуваните готовински приливи на претходно продадените побарувања од страна на една компанија или група компании, со цел обезбедување зголемена ликвидност.

Кредитни деривати (credit derivatives) – претставуваат финансиски договори кои се креирани за хеџинг на изложеноста на кредитниот ризик, преку осигурување од поднесените загуби поради појава на кредитни настани.

Кредитно поврзана меница (credit link notes) – претставува кредитен дериват структуиран како хартија од вредност со вграден своп за кредитна несолвентност, што му обезбедува на емитентот пренос на кредитниот ризик на кредитниот инвеститор.

Кредитен поен (credit score) – се вбројува во групата квантитативни модели за оцена на кредитниот ризик, бидејќи веројатноста дека должникот нема редовно да го отплатува кредитот се мери врз основа на одредени квантитативни податоци.

Кредитни свопови (credit swaps) – претставува финансиски договор дизајниран да го намали ризикот од неисполнување на обврските кон кредитот, така што две кредитни институции меѓусебно разменуваат дел од своите очекувани отплати на кредитот.
Левериџ (leverage) – претставува употреба на различни финансиски инструменти или позајмен капитал, како маргини, во насока на зголемување на потенцијалниот поврат на инвестицијата.
ЛИБОР (LIBOR) – лондонска меѓубанкарска понудена стапка на краткорочни евродоларски депозити, која се користи како заедничка основа за утврдување на каматната стапка на кредити наменети за корпорации или за други поголеми кредитори.
Модел за оцена на кредитниот рејтинг FICO (FICO score model) – модел за кредитен рејтинг, што претставува квантификација на мноштво фактори за индивидуалните услови, како што се: историјата на неизвршување на обврските, тековниот износ на долгот и временскиот период во кој поединецот врши купување кредит.
Облигации покриени со заеми (collateralized debt obligations) – претставуваат вид структурирани хартии од вредност врз основа на нехипотекарни средства, чија вредност и исплати се изведени од портфолиото на основни средства со фиксен приход.
Облигации покриени со хипотека (collateralized mortgage obligations) – претставуваат вид хипотекарни хартии од вредност каде готовинските текови од пулот може да се раздвојат и притоа да се понудат различни обврзници, чии карактеристики се разликуваат во однос на: рокот на достасување, ризикот и приносот и се продаваат на инвеститори со различни инвестициони цели.
Опции (options) – претставуваат договор при кој купувачот има право, но не и обврска, да купи или продаде основно средство по однапред одредена цена во текот на одреден времески период.
Показател за поврат на инвестициите (return on investment ratio) – мерка за ефикасноста на една актива да произведе добивка.
Показател за покриеност на хипотекарниот заем со проценета пазарна вредност на недвижноста (loan to value) – е индикатор за левериџот на кредитобарателот во моментот на поднесување на барањето за заем, со цел споредба на номиналната вредност на бараниот заем со пазарната вредност на имотот.
Претпријатија за посебна намена (special purpose vehicles) – се правни ентитети креирани од страна на фирмата (креатор) преку трансфер на средства во претпријатијата за посебна намена, за извршување на некои специфични цели или определени активности или серија нтакви трансакции.
Пут опција (put option) – претставува опција која на купувачот му дава право, но не и обврска, да продаде одредена актива на одреден ден, по однапред фиксирана цена.
Рејтинг CAMELS (CAMELS rating) – систем со кој се утврдува нумерички рејтинг на банката, базиран на проценките на супервизорот за адекватноста на капиталот, состојбата на активата, квалитетот на раководството, профитабилноста, ликвидносната позиција и сензитивноста на пазарниот ризик.
Репо договори (repurchase transactions) – претставуваат инструмент кој опфаќа привремена продажба на хартии од вредност од страна на банката, со обврска да ги откупи по истекот на одредено време, по однапред утврдена цена.
Ризично прилагоден поврат на капиталот (Risk – adjusted return on capital-RAROC) – претставува прилагодување на повратот на инвестицијата, со вклучување на елементот на

ризик, што обезбедува можност за споредба на повратот на неколку различни проекти со различното ниво на ризик на лицата одговорни за донесување одлуки.

Свопови (swaps) – претставуваат договори меѓу две страни за замена на исплатата на една актива со друга актива.

Свопови на каматни стапки (interest rate swaps) – претставуваат договори меѓу две страни за реализација на периодични каматни исплати од една на друга страна во текот на времетраењето на свопот, врз основа на однапред одредена низа на датуми, заснован на хипотетичкиот износ на главнината.

Свопови за кредитна несолвентност (credit default swaps) – претставуваат двострани финансиски договори каде периодичната фиксна провизија или еднократна премија се исплатува на продавачот на заштитата, при што продавачот има обврска да го реализира плаќањето при појава на специфичниот кредитен настан.

Секјуритизација (securitization) – се состои од конкретни операции во кои одреден број неликвидни финансиски инструменти се здружуваат во пул, се групираат и, врз основа на нив, се реализира емисија на хартии од вредност.

Структурирани инвестициони претпријатија (structured investment vehicles) – претставуваат пул на инвестирани средства со цел остварување добивка врз основа на кредитните распони меѓу краткорлниот долг и долгорочните структурирани финансиски производи, како хартиите од вредност, врз основа на нехипотекарни средства.

Структурирани свопови (structured swaps) – претставуваат финансиски инструменти креирани со цел да се изврши хеџинг на изложеноста на ризикот од промена на каматни стапки кај портфолијата на хипотекарни заеми.

Федерална национална хипотекарна асоцијација (Federal National Mortgage Association) – претставува спонзорирано претпријатие од страна на Владата, основано во 1938 година со цел да обезбеди проширување на тековите на хипотекарните средства преку создавање секундарен хипотекарен пазар.

Федерална хипотекарна корпорација за станбени заеми (Federal Home Loan Mortgage Corporation) – е акционерско претпријатие спонзорирано од страна на Владата со овластување добиено од страна на Конгресот во 1970 година, во насока на обезбедување на готовински текови на хипотекарните кредитори за поддршка на сопственоста на домовите и издавање на становите под закуп за лицата со средно ниво на доход.

Фјучерси (futures) – претставуваат законски договори помеѓу купувачот и продавачот за купување или продажба на одредена актива (хартии од вредност, валути, стоки), или на индекс кој ги претставува таквите средства во иднината, по цена договорена денес.

Фјучерси на краткорочни каматни стапки (short term interest rate futures) – претставува договор со кој се фиксира цената на каматата на хипотетичниот фиксен паричен депозит за одреден период во иднина.

Форвард договори (forward contracts) – претставуваат инструменти на пазарот преку шалтер со кои се гарантира размена на одреден износ на стоки или валути една за друга, на однапред одреден датум.

Хеџ фонд (hedge fund) – има за цел управување со портфолиото на инвестиции со употреба на напредни инвестициони стратегии како задолжување, долги, кратки и деривативни позиции на домашните и меѓународните пазари, со цел генерирање високи приноси.

Хипотекарни заеми (mortgage loans) – претставуваат долгорочни заеми коишто се обезбедени со хипотека на недвижен имот.

Хипотекарни инвестициони инструменти во недвижности (real estate mortgage investment conduit) – претставуваат хипотекарни хартии од вредност од инвестициона класа со хипотекарни пулови, поделени според различното достасување и класите на ризик.

Хипотеки со прилагодлива стапка (adjustable-rate mortgages) – претставуваат заеми обезбедени со недвижност, кај кои каматната стапка периодично се приспособува на промените на пазарните каматни стапки.

Хипотекарни хартии од вредност (mortgage backed securities) – претставуваат секјуритизиран удел во пул на хипотеки.

БИБЛИОГРАФИЈА:

1. Acharya, V., & Matthew, R. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

2. Adams, P. (2005, July 2). "UK securitization market fears tougher times". *Barclays capital*. IFLR.

3. Ahamed, L. (2009). *Lords of Finance: The Bankers who Broke the World.* USA: The Penquin Press.

4. Ajady, R., & Georges, P. (2004, April). *Banking Consolidation in EU: Overview and Prospects.* CEPS Research Report on Finance and Banking.

5. Akerlof, G., & Robert, S. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism.* Princeton: Princeton University Press.

6. Alexander, K., John, E., Avinash, P., & Robert, R. (2007). "Financial Supervision and Crisis Management in the EU". Policy Department Economic and Scientific Policy.

7. Allen, R. A. (1996). "Integrating Credit and Market Risk Managament". *Journal of Lending and Credit Risk Managament 78, no.6* .

8. Alles, L. (2001, october). *Asset securitization and structured financing: future prospects and challenges for emerging market countries*. Retrieved from www.imf.org: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01147.pdf.

9. Altman, E. I., Avery, R. B., Eisenbeis, R. A., & Sinkey, J. F. (1981). *Application of Classification Techiques in Business, Banking and Finance.* Greenwich, CT: JAI Press.

10. Altman, E. I., Haldeman, R. G., & Narayanan, P. (1977). "ZETA Analysis: A new model to identify bankruptcy risk of corporations". *Journal of Banking and Finance 5, No.3* , 29-54.

11. *At a glance: Securitization in Poland: Some legal issues.* (2007). Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP.

12. Avellaneda, M., & and Peter, L. (2000). *Quantitative Modeling of Derivative Securities.* Milan: Chapman & Hall/CRC.

13. Barker, K. (2008). "Planning policy, planning practice and housing supply". *Oxford Review of Ecomomic Policy, Volume 24, Number 1* .

14. Barker, K. (March, 2004). *Review of Housing Supply: Delivering Stability: Securing our Future Housing Needs.* HM Treasury.

15. Barrell, R., Kirby, S., & Riley, r. (2004). "The Current Position of UK House Prices". *Journal of the National Institute of Economic and Social Research* .

16. Baums, T. (1994). *Asset securitization in Europe.* Forum International.

17. Beaver, W. H. (1967). "Alternative Accounting Measures As Predictors of Failure". *The Accounting Review 43, no.1* , 113 - 122.

18. Begg, I. (December, 2006). " Lisbon Relaunched: What has changed? Is it working better?". *Special CEPS Report* .

19. Bernanke, B. S. (2010, January 3). "Monetary Policy and the Housing Bubble". Atlanta, Georgia: American Economic Association.

20. Bichler, S., & Jonathan, N. (2009). Contours of Crisis II: Fiction and Reality. *Dollar&Sense* .

21. Bichler, S., & Jonathan, N. (2008). Contours of Crisis: Plus ca change, plus c'est pareil? *Dollar&Sense* .

22. Bicksler, J., & Chen, A. (1986). "An economic analysis of interest rate swap". *Journal of Finance, 41* , 645-655.

23. **Bank for International Settlements.** (2008). "78th Annual Report 2007/2008: an overview". Basle.

24. **Bank for International Settlements.** (2009). "BIS Annual Report 2008/2009". Basle.

25. Blankfein, L. (9 February, 2009). "Do not destroy the essential catalyst of risk". *Financial Times* .

26. Blommestein, H. J., Keskinler, A., & Lucas, C. (2011). Outlook for the Securitization Market. *OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011 - Issue 1* .

27. Boleat, M., Coles, A., & Association, B. S. (1984). *The Building Societies Association.* Building Societies Association.

28. Bondt, G. D., & Ibanez, D. M. (2005). "High-yield bond diffusion in the United States, the United Kingdom and the euro area". *Journal of Financial Services Research, Vol.27 (2)* , 163-181.

29. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2007). *Financial Management: Theory & Practice.* Thomson South-Western.

30. Brown, M., Rowe, & Maw, L. (February, 2007). *"Securitization in Poland: Some legal Issues".* Mayer Brown, Rowe & Maw Gaedertz.

31. Brunnermeier, M. K. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008". *Journal of Economic Perspectives 23* , 77-100.

32. Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persuad, A., & Shin, H. (January 2009). *The fundamental principles of financial regulation, Geneva Reports on the World Economy 11*. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.

33. Bucks, B., & Pence, K. (2008). "Do Borrowers Know Their Mortgage Terms?". *Journal of Urban Economics 64* , 223.

34. Burton, T. E. (2008). *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression: 1902 Edition - Reprint 2009.* USA: The Design House.

35. Calomiris, C. W. (2000). *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective.* New York: Cambridge University Press.

36. Cameron, G., Muellbauer, J., & Murphy, A. (2006, April). "Was there a British House Price Bubble? Evidence from a Regional Panel". CEPR Discussion Paper No.5619.

37. Campbell, T., & Dietrich, K. J. (1983). "The Determinants of Default on Insured Conventional Residential Mortgage Loans". *Journal of Finance 38, no.11* , 14-26.

38. Caouette, J. B., Altman, E. I., Narayanan, P., & Nimmo, R. (2008). *Managing Credit Risk: The Great Challenge for Global Financial Markets.* Wiley Finance.

39. Carey, M., Prowse, S., Rea, J., & Udell, G. (1993). *The Economics of the Private Placement Market - Staff Study 166.* Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.

40. Carter, J., & Rick, W. (2005). *Asset securitization and synthetic structures: Innovations in the European credit markets.* Euromoney Books.

41. Case, K. E., Shiller, R. J., & Weiss, A. N. (1993). "Index-Based Futures and Options Trading in Real Estate". *Journal of Portfolio Management 19* , 83-92.

42. Casey, J. P., & Lannoo, K. (2005). *Europe's Hidden Capital Markets: Evolution, Architecture and Regulation of the European Bond Market.* Brussels: CEPS.

43. Chance, D. M. (1989). *An Introduction to Options and Futures.* Chicago: The Dryden Press.

44. Chiquier, L. (March 19, 2006). *Poland, Housing finance policy note.* World Bank.

45. Chiquier, L., & Lea, M. (2009). *Housing Finance Policy in Emerging Markets.* The World Bank.

46. Choudhry, M. (2001). *Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis.* Great Britain: Bath Press.

47. Choudry, M. (2005). *Fixed Income Securities and Derivatives Handbook: Analysis and Valuation.* New Jersey: Bloomberg Press.

48. Choudry, M., Joannas, D., Landuyt, G., Pereira, R., & Pienaar, R. (2010). *Capital Market Instruments: Analysis and Valuation.* Palgrave Macmillan.

49. Cooper, G. (December, 2008). *The Origin of Financial Crisis: Central Banks, credit bubbles and the efficient market fallacy.* New York: A division of Random House, Inc.

50. **Counsil of Mortgage Lenders.** (November 22, 2005). "Lenders respond to FSA findings on self-certification". *News&Views.*

51. Croft, J. (1 June 2007). "Time bomb for 1m mortgages". *Financial Times* .

52. Czarnecka, K. (2011, May 18-22). Polish Real Estate Market Recovery after Financial Crisis. *Property Markets* . Marrakesh, Morocco: Bringing the Gap between Cultures.

53. Davis, P. E. (2002). "Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector". *Economic Systems, Vol.26, Issue 3* , 203-229.

54. Deakin, E. B. (1972). "A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure". *Journal of Accounting Research 10, no.1* , 169-179.

55. DEMICA, R. R. (February, 2006). *Trade receivables securitization - a comparison between top US and European companies.*

56. **Deutsche Borse Group.** (2009). "The Global Derivatives Market: A Blueprint for Market Safety and Integrity". *White Paper.*

57. Diamond, D. B., & Michael J., L. (1992). "Housing Finance in Developed Countries: An International Comparison of Efficiency". *Journal of Housing Research, Vol.3, Issue 1* , 1-271.

58. Doha, A. (2003). *International Regulatory Rivalry in Open Economies: The Impact of Deregulation on the US and UK Financial Markets.* Aldershot: Asghate Publishing Limited.

59. Dugan, J. C. (2010, April 8). "Statement of John C. Dugan, Controller of the Currency before the Financial Crisis Inquiry Commission". http:// www.occ.treas.gov/news-issuances/congressional-testimony/2010/pub-test-2010-39-oral.pdf.

60. **Dun & Bradstreet.** (1997). *The U.S. Business Failure Record.* New York.

61. Dutordoir, M., & Gucht, L. V. (2004). "Determinants of Stockholder Reactions to Convertible Debt, Offering Announcements: An Analysis of the Western Europen Market".

Paper prepared for the Meetings of the EFMA . Basel: European Financial Management Association.

62. Egert, B., & Dubravko, M. (2007). "Determinants of House Prices in Central and Eastern Europe". *BIS Working Papers, no. 236* . Bank for International Settlements.

63. Eichengreen, B. (September, 2008). *Anatomy of the Financial Crisis.* VOX Research-based policy analysis and commentary from leading economists.

64. Elliott, J. (26 February, 2009). *"Bank Nationalization: What Is It? Should We Do It?".* Washington, D.C.: The Brookings Institution.

65. Fabozzi, F. J. (1997). *Advances in Fixed Income Valuation Modeling and Risk Management.* John Wiley & Sons.

66. Fabozzi, F. J., & Modigliani, F. (1996). *Capital Markets: Institutions and Instruments.* Prentice-Hall International, Inc.

67. Fabozzi, F. J., Bhattacharya, A. K., & Berliner, W. S. (2007). *Mortgage Backed Securities: Products, structuring and analytical techniques.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

68. Fabozzi, F. J., Mann, S. V., & Choudry, M. (2002). *The global money markets.* Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

69. Fabozzi, F. J., Shiller, R. J., & Tunaru, R. (2010). "Property Derivatives for Managing European Real-Estate Risk. *European Financial Management* .

70. Farlow, A. (12 May, 2003). UK house prices: A critical assessment. *paper prepared for Credit Suisse First Boston Housing Conference.*

71. **FCIC**. (2011). "The Financial Crisis Inquiry Report". US Government Printing Office.

72. **Federal Deposit Insurance Corporation.** (2007). *Statistics on Banking.* Washington D.C.

73. **Federal Reserve Board.** (March 8, 2007). *Federal Reserve Statistical Release Z.1: Flow of Funds Accounts of the United States.* Washington D.C.

74. **FHFA.** (2009). *Report to Congress 2008.* 116-125.

75. **Financial Stability Forum.** (May 19, 2007). *Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions.*

76. Firth, M. (1995). "The Impact of Institutional Stockholders and Managerial Interests on the Capital Structure of Firms". *Managerial and Decision Economics, Vol.16* , 167-175.

77. Фити, Т. (2009). *Феноменологија на економските кризи.* Скопје: Економски факултет - Скопје. Македонска Ризница - Куманово.

78. Ford, J., & Wallace, A. (2009). "Unchartered territory: Managing mortgage arrears and possessions". London: Shelter.

79. Froot, K. A., Dwight, C. B., & Scott, M. P. (1995). *The Global Financial System: A Functional Perspective.* Harvard University Press.

80. **FSA.** (July 4, 2007). "FSA finds poor practice by intermediaries and lenders within sub-prime market". FSA/PN/081.

81. Gemmill, G. (1993). *Options Pricing - An International Perspective.* Maidenhead: McGraw Hill.

82. Girouard, N., Kennedy, M., & Andre, C. (2006). "Has the rise in debt made households more vulnerable". *Economic Department Working Paper No. 535* . Paris: OECD.

83. Girouard, N., Kennedy, M., Noord, P. V., & Andre, C. (2006). "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals". *OECD Economics Department Working Papers, No. 475* . OECD Publishing.

84. Gorton, G., & Andrew, M. (2010). "Securitized Banking and the Run on Repo". *Journal of Financial Economics* .

85. Graham, F. C., & Horner, J. E. (1988). "Bank Failure: An Evaluation of the Factors Contributing the Failure of National Banks". Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago, 406-435: The Financial Services Industry in the Year 2000.

86. Grant, J. (2008). *Mr. Market Miscalculates: The Bubble Years and Beyond.* Axios Press.

87. Greenspan, A. (March 17, 2008). "We Will Never Have a Perfect Model of Risk". *Financial Times* , p.9.

88. Gros, D., & Micossi, S. (2008, October 30). "A call for a European Financial Stability Fund", CEPS Commentary.

89. Grosse, E. R. (July 30, 2004). *The Future of Global Financial Services.* Blackwell Publishing Ltd.

90. Hayek, F. A. (1935). *Prices and production.* Routledge & Kegan Paul Ltd.

91. Hegedus, J. (2002). Housing Finance in South-East Europe. Budapest: Metropolitan Research Institute.

92. Holmans, A. (2006, October). "More households to be housed:Where is the increase in households coming from: Technical Document". Cambridge: Cambridge Centre for Housing and Planning Research.

93. Hordahl, P., & King, M. (2008, December). "Developments in Repo Markets During the Financial Turmoil". Bank for International Settlements Quarterly Review.

94. Horrigan, H. T., Case, B., Geltner, D., & Pollakowski, H. O. (2009). "REIT-Based Commercial Property Return Indices: A Model to Support and Improve Segment-Specific Investment in the Real Estate Markets". *MIT Working Paper* .

95. Hull, J. C. (1997). *Introduction to Futures and Options Markets.* Engkewood Cliffs.

96. Hull, C. J. (2000). *Options, Futures and Other Derivatives, 4th ed.* New York: Prentice Hall.

97. Hull, J. C. (2012). *Options, Futures and Other Derivatives, 8th edition.* Prentice Hall..

98. Hunt, B. (2005). *"How should Policymakers Respond to a Decline in House Prices?" in United Kingdom: Sellected Issues.* IMF Country Report No. 05/81.

99. Interactive, H. (March 19 2008). Impact of Financial Crisis Different for Five Largest European Countries and the U.S. *Financial Times/Harris Polls* .

100. **International Monetary Fund.** (2008). *Financila stress and economic downturns.* Washington D.C.: World Economic Outlook, Chapter 4.

101. **International Swaps and Derivatives Association.** (July 27, 2011). *CDS on US Sovereign Debt Q&A.*

102. Jafee, M. D., & Bertrand, R. (1995). Securitization in European mortgage markets. *First international real estate conference.* Stockholm.

103. Jarrow, R., & George, O. (December, 1991). Forward Contracts and Futures Contracts. *Journal of financial economics, 9* .

104. Keys, B., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (February, 2010). "Did Secutitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans". *Quarterly Journal of Economics, 125* , 307-362.

105. Kindleberger, C. P. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of financial crises.* NJ: John Wiley and sons.

106. Knight, D. M. (2007, February 27-28). "Speech to the Eight Annual Risk Management Convention of the Global Association of Risk Professionals". New York City.

107. Kothari, V. (June 16, 2006). *Securitization: The financial instrument of the future.* John Wiley & Sons, Pte Ltd.

108. Kravitt, J. (1998). *"Introduction to securitization"*. Retrieved from www.securitization.net: <http://www.securitization.net/knowledge/transactions/introduction.asp

109. Krugman, P. (2008). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008.* New York: W.W. Norton & Company, Ltd.

110. Landsman, W. R., Peasnell, K. V., & Shakespeare, C. (September 2008, September). "Are Asset Securitizations Sales or Loans?". *The Accounting Review, Vol.83, No.5* , 1251-1272.

111. Lannoo, K., & Mattias, L. (May, 2004). *Securities Market Regulation in the EU.* Brussels: CEPS Research Report, No.33.

112. Lannoo, K. (December, 2008). *Concrete Steps Towards More Integrated Financial Oversight: The EU's Policy Response To The Crisis.* Brussels: Centre for European Policy Studies.

113. Laszek, J. (1997). Analysis of New Entrants into the Mortgage Market in Poland. Washington: The Urban Institute.

114. Laszek, J. (april 2006 - june 2006). "Development of Housing Finance System in Poland - Lessons Learned". *Ekonomski anali br. 169* .

115. Lazonick, W. (26 September, 2008). "Everyone is paying the price for share buy-backs". *The Wall Street Journal* .

116. Leixner, C. T. (2004, February 11). *Securitization of Financial Assets.* Retrieved April 9, 2010, from www.hklaw.com: www.hklaw.com/publications/Securitization-of-Financial-Assets-02-11-2004/

117. Lewis, M. (2008). *Panic: The Story of Modern Financial Insanity.* England: Clays, Ltd.

118. Lizieri, C., Charles, W., & Stephen, L. (2001). *Financial innovation in property markets - Implications for the City of London.* London: Corporation of London in association with RICS Research Foundation.

119. Loutskina, E., & Philip, S. (April 18, 2008). Securitization and the Declining Impact of Bank Financial Condition on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates. *Financial cycles, liquidity and securitization conference.* Washington: International Monetary Fund.

120. **Македонска берза.** (февруари, 2008). "Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2007 година". Скопје: Македонска берза АД.

121. **Македонска берза.** (февруари, 2009). "Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2008 година". Скопје: Македонска берза АД.

122. **Македонска берза.** (февруари, 2010). "Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2009 година". Скопје: Македонска берза АД.

123. **Македонска берза.** (февруари, 2011). "Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2010 година". Скопје: Македонска берза АД.

124. **Македонска берза.** (февруари, 2012). "Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2011 година". Скопје: Македонска берза АД.

125. Mandelbrot, B. B., & Hudson, L. R. (2004). *The (Mis) Behaviour of Markets: A Fractal View of Risk, Run and Reward.* London: Basic Books.

126. Marston, C. R. (1995). *International financial integration: A study of interest differentials between the major industrial countries.* Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

127. Meen, G. (2005). "On the Economics of the Barker Review of Housing Supply". *Housing Studies, 20(6)* , 949-71.

128. Miles, D. (2004). *"The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View: Final Report and Recommendations".* HM Treasury.

129. Milne, A., & Wood, G. (2009). "Shattered on the Rock? British financial stability from 1866 to 2007". *Journal of Banking Regulation, 10(2)* , 89-127.

130. **Министерство за финансии на РМ.** (2000). *Проспект за обврзниците издадени од Република Македонија за намирување на побарувањата на граѓаните врз основа на депонираните девизни влогови.*

131. **Министерство за финансии на РМ.** (2003). *Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност.*

132. **Министерство за финансии на РМ.** (2006). *Стратегија за управување со јавниот долг на Република Македонија 2006-2008.*

133. **Министерство за финансии на РМ.** (2006). *Двомесечна публикација за државните хартии од вредност бр.1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8.*

134. **Ministry of finance of the Republic of Poland.** (2003). *Program for restructuring of public finances of Poland.* Transformation, integration and globalization economic research.

135. Mishkin, F. (2007). *The economics of money, banking and financial markets.* Pearson - Addison Wesley.

136. **Moody's.** (February 2, 1999). "The ABCP Market in the Third Quarter of 1998". Moody's Special Report.

137. Morris, R. C. (2008). *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy money, high rollers ant the great credit crash.* Public affairs.

138. **2009 Mortgage Market Statistical Annual**. (2009*).* "Mortgage Originations by product". Inside Mortgage Finance Publications. *Volume I: Primary Market.* p.4.

139. **2009 Mortgage Market Statistical Annual**. (2009). "Non-Agency MBS Issuance by Type". 2:13.

140. **2009 Mortgage Market Statistical Annual**. (2009). "Alternative Mortgage Originations". 1:6.

141. Moseley, F. (September/October 2008). Making Sense: The Bailout of Fannie Mae and Freddie Mac. *Dollar & Sense Magazine* .

142. Muellbauer, J., & Murphy, A. (1997). "Booms and Busts in the UK Housing Market". *The Economic Journal 107(445)* , 1701-27.

143. Muellbauer, J., & Murphy, A. (2008). "Housing markets and the economy: the assessment". *Oxford Review of Economic Policy, Vol.24, Issue 1* .

144. Munro, M. (2005). "Need a loan for any purpose? Sub prime secured lending in the UK". *Paper prepared for ENHR Conference 2005.* Iceland.

145. Murray, P. A. (2001). "Has Securitization Increased Risk to the Financial System?". *Business Economics, No.36* , 63-67.

146. Myerberg, M. (1996). The Use of Securitization by Investors and Issuers in International Markets. In T. Kendall, & T. Fishman, *A Primer on Securitization.* Cambridge: MIT Press.

147. Nacionalni stanovanjski program. *Uradni list Republike Slovenije 43/2000.*

148. **НБРМ.** (март, 2009). "Годишен извештај за работењето на НБРМ во 2008 година". Скопје: НБРМ.

149. **НБРМ.** (јули, 2009). "Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2008 година". Скопје: НБРМ.

150. **НБРМ.** (март, 2010). "Годишен извештај за работењето на НБРМ во 2009 година". Скопје: НБРМ.

151. **НБРМ.** (април, 2011). "Годишен извештај за работењето на НБРМ во 2010 година". Скопје: НБРМ.

152. **НБРМ.** (мај, 2012). "Извештај за банкарскиот систем на Република Македонија во 2011". Скопје: НБРМ.

153. Noiu, D. C., Stefano, M., Jacopo, C., & Fabrizia, P. (2009). *Keep it simple policy responses to the financial crisis.* Brussels: CEPS.

154. Obay, L. (2000). *Financial Innovation in the Banking Industry: The Case of Asset Securitization.* New York: Garland Publishing, Inc.

155. **Organization for Economic Cooperation and Development.** (2006). *Pension Markets in Focus.* Issue 3.

156. **Organization for Economic Cooperation and Development.** (2009). *OECD Economic Surveys: United Kingdom.* Paris: OECD.

157. Orlowski, T. L. (2008, December 18). *www.economics-ejournal.org.* Retrieved March 27, 2009, from http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2008-43.

158. Pascal, A., Martin, B., & and Patrizio, M. (2006). Selected legal aspects of European securitization practice. *Orick* .

159. Pesek, W. J. (17 February, 2005). "Bondholders in Japan Can Breathe Easily This Year". *International Herald Tribune* .

160. Петковски, М. (2004). *Финансиски пазари и институции.* Скопје: Економски факултет - Скопје.

161. Petrova, D. T. (2009). Implications of the current financial crisis on the new EU member states, Bulgaria and Romania. *7th Annual Claremont - US Undergraduate Research Conference on the European Union.* Claremont.

162. Pettis, M. (2001). *The Volatility Macnine: Emerging Economies and the Threat of Financial Colapse.* Oxford University Press, Inc.

163. Pozsar, Z., Tobias, A., Adam, A., & Hayley, B. (2010). *Shadow Banking.* New York: Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458.

164. Pryke, M., & Freeman, T. (1994). "Mortgage-backed securities in the United Kingdom:The background". *Housong Policy Debate, Vol.5, Issue 3* , 325-331.

165. Puplava, J. J. (2004, August 4). "The Carry Trade Economy". Financial Sense Archive.

166. **Raiffeisen International.** (2006). *Securitization in Poland.* Vienna: Raiffeisen, member of RZB group.

167. Reinhart, R. C., & Rogoff, S. K. (2008b, December). Banking crises: An Equal Opportunity Menace, Working Paper No. 14587. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

168. Renaud, B. (1994). "The 1985-1994 Real Estate Cycle: An Overview". *Journal of Real Estate Literature, No.5* .

169. Renaud, B. M. (1996). "Housing Finance in Transition Economies". *World Bank* . Washington D.C.

170. Rochet, C.-J. (2008). *Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

171. Schiantarelli, F., & Sembenelli, A. (1997). The Maturity Structure of Debt: Determinants and Effects on Firms. Washington D.C.: World Bank Policy Research Working Paper WPS 1699, World Bank.

172. Scott, J. (1981). "The Probability of Bankruptcy: A Comparison of Empirical Predictions and Theoretical Models". *Journal of Banking and Finance, no.3* , 317-344.

173. Sendi, R. (1995). "Koliko je socijalen predlagani Nacionalni stanovanjski program Republike Slovenije? *Urbani izziv; 28 -29* , 109-116.

174. Shiller, R. J., & Weiss, A. N. (1999). "Home Equity Insurance". *Journal of Real Estate Finance and Economics 19* , 21-47.

175. Shiller, J. R. (2005). *Irational Exuberance.* Princeton: Princeton University Press.

176. Shiller, J. R. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it.* NJ: Princeton University Press.

177. Staff, A. B. (2009). *Financial Market Reform: Leading Lawyers on Understanding the Precedents for the U.S. Market Crises and Proposing Solutions for Improving a Failing System.* Thompson Reuters/Asparatore.

178. **Standard & Poor's.** (2005). *EEMEA gains a foothold in the global securitization market.*

179. Stephens, M., & Quilgars, D. (2007). "Managing arrears and possessions". *Housing Finance, Issue 5* .

180. Stiglitz, J. E. (2003). *The Roaring Nineties: Seeds of Destruction.* London: Allen Lane.

181. Стојанова, Б. Д., Бранимир, Ј., Маја, К.-В., Гани, Р., & Магдалена, П. (август, 2008). *Цените на недвижностите во Република Македонија.* Скопје: НБРМ.

182. Sutton, G. (2002, September). "Explaining changes in house prices". *BIS Quarterly Review* .

183. **SUTHERLAND.** (7 January, 2009). *Avoiding "Documentation Disadvantages" in OTC Derivatives Collateral Valuation Disputes.*

184. Taleb, N. N. (25 February, 2009). "How bank bonuses let us all down". *Financial times* .

185. Tilson, W., & Tongue, G. (2009). *More Mortgage Meltdown: 6 Ways to Profit in These Bad Times.* John Wiley & Sons, Inc.

186. Trichet, J.-C. (2008, April 14). "Remarks on the recent turbulences in global financial markets". *Global Economic Policy Forum 2008* . New York: New York University.

187. Tsatsaronis, K., & Haibin, Z. (2004, March). "What Drives House Price Dynamics: Cross-Country Evidence". *BIS Quarterly Review* .

188. Turner, G. (2008). *The Credit Crunch: Housing Bubbles, Globalization and the Worldwide Economic Recession.* London: Pluto Press.

189. Twinn, C. I. (1994). "Asset-backed securitization in the United Kingdom". *Quarterly bulletin* . Bank of England.

190. **USAID/RHUPO.** (2000). "Solving housing problem, lessons from Poland and Hundary in creating a new housing finance system". Washington: NBP, GUS.

191. **U.S. Census Bureau.** (2008). "Housing Vacancies and Homeownership (CPS/HVS), Historical Table 14. Homeownership Rates for the U.S. and Regions: 1965 to Present." *U.S. Census Bureau.*

192. Vallee, E. D. (2007, April 1). " A New Plateau for the U.S. Securitization Market". Washington D.C.

193. White, D. e. (2007, April 4). Euro Vision: Home Truths. *ABN Amro Research Paper* . ABN AMRO Bank NV.

194. White, R. W. (2007, January 25). *www.bis.org*. Retrieved March 20, 2009, from http://www.bis.org/speeches/sp070125.htm.

195. Whitehead, C., & Gaus, K. (2007). At any cost? Access to housing in a changing financial marketplace. London: Shelter.

196. Wicik, A., Adrian, D., Alexander, M., & Vas, K. (December 2002). *Securitization in Poland.* Fitch Ratings.

197. Wignall, A. B., Paul, A., & Se Hoon, L. (2008). "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues". *OECD Journal: Financial Market Trend* .

198. Williams, M. (2009, February 25). "The global financial crisis - can we withstand the shock". Barbados.

199. Wolf, M. (2009). *Fixing Global Finance.* New Havet, CT and London: Yale University press.

200. **World Bank.** (2002). *Financial development through future-flow securitization.* Economic policy, No.69.

201. **World Bank.** (2009). *World Bank Group Guarantee Instruments 1990-2007: An Independent Evaluation.* Independent Evolution Group Studies.

202. Yao, S., Dan, L., & Stephen, M. (2010). "Impact of the US Credit Crunch and Housing Market Crisis on China". *Journal of Contemporary China, 19(64)* , 401-417.

203. Zakaria, H. R., & Ismail, G. A. (2009). Bank's Securitization Indicator. *International Research Journal of Finance and Economics, Issue 24* .

204. Zandi, M. (2008). *Financial shock: A 360 Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis.* New Jersey: FT Press.

205. Шукаров, Љ., & З, Ивановски. (2005). *Хартии од вредност и портфолио менаџмент.* Скопје: Три.