

УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ - СКОПЈЕ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ - СКОПЈЕ



**ПЕРСПЕКТИВИ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ПОСЛЕ
ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА**

-ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА-

Ментор:
проф. д-р Михаил Петковски

Изработил:
м-р Емилија Велкова

Скопје, мај 2017 година

Ss. CYRIL AND METHODIUS UNIVERSITY - SKOPJE

FACULTY OF ECONOMICS



**PERSPECTIVES ON THE MORTGAGE LENDING AFTER THE GLOBAL
FINANCIAL CRISIS**

-DOCTORAL DISSERTATION-

Mentor:
Prof. Mihail Petkovski Ph.D.

Done by:
Emilija Velkova M.Sc.

Skopje, may 2017

На моите родители

Апстракт

Американската „subprime“ хипотекарна криза беше еден од првите индикатори на подоцнежната финансиска криза, карактеризирана со пораст на неплаќањата на „subprime“ хипотекарните долгови и заплenuвањата на недвижностите. Деталната анализа на причините за појавата на „subprime“ хипотекарната криза ни помага во разгледувањата и анализата на можните решенија и поуки од хипотекарната криза. Тоа понатаму води кон утврдувањето дека е повеќе од потребен нов пристап кон хипотекарното кредитирање како предлог за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во развиените земји. Искуствата на развиените земји, како и искуствата на некои од поранешните социјалистички земји се многу корисни и водат кон утврдување на појдовните основи за развивање на примарниот хипотекарен пазар и создавањето на секундарниот хипотекарен пазар во Република Македонија во иднина.

Клучни зборови: хипотекарен пазар; примарен хипотекарен пазар; секундарен хипотекарен пазар; хипотекарно кредитирање; „subprime“ хипотекарна криза; нов пристап кон хипотекарното кредитирање.

Abstract

The U.S. subprime mortgage crisis was one of the first indicators of the subsequent financial crisis, characterized by rise in subprime mortgage delinquencies and foreclosures. A detailed analysis of the causes of the subprime mortgage crisis helps us in the deliberations and the analysis of the possible solutions and lessons learned from the subprime crisis. That further leads toward determination that it is more than needed a new approach to mortgage lending as a proposal for the future development of mortgage lending process in the developed countries. The experiences of the developed countries, as well as the experiences of some of the former socialist countries are very useful and lead toward determination of the starting points for development of the primary mortgage market and the creation of the secondary mortgage market in the Republic of Macedonia in the future.

Key words: mortgage market; primary mortgage market; secondary mortgage market; mortgage lending; "subprime" mortgage crisis; new approach to mortgage lending.

СОДРЖИНА

СПИСОК НА ТАБЕЛИ	5
СПИСОК НА ГРАФИКОНИ	6
СПИСОК НА ГРАФИЧКИ ПРИКАЗИ.....	8
ВОВЕД.....	9
I. УЛОГАТА НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ЗА ВРЕМЕ НА ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА	15
1. Позадина на глобалната економска криза и нејзината поврзаност со хипотекарното кредитирање	16
1.1. Американската „subprime“ хипотекарна криза.....	17
1.2. Состојбата на хипотекарниот пазар во периодот на „subprime“ хипотекарната криза	18
2. Причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза	20
2.1. Растеж на цените на недвижностите („housing bubble“)	22
2.2. Високоризични хипотекарни кредити	23
2.3. Неточен кредитен рејтинг	26
2.4. Практикување на процесот на секјуритизација.....	28
2.5. Користењето на финансиските инструменти - кредитни „default“ свопови.....	32
2.6. „Епидемија“ на хипотекарна измама	34
2.7. Владините политики.....	36
2.8. Политиките на централните банки	45
2.9. Нивото на задолженост на финансиските институции	49
2.10. Бум и колапс на „банкарскиот систем во сенка“	52
3. Влијанија на „subprime“ хипотекарната криза во САД и врз финансиските пазари.....	55
4. Влијанија на „subprime“ хипотекарната криза во Европа	66
II. РАСПРАВА ЗА РЕШЕНИЈА И ПЕРСПЕКТИВИ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ПОСЛЕ ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА	73
1. Разгледувања и анализи на можни решенија и поуки од хипотекарната криза.....	74
1.1. Ликвидност	74
1.2. Солвентност.....	77
1.3. Економски стимул и фискална политика	83
1.4. Влада на финансиска помош	87
1.5. Помош на сопствениците на домови	90
1.6. Судир на интереси	95
1.7. Лобирање	97
1.8. Регулација	98
2. Нов пристап кон хипотекарното кредитирање после кризата како предлог за идниот развој на процесот на хипотекарно кредитирање во развиените земји	116
III. ПЕРСПЕКТИВИ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ВО НЕКОИ ОД ПОРАНЕШНИТЕ СОЦИЈАЛИСТИЧКИ ЗЕМЈИ И РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	121
1. Расправа за досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји	122

1.1. Искуството на Романија	122
1.2. Искуството на Бугарија	133
1.3. Искуството на Хрватска	140
2. Расправа околу предлозите за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји	147
3. Расправа за досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија.....	156
3.1. Минати и актуелни движења на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија – анализа со помош на прашалник	170
3.2. Клучни параметри кои влијаат на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија	182
4. Расправа околу предлозите за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија	189
ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА.....	193
ЛИТЕРАТУРА.....	210
ПРИЛОЗИ.....	231
ПРИЛОГ БР.1	232
ПРИЛОГ БР.2	236

СПИСОК НА ТАБЕЛИ

Табела бр. 1: Нетрадиционални хипотекарни кредити и поставени цели за станбени единици по пристапни цени.....	40
Табела бр. 2: Купувања на subprime и Алт-А хипотекарни кредити од страна на владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises).....	42
Табела бр. 3: Купувања на subprime хипотекарни кредити од страна на Федералната национална хипотекарна (Fannie Mae) во периодот од 2004 до 2007 година	43
Табела бр. 4: Реален БДП во некои од земјите во Европската Унија во периодот од 2007 година до 2012 година	69
Табела бр. 5: Статус на модификуваните хипотекарни кредити во периодот од 2008 до третиот квартал на 2013 година	94
Табела бр. 6: Макроекономски преглед на Романија во периодот од 2004 до 2014 година	123
Табела бр. 7: Макроекономски преглед на Бугарија во периодот од 2004 до 2013 година	134
Табела бр. 8: Макроекономски преглед на Хрватска во периодот од 2004 до 2014 година	144
Табела бр. 9: Проценка на инвестицискиот потенцијал во хипотекарни обврзници на најголемите домашни институционални инвеститори во Република Хрватска	150
Табела бр. 10: Макроекономски преглед на Република Македонија во периодот од 2004 до 2015 година	157
Табела бр. 11: Реализирани хипотеки и залози во Република Македонија во периодот од 2003 до 2015 година	158
Табела бр. 12: Учество во проценти (%) на станбените кредити во структурата на кредитите на домаќинствата	169
Табела бр. 13: Поделба на банките во Република Македонија според вкупната актива.....	171
Табела бр. 14: Најголем процент на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2004 до 2014 година.....	174
Табела бр. 15: Најмал процент на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2004 до 2014 година.....	175
Табела бр. 16: Најголема побарувачка на хипотекарни кредити во досегашното работење	176
Табела бр. 17: Најповолна понуда на хипотекарни кредити во досегашното работење	176
Табела бр. 18: Видови хипотекарни кредити на анкетираниите банки и штедилници	178
Табела бр. 19: Рок на доспевање на хипотекарните кредити (најкраткиот и најдолгиот рок на враќање на хипотекарниот кредит) кај анкетираниите банки и штедилници	180
Табела бр. 20: Референтна каматна стапка на НБРМ	185
Табела бр. 21: Номинален БДП и реалната стапка на раст на БДП во Република Македонија во периодот од 2004 година до 2015 година.....	187

СПИСОК НА ГРАФИКОНИ

Графикон бр. 1: Хипотекарен пазар во САД (subprime, секјуритизиран и несекјуритизиран дел од хипотекарниот пазар).....	17
Графикон бр. 2: Неплаќања на хипотекарните долгови според типот на кредитот	19
Графикон бр. 3: Стапката на федералните фондови и хипотекарните каматни стапки во периодот од 2001 до 2008 година	46
Графикон бр. 4: Традиционален и банкарски систем во сенка	54
Графикон бр. 5: Пазарен индекс С&П 500 (S&P 500)	56
Графикон бр. 6: Реален бруто домашен производ во САД.....	56
Графикон бр. 7: Стапка на невработеност во САД	57
Графикон бр. 8: S&P/Case-Shiller 20-city composite home-price индекс	58
Графикон бр. 9: Нето-вредност на американските домаќинства и непрофитните организации	58
Графикон бр. 10: Резиденцијални приватни инвестиции во САД.....	59
Графикон бр. 11: Нерезиденцијални приватни инвестиции во САД	59
Графикон бр. 12: Вкупен национален долг како процент на бруто домашниот производ во САД.....	60
Графикон бр. 13: Состојбата на депозитните институции осигурени од страна на Федералната корпорација за осигурување на депозити (FDIC) во периодот од 2006 до 2010 година	62
Графикон бр. 14: Буџетски дефицити во САД во периодот од 2005 година до 2015 година.....	63
Графикон бр. 15: ТЕД распон (TED spread)	64
Графикон бр. 16: Инвестиции во фондови на пазарот на пари	65
Графикон бр. 17: Тримесечен ЛИБОР.....	66
Графикон бр. 18: Буџетски дефицит/суфицит како % од БДП во период од 2007 година до 2009 година.....	68
Графикон бр. 19: Буџетски дефицит/суфицит како % од БДП во период од 2010 година до 2012 година.....	68
Графикон бр. 20: Јавниот долг како % од БДП во период од 2007 година до 2009 година	70
Графикон бр. 21: Јавниот долг како % од БДП во период од 2010 година до 2012 година	70
Графикон бр. 22: Стапка на невработеност во период од 2007 година до 2009 година	71
Графикон бр. 23: Стапка на невработеност во период од 2010 година до 2012 година	72
Графикон бр. 24: Квартален ефект на Актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) и последователните фискални мерки врз вработеноста во периодот од 2009 до 2012 година	85
Графикон бр. 25: Квартален ефект на Актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) и последователните фискални мерки врз БДП во периодот од 2009 до 2012 година.....	86
Графикон бр. 26: Коефициент на адекватност на капиталот (Capital Adequacy Ratio - CAR или Capital to Risk (Weighted) Assets Ratio - CRAR)	105

Графикон бр. 27: Вкупно ненаплатени обврзници со покритие на хипотека (во милиони евра).....	151
Графикон бр. 28: Вкупна емисија на обврзниците со покритие на хипотека (во милиони евра).....	152
Графикон бр. 29: Вкупно ненаплатени станбени кредити (во милиони евра)...	153
Графикон бр. 30: Нето станбени кредити (во милиони евра).....	153
Графикон бр. 31: Вкупно ненаплатените станбени кредити во однос на БДП (во %)	155
Графикон бр. 32: Каматни стапки на нови станбени кредити (во %).....	155
Графикон бр. 33: Учество на категории на ризик „В“, „Г“ и „Д“ во вкупната кредитна изложеност кон секторот население.....	160
Графикон бр. 34: Промени во условите (лево) и непроменети услови (десно) при одобрувањето кредити на претпријатијата и населението	162
Графикон бр. 35: Промени во побарувачката за кредитите на претпријатијата и населението	163
Графикон бр. 36: Примени, прифатени и одбиени кредитни барања на домаќинствата во периодот од 2010 до 2011 година	164
Графикон бр. 37: Структура на кредитите на домаќинствата според типот на каматната стапка	166
Графикон бр. 38: Примени, прифатени и одбиени кредитни барања на домаќинствата во периодот од 2011 до 2012 година	167
Графикон бр. 39 Учество на хипотекарните кредити во вкупните кредити кај физичките лица (лево) и просечна цена на м ² во Р Македонија / расположлив доход по жител (десно)	189

СПИСОК НА ГРАФИЧКИ ПРИКАЗИ

Графички приказ бр. 1: Традиционален и subprime хипотекарен модел	30
---	----

ВОВЕД

Хипотекарното кредитирање претставува процес интересен за анализа. Американската „subprime“ хипотекарна криза која беше еден од првите индикатори на подоцнежната финансиска криза говори за сериозноста со која треба да пристапиме кон хипотекарното кредитирање. Оваа докторска дисертација содржи три дела и заклучни согледувања, т.е. заокружени тематски целини во кои се обработуваат одделни прашања поврзани со хипотекарното кредитирање, некои искуства на земјите во однос на хипотекарното кредитирање, глобалната економска криза и причините кои доведоа до продлабочување на кризата, а особено внимание е посветено на можните решенија и поуки од хипотекарната криза и перспективите на хипотекарното кредитирање после глобалната економска криза.

Во **првиот дел** од оваа докторска дисертација предмет на анализа е улогата на хипотекарното кредитирање за време на глобалната економска криза, за тоа колку хипотекарното кредитирање беше фактор за појава на кризата и колку самото беше погодено од кризата. Извршена е анализа на позадината на глобалната економска криза и причините кои повеќе или помалку беа врзани за хипотекарното кредитирање. Затоа посебно внимание е посветено на американската „subprime“ хипотекарна криза која беше еден од првите индикатори на подоцнежната финансиска криза, карактеристична по растот на неплаќањата на „subprime“ хипотекарните долгови и заплenuвањата на недвижностите. Растежот на цените на недвижностите, високоризичните хипотекарни кредити, неточниот кредитен рејтинг, практикувањето на процесот на секјуритизација се дел од причините кои придонесоа за продлабочување и разгорување на глобалната економска криза. „Епидемијата“ на хипотекарна измама, како една од останатите причини е разработена подетално со што е изразена преку бројки загубата која резултирала од хипотекарната измама. Една студија ја изразува оваа загуба направена помеѓу 2005 и 2007 година во бројка од 112 милијарди долари. Во овој дел станува збор и за фактот дека има цврст доказ дека најризичните хипотекарни кредити беа финансирани преку „банкарскиот систем во сенка“ и дека натпреварувањето со „банкарскиот систем во сенка“ може да ги натерало потрадиционалните институции да ги

намалат нивните стандарди за финансирање и да издаваат поризични кредити. Делот за владините политики, политиките на централните банки и нивото на задолженост на финансиските институции има свое место во овој дел од трудот посочувајќи дека секоја од горенаведените причини си има своја тежина која водела во еден правец, а тоа е разгорување на хипотекарната криза која водела кон продлабочување и резултирање со глобална финансиска криза.

Влијанието и ефектите кои ги имаше хипотекарната криза во САД и врз финансиските пазари се внимателно разработени во овој дел од трудот.

Улогата на хипотекарното кредитирање за време на глобалната економска криза е разгледана од повеќе аспекти преку искуствата на земјите од Европа.

Во **вториот дел** од трудот се дадени разгледувања и анализи на можни решенија и поуки од хипотекарната криза. Одделно се разгледани солвентноста, ликвидноста, економскиот стимул и фискалната политика, владината финансиска помош, помошта на сопствениците на домови, судирот на интереси, лобирањето, како и регулацијата и детално се разработени и изнесени неколку можни решенија со аргументи „за“ и „против“.

Тука е дадена јасна слика дека на хипотекарното кредитирање после кризата му е потребно иницирање на потребните реформи за да се изградат нови институционални основи за побезбедна економска средина. Затоа во овој дел е прикажан новиот пристап кон хипотекарното кредитирање после кризата како предлог за идниот развој на процесот на хипотекарно кредитирање во развиените земји.

Во **третиот дел** од оваа докторска дисертација е презентирана расправа за досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји. Како примери презентирани се искуствата на Романија, Бугарија и Хрватска. Со расправата околу предлозите за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање ќе биде заокружен делот во кој централно место е дадено на некои од поранешните социјалистички земји.

Третиот дел на трудов ќе заврши со расправа за досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија и расправа околу предлозите за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија со што се комплетира една целина на тема перспективите на хипотекарното кредитирање после глобалната финансиска криза.

Предмет на истражувањето на оваа докторска дисертација е глобалната финансиска криза. Американската „subprime“ хипотекарна криза е првиот од повеќето фактори кои директно и индиректно ја предизвикаа глобалната финансиска криза од 2007 до 2011, карактеристична по порастот на неплаќањата на „subprime“ хипотекарните долгови и заплenuвањата на недвижностите. Презентирани се причините кои доведоа до хипотекарната криза. Како резултат на хипотекарната кризата, преземени се чекори за справување со кризата, кои се предмет на истражување. Многу акти беа донесени со цел да се предизвика економски стимул. Исто така и ефектите врз глобалната економија, како и влијанијата врз финансиските пазари се предмет на подетално истражување.

Анализите на можните решенија и поуки од хипотекарната криза, како и новиот пристап кон хипотекарното кредитирање после кризата како предлог за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во развиените земји се исто така предмет на ова истражување и со ова воедно ќе се заокружи едно поглавје од истражувањето.

Заокружувањето на целото истражување е со делот каде предмет на истражување се досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање, како и предлозите за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји и во Република Македонија.

Целите на ова истражување се да се добијат сознанија за причините кои доведоа до појава на „subprime“ хипотекарна криза која подоцна доведе до продлабочување на кризата и прерасна во глобална финансиска криза. Причините за кризата доведуваат до фатални последици врз економијата при што се презема сет на мерки од најразлични компетентни инстанци со цел

пребродување на кризата. Овој сет на мерки и солуции ќе биде исто така цел на ова истражување, при што ќе биде развиен сет како на краткорочни, така и на долгорочни решенија за опоравување на економијата. Крајна цел ќе претставува презентирањето на новиот пристап кон хипотекарното кредитирање после глобалната финансиска криза, како и презентирањето на идниот развој на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји и Република Македонија.

Методолошки погледнато, прибирањето, систематизирањето, анализирањето и претставувањето на расположливите податоци и информации во оваа докторска дисертација под наслов **„Перспективи на хипотекарното кредитирање после глобалната финансиска криза“** е извршено со употреба на логично оправдан, заокружен и научно воспоставен пристап.

При изработката на оваа докторска дисертација се употребени повеќе квалитативни научни методи.

Како **квалитативни научни методи** се користат следниве методи: **методите на анализа и синтеза, методите на индукција и дедукција, методот на компаративна анализа**, како и **методот студија на случај**.

Со помош на методите на анализа и синтеза се истражува, обединува и систематизира расположливото научно знаење за причините кои доведоа до хипотекарната криза и мерките преземени за избавување од истата.

Со употребата на методите на индукција и дедукција се извлекуваат заклучоци за причините кои доведоа до хипотекарната криза, поуките кои треба да се извлечат од оваа криза со цел проектирање нов пристап кон хипотекарното кредитирање после глобалната финансиска криза.

Методот на студија на случајот се употребува при анализата и елаборирање на перформансите на процесот на хипотекарното кредитирање во различни временски периоди, пред и после глобалната финансиска криза.

Со методот на компаративна анализа се врши споредба на сознанијата, заклучоците и резултатите добиени со анализа на процесот на хипотекарното кредитирање пред и после глобалната финансиска криза.

Дисертацијата е презентирана во пишана форма, а дел од податоците се во форма на графикони и табели со кои ќе се презентираат резултатите од истражувањето.

Врз основа на претходно образложените цели и предмет на истражувањето кое е основа за изработката на овој труд, се утврдуваат следните резултати од истражувањето:

1. Позадината на глобалната економска криза, причините за појавата и настанувањето на хипотекарната криза и негативностите кои произлегоа од неа;
2. Разгледување и анализи на можни решенија и поуки од хипотекарната криза;
3. Изнаоѓање начин за градење на солидни и здрави принципи на хипотекарно кредитирање кои ќе водат кон просперитетна и здрава економија;
4. Предлози за иден развој на хипотекарното кредитирање во развиените економии, некои од поранешните социјалистички земји и Република Македонија.

Како сведок на последиците од глобалната финансиска криза, предизвик ми е ова истражување да биде базирано на анализирање и проучување на сите аспекти на „subprime“ хипотекарна криза, која беше првиот чекор кој водеше кон глобалната финансиска криза од 2007 до 2011. Анализирањето на процесот на хипотекарното кредитирање пред глобалната финансиска криза и перспективите на хипотекарното кредитирање после глобалната финансиска криза исто така се изложени во трудов. Предметнава докторска дисертација е истражување во кое се објаснети, анализирани, дефинирани и прецизирани сите претходно споменати елементи.

Научниот придонес на овој труд сублимирано би се состоел од следното:

- Продлабочена анализа на причините и последиците од хипотекарната криза која водеше кон продлабочување на кризата и резултираше со глобална финансиска криза;
- Поставување на сет на мерки и солүции, како краткорочни, така и долгорочни со цел опоравување на економијата од кризата;
- Анализирање на процесот на хипотекарното кредитирање пред глобалната финансиска криза и перспективите на хипотекарното кредитирање после глобалната финансиска криза;
- Поставување и расправа за нов пристап кон хипотекарното кредитирање после кризата.

**I. УЛОГАТА НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ЗА ВРЕМЕ
НА ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА**

1. Позадина на глобалната економска криза и нејзината поврзаност со хипотекарното кредитирање

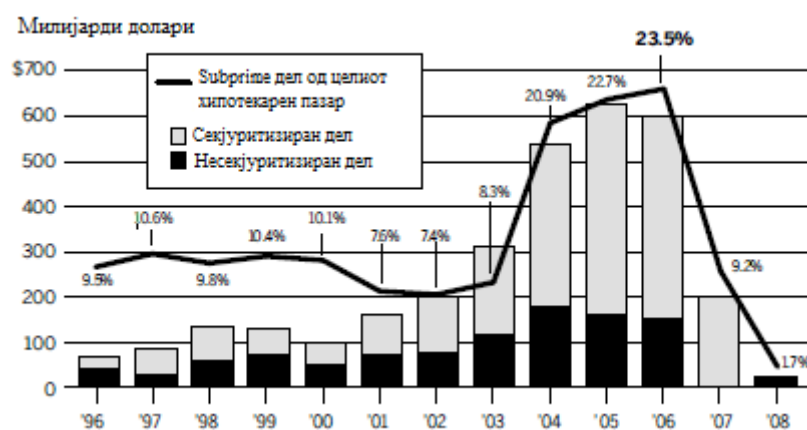
Еден од првите индикатори на подоцнежната финансиска криза беше американската „subprime“ хипотекарна криза, карактеризирана со пораст на неплаќањата на „subprime“ хипотекарните долгови и заплenuвањата на недвижностите. Процентот на „subprime“ хипотеките пораснаа драматично од регистрирани 7-8 % од 2000-та до 2003-та година, до отприлика 18-20 % од 2004-та до 2006-та година (Simkovic, 2013). Голем процент од овие „subprime“ хипотеки, на пример над 90 % во 2006-та година, беа хипотеки со променлива каматна стапка (ARM) (Zandi, 2009). Горенаведените две промени што се случија укажуваат на фактот дека стандардите на позајмување беа евидентно намалени, а тоа повлекува повисок ризик на кој беа изложени хипотекарните продукти. Исто така, американските домаќинства според статистичките податоци покажуваа растечка задолженост. Така, односот на задолженост спрема личниот доход од 77 % во 1990-та година се зголеми на 127 % до крајот на 2007-та година, при што поголем дел од овој пораст беше поврзан со хипотеки (The Economist, 2008).

Во средината на 2006-та година цените на куќите во САД го достигнаа својот врв, за да веднаш потоа нагло почнаа да опаѓаат, што дополнително го отежнуваше рефинансирањето на хипотекарните заеми. Ресетирањето на хипотекарните заеми со променлива каматна стапка (ARM) на повисоки каматни стапки предизвика зголемување на неплаќањата на хипотекарните долгови. Хартиите од вредност што беа обезбедени со хипотеки, вклучувајќи ги и „subprime“ хипотеките, го изгубија поголемиот дел од нивната вредност. Така, глобалните инвеститори драстично ги намалија купувањата на хартиите од вредност обезбедени со хипотеки со што се покажува намалениот капацитет на приватниот финансиски систем да се поддржи кредитирањето (Simkovic, 2013). Се доведе до прашање исправноста на американскиот кредитен и финансиски пазар, што доведе до затегнување со заемите низ целиот свет и забавување на економскиот растеж во САД и Европа.

1.1. Американската „subprime“ хипотекарна криза

„Американскиот станбен меур“ достигна кулминација во 2005-2006 година. Заемодавачите почнаа да издаваат (оригинираат) голем број на високоризични хипотекарни кредити во периодот од 2004-та до 2007-та година. Највисоката регистрирана стапка на оригинирани „subprime“ хипотекарни кредити, како што е прикажано на графиконот бр.1, бележи 23,5 % во 2006-та година.

Графикон бр. 1: Хипотекарен пазар во САД („subprime“, секјуритизиран и несекјуритизиран дел од хипотекарниот пазар)



Извор: The Financial Crisis Inquiry Commission (2011)

Во овој период (2004-2006 година) дадените кредити имаа повисоки каматни стапки во споредба со кредитите дадени пред или после овој период од страна на заемодавачите. Од друга страна, заемобарателите поради долгорочниот тренд на зголемувањето на цените на недвижностите и полесните почетни услови за добивање кредит беа охрабрени да ги прифатат овие заеми со повисоки каматни стапки, надевајќи се дека ќе бидат способни брзо да ги рефинансираат заемите по многу поповолни услови. Од 2002-та до 2004-та година значајна сума пари се слеваше од растечките економии во Азија во САД. Овој прилив на странски пари во комбинација со ниските каматни стапки во тој период (2002-2004 година) придонесоа за поволни кредитни услови. Ова беше исто така една од причините за креирањето на „Американскиот станбен и

кредитен меур“. Кредитите (вклучувајќи ги и хипотекарните) беа лесни за добивање.

Исто така, побарувачката за финансиската иновација – хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS) значително порасна, со што инвеститорите низ светот инвестираа во американскиот станбен пазар. Во 2006-2007 година цените на недвижностите почнаа да опаѓаат во многу делови на САД, со што рефинансирањето стана многу тешко. Цените на становите не се зголемија како што се очекуваше, додека ARM каматните стапки се зголемија. Ова повлече затворање на хипотекарните кредити. Исто така, како што станбените цени паѓаа, поголемите глобални финансиски институции кои инвестираа во голема мера во хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS), објавија значајни загуби. Опаѓачките цени на недвижностите резултираа со 23 % помала вредност на американските недвижности во однос на хипотекарниот заем до септември 2010-та година, што предизвика стимул на должниците да започнат со затворање на заемите (Wells Fargo Securities Economics Group, 2010). Оваа епидемија на затворање на заемите, во која „subprime“ хипотекарните кредити се еден дел, која започна при крај на 2006-та година во САД, продолжи да биде клучен фактор во глобалната економска криза бидејќи го „цеди“ богатството на потрошувачите и ја еродира финансиската сила на банкарските институции.

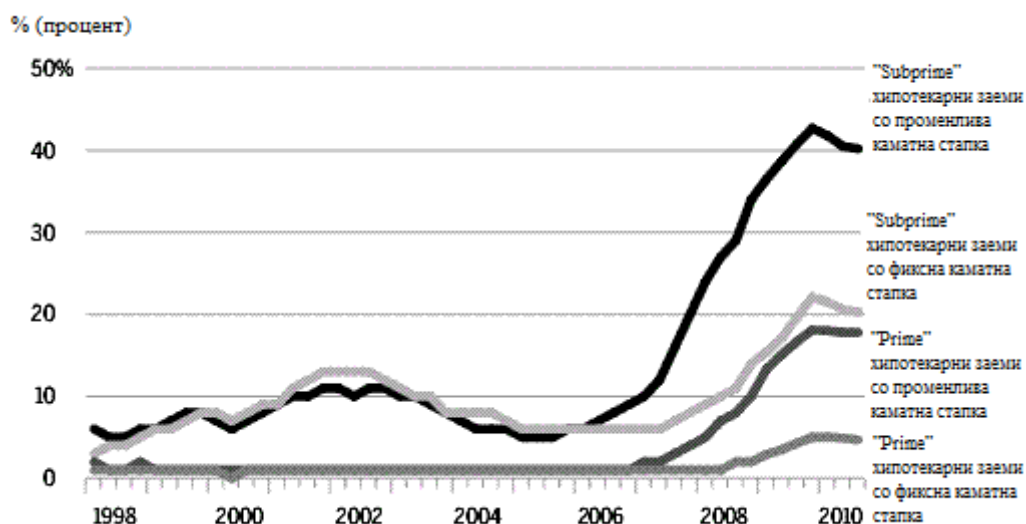
1.2. Состојбата на хипотекарниот пазар во периодот на „subprime“ хипотекарната криза

Вредноста на американските „subprime“ хипотекарни кредити беше проценета на 1,3 трилиони долари во март 2007-та година (The Associated Press, 2007), со над 7,5 милиони долари неотплатени „subprime“ хипотекарни кредити со приоритетно право на ретенција (first-lien subprime mortgages) (Bernanke, 2007).

Процентот на кредити кои имаат деликвентни плаќања во портфолиото на кредити се искажува преку стапката на деликвенција. Неплаќањата на хипотекарните долгови, како што е прикажано на графиконот бр. 2, варираа

зависно од типот на заем. „Subprime“ хипотекарните заеми со променлива каматна стапка (ARM) почнаа да покажуваат пораст на сериозна деликвенција на почетокот на 2006-та година и покрај тоа што цените на недвижностите го достигнуваа својот врв. Овие стапки брзо се зголемија до 20 % во 2007-та година. До крајот на 2009-та година, стапката на деликвенција на „subprime“ хипотекарните заеми со променлива каматна стапка (ARM) беше 40 %. „Prime“ хипотекарните заеми со променлива каматна стапка (ARM) не ослабеа сè до 2007-та година, во скоро исто време како и „subprime“ хипотекарните заеми со фиксна каматна стапка. „Prime“ хипотекарните заеми со фиксна каматна стапка, кои од историска гледна точка беа најмалку ризични, покажаа бавен раст на сериозна деликвенција што коинцидираше со растечката сериозност на рецесијата и невработеноста во 2008-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). Заклучокот е дека приближно половина од запленувањата на недвижностите во САД беа „subprime“ хипотекарните заеми.

Графикон бр. 2: Неплаќања на хипотекарните долгови според типот на кредитот



Извор: The Financial Crisis Inquiry Commission (2011)

Вредноста на сите неотплатени станбени (residential) хипотекарни кредити, што ги должат американските домаќинства за купување на резиденции за домување за најмногу 4 семејства, беше 9,9 трилиони американски долари на крајот на

2006-та година, а во средината на 2008-та година достигна износ од 10,6 трилиони американски долари (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2008). За време на 2007-та година, заемодавателите отпочнаа процедури на заплenuвања на приближно 1,3 милиони имоти, што значи 79 % зголемување во однос на 2006-та година (RealtyTrac, 2008). Овој износ порасна до 2,3 милиони во 2008-та година, што значи 81 % раст во однос на 2007-та година (RealtyTrac, 2009), и повторно 2,8 милиони во 2009-та година, што значи 21 % пораст во однос на 2008-та година (RealtyTrac, 2010).

До август 2008-та година, 9,2 % од сите неотплатени американски хипотеки беа или деликвентни или во процес на заплenuвање (Mortgage Bankers Association, 2009). До септември 2009-та година, оваа цифра порасна на 14,4 % (Mortgage Bankers Association, 2009). Помеѓу август 2007-та и октомври 2008-та година, 936.439 американски станovi ги комплетираа заплenuвањата (Clifford, 2008). Заплenuвањата беа концентрирани во одредени држави како во однос на бројот, така и во однос на стапката на поднесоци за заплenuвање (Reynolds, 2009). Десет држави претставуваа 74 % од поднесоците за заплenuвање за време на 2008-та година, додека првите две од нив (Калифорнија и Флорида) претставуваа 41 %. Девет држави беа над просечната национална стапка на заплenuвања од 1,84 % од домаќинствата (RealtyTrac, 2009).

2. Причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза

Главните причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза се:

- Растеж на цените на недвижностите (housing bubble)
- Високоризични хипотекарни кредити
- Неточен кредитен рејтинг
- Практикување на процесот на секјуритизација
- Користењето на финансиските инструменти - кредитни „default“ свопови

- „Епидемија“ на хипотекарна измама
- Владините политики
- Политиките на централните банки
- Нивото на задолженост на финансиските институции
- Бум и колапс на „банкарскиот систем во сенка“

Во продолжение на оваа глава поодделно ќе бидат разгледани горенаведените главни причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза.

Американската Анкетна комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) е комисија составена од 10 члена назначена од Владата на САД со цел да се испитаат причините за финансиската криза од 2007 до 2010 година. Оваа Комисија е исто така позната и како Ангелидес комисија, именувана според презимето на претседателот Фил Ангелидес (Phil Angelides). Во јануари 2011-та година оваа Комисија ги соопшти своите резултати. Беше заклучено дека „кризата можеше да се избегне и беше предизвикана од:

1. Широко распространетите неуспеси во финансиската регулација, вклучувајќи го неуспехот на Централната банка да го запре бранот на токсични хипотеки;
2. Драматични неуспеси во корпоративното управување вклучувајќи премногу финансиски фирми кои делуваа невнимателно преземајќи преголеми ризици;
3. Експлозивниот микс на прекумерно задолжување и ризик од страна на домаќинствата и Вол Стрит кои го ставија финансискиот систем во колизија со кризата;
4. Клучните креатори на политики лошо подготвени за кризата, имајќи недостиг за целосно разбирање на финансискиот систем што го контролираа и

5. Системските прекршувања во однос на одговорноста и етиката на сите нивоа.“ (Rushe, 2011).

2.1. Растеж на цените на недвижностите (housing bubble)

Пред кризата, ниските каматни стапки во комбинација со големите приливи на странски парични средства придонесоа за поволни кредитни услови. Со ова се охрабруваше потрошувачката финансирана од долг и исто така пазарот на недвижности доживеа процут. Стапката на сопствениците на домови во САД се зголеми од 64,2 % во 1994-та година на 69,2 % во 2004-та година (Census.gov, n.d.). Subprime заемите беа главни придонесувачи за ова зголемување на стапката на сопствениците на домови и на целокупната побарувачка на домови, кои доведоа до зголемување на цените на недвижностите.

Помеѓу 1997-та и 2006-та година, според S & P, цените на куќите во САД се зголемија и до 124 % (The Economist, 2007). Во периодот од 1981-та до 2001-та година, националната средна вредност на цена на куќа се движеше од 2,9 до 3,1 пати во однос на средниот приход на едно домаќинство. Овој однос се покачи од 4 во 2004-та година до 4,6 во 2006-та година (Steverman and Bogoslaw, 2008). Долгот на американското домаќинство како процент од годишниот расположлив личен доход беше 130 % на крајот од 2007-та година наспроти 83 % во 1990-та година (Krugman, 2010).

Како што цените на куќите растеа, потрошувачите сè повеќе позајмуваа. Така, долгот на домаќинствата порасна од 707,8 милијарди долари на крајот од 1974-та година, што беше 64,45 % од расположливиот личен доход (вкупниот расположлив личен доход на крајот од 1974 година изнесувал 1.098,3 милијарди долари т.е. 1,1 трилион долари), на 7.348,9 милијарди долари т.е. 7,35 трилиони долари на крајот на 2000-та година, што беше 99,3 % од расположливиот личен доход (вкупниот расположлив личен доход на крајот од 2000-та година изнесувал 7.400,5 милијарди долари т.е. 7,4 трилиони долари) и конечно на 14.278,7 милијарди долари т.е. 14,28 трилиони долари на крајот на 2008-та

година, што беше 129,87 % од расположливиот личен доход (вкупниот расположлив личен доход на крајот од 2008-та година изнесувал 10.994,4 милијарди долари т.е. околу 11 трилиони долари) (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2016).

Американскиот станбен хипотекарен долг во однос на БДП кој изнесуваше во просек 46 % за време на 1990-тите се зголеми на 73 % во 2008-та година достигнувајќи долг од 10,5 трилиони долари (Barr, 2009). Така, во 2001-та година сумата на хипотекарен долг на едно семејство изнесуваше 91.500,00 долари, додека во 2007-та година се зголеми на 149.500,00 долари (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.21).

После оваа експлозија на цените на становите, кон средината на 2006-та година дојде до опаѓање на цените на становите. Овој голем пад на цените на становите придонесе многу должници да имаат нула или негативен капитал, што значеше дека нивните домови вредеа помалку од нивните хипотеки. Зголемените стапки на заплenuвања ја зголемија листата на куќите (недвижностите) понудени за продажба. Во 2007-та година беше регистриран рекорден пад од 26,4 % на продадени недвижности надминувајќи го падот од 23,1 % во 1980 година (The Associated Press, 2008).

2.2. Високоризични хипотекарни кредити

Пред кризата, кредитните стандарди беа евидентно ниски и заемодавачите нудеа сè повеќе и повеќе заеми на заемобарателите кои спаѓаа во групата на поризични кредитобаратели (Kirchhoff and Keen, 2007), вклучувајќи ги и илегалните имигранти (Pasha, 2005). Subprime заемите во 1994-та година беа присутни со 5 % на хипотекарниот пазар т.е. 35 милијарди долари, 9 % во 1996-та година и 20% т.е. 600 милијарди долари во 2006-та година (Bernanke, 2008; Trehan, 2007). Во 2006-та околу 13 % од хипотекарните кредити беа скоро prime заеми (често нарекувани „Алт-А“ хипотекарни кредити) (Avery et al., 2007).

Доказ дека заемодавачите нуделе високоризични хипотекарни кредити е податокот поврзан со готовинските исплати т.е. капарот кој требало да го

исплатат тие што првпат купуваат кука. Имено, во 2005-та година средната вредност на готовинските исплати т.е. капарот за тие што првпат купувале кука изнесувал 2 %. 43 % од овој тип на должници во 2005-та година не извршиле готовинска исплата (Кнох, 2006). За споредба, во Кина тој процент е 20 % доколку недвижноста е помала од 90 м² или 30 % доколку недвижноста е поголема од 90 м² (Latest Singapore & Melbourne Property News and Insights for Investors in Singapore, 2007).

За да може да се аплицира за хипотекарен кредит беше неизбежно да се следи процедурата и инструкциите дали некој е или не е квалификуван да добие хипотекарен кредит. На почетокот не беше потребно заеомбарателите да достават доказ за приход. Тие само требаше да го наведат износот на приходот и да покажат дека имаат пари во банка. Ова беа т.н. SIVA (Stated Income, Verified Assets) заеми. Потоа следеа NIVA (No Income, Verified Assets) заеми, каде заеодавателот не беше повеќе заинтересиран дали се вработени заеомбарателите. Тие само требаше да покажат одредена сума пари на нивната банкарска сметка. Но, тие не беа доволни за да го задоволат огромниот апетит на глобалните инвеститори. Со цел да се генерираат повеќе хипотекарни кредити, повеќе хартии од вредност, NINA (No Income, No Assets) заеми произлегоа од последната измена во инструкциите дали некој е или не е квалификуван да добие хипотекарен кредит, дозволувајќи да се добие хипотекарен кредит без да се докажува или наведува дали заеомбарателот поседува имот. Така, сè што беше потребно за да се добие хипотекарен кредит беше кредитниот рејтинг на заеомбарателот. Овие заеми се познати и како НИИЦА заеми и претставуваат subprime заеми со многу низок квалитет.

Друг значаен пример на хипотекарен кредит за разгледување е хипотекарниот заем со променлива каматна стапка кој му дозволува на сопственикот на недвижноста да ја исплаќа само каматата (не и главнината) за време на иницијалниот период на исплата - (interest-only adjustable-rate mortgage). Околу 25 % од сите хипотекарни кредити дадени во првата половина на 2005-та година беа ваков тип хипотекарни кредити (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.7).

Опциските хипотекарни заеми со променлива каматна стапка (Option ARM loans) се заеми каде сопственикот на недвижноста може да исплатува варијабилни суми со тоа што доколку не ги плаќа каматите, тие се додаваат на главницата на заемот. Заемокорисниците на овој тип хипотекарни заеми имаа опција и беа во можност да вршат многу ниски исплати при што главницата им се зголемуваше сè повеќе и повеќе секој месец. Околу еден од десет заемобаратели во периодот од 2005-та до 2006-та година имаше земено од овој тип хипотекарни кредити (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xx). Во 2005-та година 68 % од овој тип хипотекарни кредити беа одобрени од страна на Countrywide Financial и Washington Mutual на заемобарателите кои аплицираа за ваков тип хипотекарни кредити, без нивно барање да биде доставен некаков вид документација од страна на заемобарателите или во подобар случај беше баран само мал дел од реално потребната документација при нормална процедура на кредитно аплицирање и одобрување (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxiii). Опциските хипотекарни заеми со променлива каматна стапка (Option ARM loans) изнесуваа 2 % од хипотекарните кредити во 2003-та година и беа зголемени на 9 % во 2006-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 105).

Хипотекарното гарантирање претставува процес кој заемодавателот го применува со цел да се утврди дали ризикот да се одобри хипотекарен кредит на некој заемобарател е прифатлив. Стандардите на хипотекарното гарантирање нагло паднаа за време на бум периодот. Автоматското одобрување на заемите дозволи кредитите да бидат одобрени без соодветна документација и ревизија. Во 2007-та година, 40 % од сите subprime заеми резултираа од автоматското гарантирање (Browning, 2007). Ниските стандарди на хипотекарното гарантирање беа исто така манифестирани преку зголемувањето на нетрадиционалните хипотекарни заеми како хипотекарните заеми со променлива каматна стапка (ARM), хипотекарните заеми со променлива каматна стапка со исплата само на каматата во иницијалниот период (interest-only adjustable-rate mortgage), опциските хипотекарни заеми со променлива каматна стапка (Option ARM loans) и хипотеките со големи крајни исплати познати како „балон“ исплати (Simkovic, 2013, p.227). Во периодот од 2004-та до 2007-та година драматичното пренасочување од релативно безбедните

кредитни категории на хипотекарни кредити кон поризични хипотекарни кредити беше доказ за ниските стандарди на хипотекарното гарантирање. Во релативно безбедните кредитни категории на хипотекарни кредити беа вклучени конвенцијалните конформинг хипотекарни кредити (conforming mortgages) вообичаено продадени на GSEs (Владино спонзорираните претпријатија - Government-sponsored enterprises), FHA (Федералната администрација за куќи - Federal Housing Administration) и VA (Администрацијата на ветераните - Veterans Administration) заемите и приватните Џамбо заеми (Jumbo loans) кои главно беа висококвалитетни, но беа над максималниот кредитен лимит на GSEs (Владино спонзорираните претпријатија - Government-sponsored enterprises). Во поризични хипотекарни кредити беа вклучени subprime хипотекарните кредити, Алт-А хипотекарните кредити и хипотекарните кредити со второ право на залог (second lien home equity loans) поточно хипотекарни кредити каде заемобарателот ја користи нетовредноста на сопствениот дом како колатерал со второ право на залог (Simkovic, 2013, p.225).

2.3. Неточен кредитен рејтинг

Агенциите за кредитен рејтинг според економистот Joseph Stiglitz беа едни од главните виновници за финансиската криза која се случи, конвертирајќи ги хартиите од вредност од Ф рангирани на А рангирани (Neate, 2011).

Неколку тужби беа поднесени од страна на инвеститорите против „големата тројка“ - Moody's Investors Service, Standard & Poor's и Fitch Ratings. S&P и другите агенции за кредитен рејтинг ги оценуваа пуловите на станбените кредити со највисокиот рејтинг (AAA), иако хипотеките беа екстремно ризични и често беа давани на должници кои не беа способни да ги отплатат заемите (Hallman, 2013).

Агенциите за кредитен рејтинг погрешно ги оценуваа хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS) и нивните деривати како сигурни инвестиции

(The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 418). Овој висок рејтинг на хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS) им овозможи да бидат продадени на инвеститорите, финансирајќи го станбениот бум на тој начин. Има индикации дека некои инволвирани во рејтингот на subprime поврзаните хартии од вредност знаеја во тоа време дека рејтинг-процесот беше погрешен (Taibbi, 2013).

Анкетната комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission – FCIC) објави детална студија во 2011-та година на Мудис и откри дека помеѓу 2000 и 2007 година, агенцијата дала на скоро 45.000 хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS) AAA рејтинг. За време од една година Мудис давала AAA рејтинзи на 30 хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS) дневно. 83 % од овие хипотекарни заложници на крајот беа деградирани. „Оваа криза немаше да се случи без агенциите за кредитен рејтинг“, заклучи Анкетната комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) (Taibbi, 2013).

Критичарите тврдат дека рејтинг-агенциите страдаа од судир на интереси бидејќи тие беа платени од страна на инвестиционите банки и другите претпријатија кои организираа и продаваа структурирани хартии од вредност на инвеститорите (The Economist, 2007). На 11.6.2008, Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) предложи правила со цел да се ублажи согледаниот судир на интереси помеѓу рејтинг-агенциите и емитентите на структурирани хартии од вредност на инвеститорите (U.S. Securities and Exchange Commission, 2008). На 3.12.2008, Комисијата за хартии од вредност (SEC - Securities and Exchange Commission) одобри мерки за зајакнување на надзорот врз агенциите за кредитен рејтинг, следејќи 10-месечна истрага при што се открија значајни слабости во рејтингот на агенциите, вклучувајќи го и судирот на интереси (U.S. Securities and Exchange Commission, 2008).

Помеѓу третиот квартал на 2007-та година и вториот квартал на 2008-та година, рејтинг-агенциите ги намалија кредитните рејтинзи на хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS) во вредност од 1,9 трилиони долари. Намалениот рејтинг ги намали цените на хартиите од вредност на многу

финансиски институции. Секогаш кога портфолијата на банките се погодени од значајни намалувања на кредитни рејтинзи, тие се форсирани да си ги подобрат своите капитални коефициенти. Често ова значи емитување големи количини на нови хартии од вредност што води кон сериозно разводнување (зголемување на бројот на хартиите од вредност без соодветно зголемување на активата или на профитабилноста) (Birger, 2008).

Анкетната комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) во јануари 2011-та година изјави дека: „Трите агенции за кредитен рејтинг беа клучни двигатели на финансискиот колапс. Со хипотекарно поврзаните хартии од вредност во срцето на кризата немаше да се тргува и немаше да бидат продадени без нивниот печат за одобрување. Инвеститорите често слепо се потпираа на нив. Во некои случаи, тие беа обврзани да ги користат или регулаторните капитални стандарди беа комплетно зависни од нив. Оваа криза немаше да се случи без рејтинг-агенциите. Нивните рејтинзи помогнаа пазарот да се зголемува но кога се намали рејтингот во периодот помеѓу 2007-та и 2008-та година предизвика хаос низ пазарите и претпријатијата“ (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxv). Извештајот понатаму наведе дека рејтинзите беа неточни поради „недостатоците во компјутерските модели, притисокот од финансиските фирми кои плаќаа за рејтинзите, несопирачкиот апетит за пазарен удел, недостигот на ресурси да се врши работата и покрај рекордните профити и отсуството на значаен јавен надзор“ (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxv).

2.4. Практикување на процесот на секјуритизација

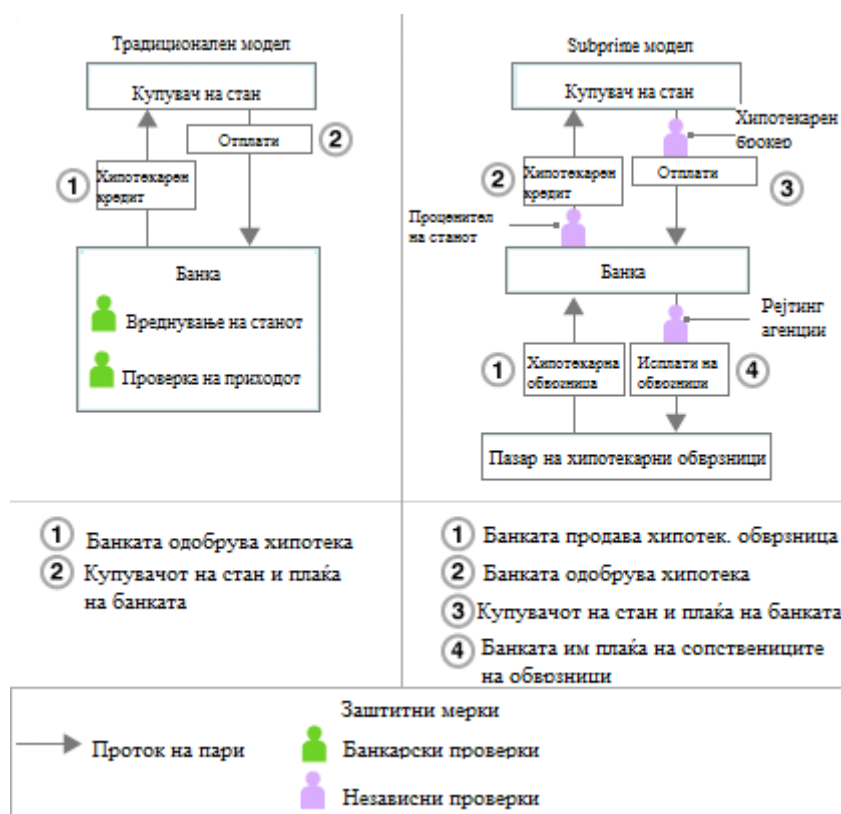
Модерната верзија на американската секјуритизација на хипотекарните кредити започна во 1980-тите години, кога GSEs (Владино спонзорирани претпријатија - Government-sponsored enterprises) почнаа да ги здружуваат (да прават пулови на) релативно безбедните стандардни хипотекарни кредити, да ги продаваат како обврзници на инвеститорите и да гарантираат за нив (Simkovic,

2013). Поризична верзија на секјуритизација беше развиена од страна на приватните банки кои правеа пулови на нестандарни хипотекарни кредити, ги продаваа како обврзници на инвеститорите и главно не гарантираа за нив (Simkovic, 2013). Со други зборови, секјуритизацијата на GSEs (Владино спонзорираните претпријатија - Government-sponsored enterprises) го трансферираше само каматниот ризик на инвеститорите, додека секјуритизацијата на приватно етикетираните (инвестициските и комерцијалните банки) значеше трансферирање на двата ризици на инвеститорите, каматниот и ризикот од неизвршување на обврската т.е. кредитниот ризик (Simkovic, 2013).

Традиционалниот хипотекарен модел инволвираше банка која го оригинаира кредитот на кредитобарателот/сопственикот на имотот и која го презема кредитниот ризик (Bansal et al., 2009, p.127). Со појавата на процесот на секјуритизација, како што е прикажано во графичкиот приказ бр.1, традиционалниот модел му отстапи место на „оригинаирај за да дистрибуираш“ моделот („originate to distribute“ model) според кој банките во суштина ги продаваат хипотекарните кредити и го дистрибуираат кредитниот ризик на инвеститорите преку хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS) и колатерални должнички обврзници (collateralized debt obligations, CDO) (Bansal et al., 2009, p.127). Со други зборови самиот процес на секјуритизација претставува процес на рефинансирање, каде хипотекарните станбени кредити се „препакуваат“ во хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS), колатерални должнички обврзници (collateralized debt obligations, CDO), колатерални хипотекарни обврзници (collateralized mortgage obligation, CMO) итн. Кога оригинаторите не ги продаваат хипотекарните кредити туку ги чуваат сè до нивното доспевање, тогаш се работи за моделот „оригинаирај и чувај до доспевање“ („originate to hold“ model). Применувајќи го овој модел, оригинаторите имаат јасен мотив да го гарантираат кредитот внимателно и да ги земат предвид сите ризици (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 89). Со процесот на секјуритизација и со пренесувањето на кредитниот ризик на инвеститорите се создаде морален hazard (Purnanandam, 2010). Во економијата морален hazard се случува кога една личност или институција презема ризици бидејќи некој друг го поднесува товарот за тие ризици. Во овој случај,

оригинаторите беа мотивирани да го зголемат фокусот на процесирањето на хипотекарните трансакции без притоа да водат сметка да го обезбедат квалитетот на нивните хипотекарни кредити.

Графички приказ бр. 1: Традиционален и subprime хипотекарен модел



Извор: Bansal, Phatak, Gupta and Jain (2009, p. 127) и BBC news (2007)

Во средината на 2000-те години, секјуритизацијата на GSEs (Владино спонзорираните претпријатија - Government-sponsored enterprises) драматично се намали како дел од целокупната секјуритизација, додека секјуритизацијата на приватно етикетираните (инвестициските и комерцијалните банки) драматично се зголеми (Simkovic, 2013). „Subprime“ и „Алт-А“ хипотекарните кредити придонесоа за ова драматично зголемување што значеше драматично намалување на квалитетот на хипотекарните кредити (Simkovic, 2013). Волуменот на доларите од секјуритизацијата на „Алт-А“ хипотекарните кредити

се зголеми речиси 350 % од 2003-та до 2005-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 104).

Секјуритизираниот дел на „subprime“ хипотекарни кредити (т.е. тие „препакувани“ во хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS) и продадени на инвеститорите) беше зголемен од 54 % во 2001-та година на 75 % во 2006-та година (Demyanyuk and Van Hemert, 2008). Сопствениците на куќи, потрошувачите и претпријатијата во САД должеа околу 25 трилиони долари во текот на 2008-та година. Според Standard & Poor's, 10 трилиони долари од тие 25 трилиони долари потекнуваа од пазарите на секјуритизација. Пазарите на секјуритизација полека но сигурно почнаа да се затвораат пролетта 2007-та година за да 18 месеци подоцна, есента 2008 година конечно бидат блокирани (Gelinas, 2009). На 24.2.2009 година, Бен Бернанке (Ben Bernanke) изјави дека повеќето пазари на секјуритизација остануваат затворени со исклучок на стандардните хипотекарни кредити (standard or conforming mortgages) кои би можеле да бидат продадени на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) или Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) (Bernanke, 2009).

Статистичарот Давид Х. Ли (David X. Li) преку корелационото моделирање кое беше базирано на „Gaussian copula“ техниката даде можност да се моделира корелацијата на ризиците меѓу кредитите во секјуритизираниите пулови. Неговиот метод беше прифатен од сите, почнувајќи од инвеститорите во обврзници и банките на Вол Стрит (Wall Street) па сè до рејтинг-агенциите и регулаторите (Salmon, 2009). Овој модел беше применет на пазарот на колатерални должнички обврзници (collateralized debt obligations, CDO). Пазарот на колатерални должнички обврзници (collateralized debt obligations, CDO), кој изнесуваше 275 милијарди долари во 2000-та година, порасна на 4,7 трилиони долари во 2006-та година (Salmon, 2009). Сепак, на крајот оваа техника се покажа како претерано симплистички пристап кон корелацијата и „рецепт за катастрофа“ (Salmon, 2009).

2.5. Користењето на финансиските инструменти - кредитни „default“ свопови

Кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) беа пронајдок на Блит Мастерс (Blythe Masters) од ЈП Морган (JP Morgan) во 1994 година. Тие претставуваат финансиски инструменти кои заштитуваат од можно неизвршување на обврските на општинските обврзници, корпоративните обврзници или хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS). Кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) се продаваат од страна на банките, осигурителните компании и hedge фондовите (фондови што го намалуваат ризикот од можен пад на вредноста на извесни хартии од вредност што ги има во посед со тоа што истовремено поседува и хартии чија вредност најверојатно ќе расте) кои наплатуваат премија за обезбедување на осигурувањето. Така на пример, компанија емитира обврзници при што неколку компании ги купуваат овие обврзници. Купувачите на овие обврзници сакаат да се осигураат дека овие обврзници ќе им бидат исплатени во иднина дури и во случај да банкротира компанијата која ги емитувала овие обврзници. Затоа овие купувачи на обврзниците, со цел да се осигураат дека на крај некој ќе им гарантира дека обврзниците ќе бидат исплатени, купуваат кредитни „default“ свопови (Credit default swaps – CDS). Купувачите на овие кредитни „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) вршат плаќања на продавачот на кредитните „default“ свопови сè до датумот на доспевање на договорот (Investopedia, n.d.). За возврат, продавачот на кредитните „default“ свопови се согласува дека, во случај на неизвршување на обврските на емитуваните општински обврзници, корпоративни обврзници или хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS), продавачот на кредитните „default“ свопови ќе му ја исплати на купувачот премијата за хартиите од вредност како и сите камати кои би биле исплатени помеѓу тоа време и датумот на доспевање на хартиите од вредност (Investopedia, n.d.). Кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) генерално се користат како осигурување/заштита од можно неисплатување на кредитното побарување, но исто така можат да се користат за спекулација. Со самото вложување на нето-вредноста на капиталот на банките и другите финансиски институции поради загубите поврзани со „subprime“

хипотеките, се зголеми веројатноста дека тие кои обезбедуваа заштита ќе треба да си ги исплатат своите договорни страни во договорите.

За време на бумот на недвижностите (housing boom), кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) беа продавани од страна на фирми кои не успеале да обезбедат резерви или иницијален колатерал или да ја заштитат нивната изложеност (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 50). Вредноста на основните ненамирени побарувања на кредитните „default“ свопови во светски рамки порасна од 6,4 трилиони долари на крајот на 2004-та година на 58,2 трилиони долари на крајот на 2007-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 50). Значаен дел од овие кредитни „default“ свопови беа очигледно спекулативни или „голи“ кредитни „default“ свопови (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 50).

На 21.12.2000 година е донесен и потпишан Актот за модернизација на стоковните фјучерси од 2000 година (Commodity Futures Modernization Act of 2000 - CFMA) од страна на тогашниот претседател Бил Клинтон. Овој акт обезбеди правна сигурност за своп договорите. Сепак, овој акт не овозможи сериозна регулација на (over-the-counter - OTC) дериватите, вклучувајќи ги и кредитните „default“ свопови. Актот за модернизација на стоковните фјучерси од 2000 година (Commodity Futures Modernization Act of 2000 - CFMA) експлицитно им забрани на Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) и на Комисијата за тргување со стоковните фјучерси (CFTC- Commodity Futures Trading Commission) да ги регулираат (over-the-counter - OTC) своп пазарите, но ѝ даде овластување на Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) за откривање на измами поврзани со кредитните „default“ свопови (U.S. Securities and Exchange Commission, 2015). Меѓутоа, на Комисијата за хартии од вредност (SEC - Securities and Exchange Commission) ѝ беше забрането, меѓу другото, да врши известувања, чување на податоци, барања за разоткривање или други профилактички мерки наменети да оневозможат измама (U.S. Securities and Exchange Commission, 2015). Ова ја ограничи способноста на Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) да открие и спречи измама на своп пазарите. На 21.7.2010 година е донесен и потпишан

Актот на Дод-Франк Вол Стрит реформата и заштита на потрошувачите (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) од страна на претседателот Барак Обама. Со овој федерален закон, конечно се дава сеопфатна рамка за регулацијата на (over-the-counter - OTC) своп пазарите (U.S. Securities and Exchange Commission, 2015).

Анкетната комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) изјави во јануари 2011-та година дека кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) значително придонеле за кризата. Голем дел од ризикот на кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) и другите деривати беше концентриран во неколку од најголемите банки, инвестициони банки и други - како AIG Financial Products, дел од AIG (American International Group) – каде доминираше тргување со (over-the-counter - OTC) дериватите (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 50). Меѓу американските банкарски холдинг компании, 97 % од спекулативната количина на (over-the-counter - OTC) деривати, милиони договори, беа тргувани од само пет големи институции во 2008-та година (JPMorgan Chase, Citigroup, Bank of America, Wachovia и HSBC) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 50). Петте најголеми инвестициони банки во САД беа исто така и меѓу најголемите светски трговачи со (over-the-counter - OTC) деривати (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 50).

2.6. „Епидемија“ на хипотекарна измама

Во 2004-та година имаше предупредување од страна на ФБИ за можност од „епидемија“ на хипотекарна измама која доколку не се спречи, има потенцијал да предизвика „следна криза на штедни влогови и кредити“ (Frieden, 2004). ФБИ инсинуираше на кризата од 1980-тите години која беше запаметена во историјата како криза на штедни влогови и кредити (S&L crisis).

Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN) е биро на Министерството за финансии на САД кое собира и анализира информации за финансиски

трансакции со цел да се бори против домашните и интернационалните перења пари, терористичко финансирање и други финансиски криминали. Во јануари 2011-та година, американската Анкетна комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) во своето официјално владино издание објави дека бројот на извештаи на сомнителни активности - извештаи на можен финансиски криминал поднесени од страна на депозитните банки и нивните филијали – поврзани со хипотекарни измами порасна за 20 пати во периодот помеѓу 1996-та и 2005-та година, додека подоцна во периодот помеѓу 2005-та и 2009-та година оваа бројка беше повеќе од дуплирана (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 22). Попрецизно, во 2005-та година бројот на извештаите на сомнителни активности - Suspicious Activity Report (FinCEN SAR) кои беа доставувани до FinCEN и беа во врска со хипотекарна измама изнесуваше 25.988, во 2006-та година достигна цифра од 37.457 продолжувајќи да расте во 2007 година до 52.862, 65.004 во 2008-та година и 67.507 во 2009-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 162).

Ann Fulmer, заменик-претседателот во Interthinx, сервис за детекција на измами со хипотекарни кредити, изјави дека нејзината компанија преку анализа на огромен број примероци од сите кредити во периодот од 2005-та до 2007-та година дошла до откритие дека 13 % од кредитите содржеле лаги или пропусти кои биле доволни за да се откаже кредитот или да се бара откуп доколку кредитот веќе поминал низ процесот на секјуритизација. Анализата на компанијата Interthinx дошла до откритие дека кредитите дадени во овој период од 2005-та до 2007-та година во износ од 1 трилион долари биле измама. Проценките варираат во однос на големината на измамата бидејќи ретко се испитуваат, освен доколку дојде до момент на заплена на имотот. Така, Fulmer процени вредност од 160 милијарди долари на кредити кои биле измама и кои завршиле со заплена во периодот од 2005-та до 2007-та година, резултирајќи со загуба на заемодавателите од 112 милијарди долари. Заемодавателите даваа кредити на заемокорисници знаејќи дека не можат да си ги дозволат тие кредити и дека тоа би можело да предизвика огромни загуби на инвеститорите во хипотекарни хартии од вредност (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 160).

2.7. Владините политики

Претседателот на Комисијата за хартии од вредност (SEC - Securities and Exchange Commission), Кристофер Кокс (Christopher Cox) и други регулатори како Бен С. Бернанке (Ben S. Bernanke) кој служеше како претседател на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) од 1.2.2006 и Хенри М. Полсон Јуниор (Henry M. Paulson Jr.), 74-тиот државен секретар на Министерството за финансии признаа општи регулаторни грешки направени во текот на 2007-та година (Labaton, 2008). Претседателот на Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission), Кристофер Кокс (Christopher Cox) кој беше долгогодишен поборник за дерегулација, призна на 26.9.2008 дека неуспесите на доброволната супервизиска програма за најголемите инвестициони банки на Вол Стрит придонесоа за глобалната финансиска криза, поради што брзо ја сопре програмата (Labaton, 2008). Оваа програма беше насловена како програма на консолидирани и под супервизија ентитети - Consolidated Supervised Entities (CSE) Program со цел да обезбеди доброволен надзор на петте најголеми инвестициони банки. Оваа програма беше создадена во 2004-та година од страна на Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) а прекината во 2008-та година. Со овие настани беше признат неуспехот на дозволување на саморегулација на инвестиционите банки. Петте најголеми независни фирми на Вол Стрит исчезнаа (Labaton, 2008):

- Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) и Министерството за финансии (Treasury Department) го принудија Беар Стернс (Bear Stearns) да се спои со ЈП Морган Чејс (JPMorgan Chase) во март 2008-та година;
- Леман Брадерс (Lehman Brothers) банкротираа во септември 2008-та година;
- Мерил Линч (Merrill Lynch) беше купена од Банката на Америка (Bank of America) и

- Морган Стенли (Morgan Stanley) и Голдман Сакс (Goldman Sachs) ја сменија својата корпоративна структура и станаа банкарски холдинг компании кои беа регулирани од Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System).

Во 1982-та година, донесен е Актот на паритет на алтернативните хипотекарни трансакции (Alternative Mortgage Transactions Parity Act - АМТПА). Овој акт беше содржан во глава VIII од Актот на Гарн-Сеинт Жермен депозитните институции (Garn-St. Germain Depository Institutions Act). Со овој акт на банките им беше дозволено да даваат освен конвенционални хипотекарни кредити со фиксна каматна стапка и хипотекарни заеми со променлива каматна стапка (ARM), хипотекарни заеми со исплата само на каматата во иницијалниот период (interest-only mortgages) и хипотеки со „балон“ отплата [balloon (payment) mortgages]. Како што беше наведено на почетокот на оваа глава, голем процент на „subprime“ хипотеките кои беа издадени, околу 90 % во 2006-та година, беа хипотеки со променлива каматна стапка (ARM) (Zandi, 2009). Многу критичари веруваат дека овој акт е основа на „subprime“ хипотекарната криза во 2007-та година која доведе до финансиска криза.

Во 1977-та година Конгресот го донесе Актот за реинвестирање во заедницата (Community Reinvestment Act - CRA) со цел да се намалат дискриминирачките кредитни практики врз заедниците со ниски приходи. Анкетната комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) заклучи дека овој акт не беше значаен фактор во „subprime“ кредитирањето или кризата (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxvii). Многу „subprime“ кредитори не подлежеа на овој акт (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxvii). Истражувањето покажа дека само 6 % од „subprime“ кредитите, дефинирани како скапи заеми според Актот на обелоденување на станбените хипотекарни кредити (Home Mortgage Disclosure Act - HMDA), имаа каква било поврзаност со Актот за реинвестирање во заедницата (Community Reinvestment Act - CRA) (Simkovic, 2013, p.262; The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.xxvii). Емпириската студија исто така покажа дека CRA кредитите покажаа подобри перформанси од „subprime“ кредитите кои беа водени исклучиво од пазарните околности (Simkovic, 2013, p.262).

Во 1965-та година се основаше американскиот Департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD), како дел од програмата „Големо општество“ („Great Society” program) на претседателот Линдон Џонсон (Lyndon Johnson) со цел да се развијат и спроведат политики за домување и метрополи. Американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) претставува кабинетски департман во извршниот оддел на федералната влада на САД. Зголемувањето на сопственоста на имоти во САД беше цел и на претседателот Џорџ В. Буш (George W. Bush) кој ја вршеше функцијата претседател на САД во периодот од 20.1.2001 година до 20.1.2009 година (Bush, 2002). Во однос на владините станбени политики, како претседателот Џорџ В. Буш (George W. Bush) така и претседателот Бил Клинтон (Bill Clinton), кој ја вршеше функцијата претседател на САД во периодот од 20.1.1993 година до 20.1.2001 година, поставуваа агресивни цели со цел зголемување на сопственоста на имоти во САД (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxvii). Во 1992-та година американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) кој им стана регулатор на GSEs (Владино спонзорираните претпријатија - Government-sponsored enterprises), бараше Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) да купуваат дел од „поволните“ хипотекарни кредити наменети за должниците (фамилиите) со ниски примања (Federal Housing Finance Agency Office of Inspector General, n.d.). Во 1995-та година американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) им постави јасен таргет на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), 40 % од станбените единици финансирани со секое нивно купување на хипотекарните кредити требаше да биде насочено кон фамилии со доходи пониски од средната вредност во нивната област во 1996-та година, 42 % во 2000-та година, 52 % во 2005-та година и 56 % во 2008-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, pp. 496, 500; Federal Housing Finance Agency Office of Inspector General, n.d.). Американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) исто така им постави втор јасен таргет

на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), 12 % од станбените единици финансирани со секое нивно купување на хипотекарните кредити требаше да биде насочено кон фамилии со доходи пониски од 60 % од средната вредност во нивната област во 1996-та година, 14 % во 2000-та година, 22 % во 2005-та година и 27 % во 2008-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, pp. 496, 500). Американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) им постави и трет јасен таргет на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), 21 % од станбените единици финансирани со секое нивно купување на хипотекарните кредити требаше да биде насочено кон фамилии со ниски доходи и од области каде доминира малцинското население во 1996-та година, 24 % во 2000-та година, 37 % во 2005-та година и 39 % во 2008-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, pp.496,500). Трите јасни цели кои им ги постави американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) на GSEs (Владино спонзорираните претпријатија - Government-sponsored enterprises) се прикажани во табелата бр.1 каде може јасно да се види колку реално тие цели биле постигнати. Покрај трите категории на нетрадиционални хипотекарни кредити (NTMs – Nontraditional Mortgages) - „subprime“ кредити (т.е. кредити кон должници со FICO поени помали од 660), прикажани се и поставените таргети за „Алт-А“ хипотекарните кредити и „приватно етикетирани“ хипотекарни заложници („private label“ mortgage-backed securities - PMBS) кои во табелата се наречени приватно етикетирани хартии од вредност (PLS – Private Label Securities).

Табела бр. 1: Нетрадиционални хипотекарни кредити и поставени цели за станбени единици по пристапни цени

Година	Основна цел: низок и среден приход		Основна цел: вонредно пристапни цени		Основна цел: обесправени	
	Реален*	Цел	Реален*	Цел	Реален*	Цел
Кредити кон должници со FICO поени помали од 660						
1996	38.08%	40 %	12.31%	12%	32.10%	21%
1997	38.04%	42%	12.35%	14%	33.03%	24%
1998	37.72%	42%	11.76%	14%	29.37%	24%
1999	40.36%	42%	14.04%	14%	30.87%	24%
2000	43.69%	42%	17.83%	14%	35.79%	24%
2001	45.98%	50%	17.90%	20%	34.91%	31%
2002	49.66%	50%	20.09%	20%	37.29%	31%
2003	49.18%	50%	19.38%	20%	34.12%	31%
2004	52.71%	50%	22.14%	20%	37.54%	31%
2005	54.39%	52%	24.21%	22%	44.38%	37%
2006	56.34%	53%	25.85%	23%	46.34%	38%
2007	55.47%	55%	24.76%	25%	46.45%	38%
2008	55.24%	56%	25.50%	27%	45.39%	39%
"Алт-А" хипотекарни кредити						
1999	48.83%	42%	24.17%	14%	37.41%	24%
2000	40.61%	42%	18.74%	14%	41.03%	24%
2001	39.05%	50%	16.41%	20%	40.66%	31%
2002	42.77%	50%	18.13%	20%	40.08%	31%
2003	42.42%	50%	16.81%	20%	37.34%	31%
2004	44.13%	50%	18.56%	20%	40.08%	31%
2005	43.12%	52%	18.57%	22%	45.36%	37%
2006	40.43%	53%	18.09%	23%	46.40%	38%
2007	39.02%	55%	17.29%	25%	50.29%	38%
2008	42.37%	56%	18.52%	27%	42.10%	39%
Приватно етикетирани хартии од вредност (PLS) врз база на пул на subprime кредити						
2003	51.43%	50%	19.57%	20%	47.09%	31%
2004 ^						
2005	50.95%	52%	19.86%	22%	61.13%	37%
2006	60.63%	53%	23.51%	23%	60.12%	38%
2007	52.96%	55%	19.21%	25%	54.55%	38%
2008	51.42%	56%	17.68%	27%	64.45%	39%

* % на финансирани единици квалификувани за оваа цел

^ Не се вклучени во целите за станбени единици во 2004 година

Извор: The Financial Crisis Inquiry Commission (2011, p.500)

Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) беа под толку голем притисок да најдат „subprime“ или други кредити кои им беа потребни за да ги исполнат обврските поврзани со поволното хипотекарно станбено кредитирање, што беа подготвени да платат големи суми пари за да одговорат на поставените таргети во нивните извештаи кон американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.502). Поставените цели за поволно хипотекарно станбено кредитирање од страна на американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) беа единствената причина што владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises) купуваа толку многу нетрадиционални хипотекарни кредити (NTMs - Nontraditional Mortgages) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.502).

За да имаме појасна слика изразена во долари, во табелата бр. 2 се изразени сите купувања на „subprime“ и „Алт-А“ хипотекарните кредити на владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises). Оваа табела не ни покажува некое значајно зголемување на купувања на нетрадиционални хипотекарни кредити (NTMs – Nontraditional Mortgages) во периодот од 2004-та до 2007-та година, додека сумата на subprime „приватно етикетирани“ хипотекарни заложници (subprime „private label“ mortgage-backed securities - PMBS) што тие ги имаа купено во овој период всушност беше намалена (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.503). Овој податок го потврдува фактот дека владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises) не правеа специјални напори да се натпреваруваат за удел на пазарот во текот на периодот од 2004-та до 2007-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.504).

Табела бр. 2: Купувања на subprime и Алт-А хипотекарни кредити од страна на владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises)

\$ во милијарди	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1997-2007
Subprime приватно етикетиран хипотекар. заложници	\$3*	\$18*	\$18*	\$11*	\$16*	\$38	\$82	\$180	\$169	\$110	\$62	\$707
Subprime хипотекарни кредити	\$37	\$83	\$74	\$65	\$159	\$206	\$262	\$144	\$139	\$138	\$195	\$1,502
Алт-А приватно етик. хипотекарни заложници	Непознато	Непознато	Непознато	Непознато	Непознато	\$18	\$12	\$30	\$36	\$43	\$15	\$154
Алт-А хипотекарни кредити	Непознато	Непознато	Непознато	Непознато	Непознато	\$66	\$77	\$64	\$77	\$157	\$178	\$619
Хипотекарни кредити со висок LTV коефициент	\$32	\$44	\$62	\$61	\$84	\$87	\$159	\$123	\$126	\$120	\$226	\$1,124
Вкупно	\$72	\$145	\$154	\$137	\$259	\$415	\$592	\$541	\$547	\$568	\$676	\$4,106

Извор: The Financial Crisis Inquiry Commission (2011, p.504)

Табелата бр. 3 е надоврзување на табелата бр. 2. Во оваа табела се прикажани во проценти купувањата на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) на „subprime“ хипотекарни кредити во периодот од 2004-та до 2007-та година кои едвај се зголемиле. Овие проценти се конзистентни со напорите на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) да ги следат поставените цели од страна на американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) за поволно хипотекарно станбено кредитирање кои постепено се зголемувале, а не се конзистентни со напорот значително да ги зголемат нивните купувања на „subprime“ хипотекарни кредити со цел да се натпреваруваат со компаниите како Countrywide кои го зголемуваа нивниот удел на пазарот преку секјуритизација на „subprime“ и други кредити (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.508).

Табела бр. 3: Купувања на subprime хипотекарни кредити од страна на Федералната национална хипотекарна (Fannie Mae) во периодот од 2004 до 2007 година

	2004	2005	2006	2007
FICO <620	5%	5%	6%	6%
FICO 620-<660	11%	11%	11%	12%

Извор: The Financial Crisis Inquiry Commission (2011, p.508)

Анкетната комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) во февруари 2007-та година доби документ од Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) каде беше наведено дека за 2006-та година „трошокот на готовинскиот тек“ (cash flow cost) за исполнување на целите за поволно хипотекарно станбено кредитирање беше 140 милиони долари додека „опортунитетниот трошок“ беше 470 милиони долари (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.514).

На прашањето зошто Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) имаа купено толку високоризични кредити наведено е дека Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) се трудеа да ги исполнат целите за поволно хипотекарно станбено кредитирање од страна на американскиот Департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD), а не затоа што овие кредити беа профитабилни (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.515). Напорите на американскиот Департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) и другите (вклучувајќи го и мнозинството на Комисијата) да го обвинат менаџментот на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) за купувањето на овие заеми кои на крајот ги вовлекоа во

несолвентност се неосновани (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.515).

На 30 јули 2008 година, беше донесен Актот за домување и економско закрепнување (Housing and Economic Recovery Act - HERA). Со овој акт беше префрлена одговорноста за спроведување на целите за поволно хипотекарно станбено кредитирање од американскиот департман за станбен и урбан развој (Housing and Urban Development - HUD) на Федералната финансиска агенција за домување (Federal Housing Finance Agency - FHFA) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.518). Федералната финансиска агенција за домување (Federal Housing Finance Agency - FHFA) беше наменета пред сè за справување со „subprime“ хипотекарната криза.

Во септември 2008-та година Владата на САД ги презеде Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), односно ги стави под свој надзор. Поточно, на Федералната финансиска агенција за домување (Federal Housing Finance Agency - FHFA) ѝ беше доделена улогата на регулатор на секундарниот хипотекарен пазар и беше задолжена за надзор на активностите на Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) и системот на федерални банки за станбени кредити (Federal Home Loan Bank System - FHLBank System).

Анкетната комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) изјави во 2011-та година дека Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) придонесоа за кризата, но не беа главната причина (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxvi). Хипотекарните хартии од вредност на GSEs (Владино спонзорираните претпријатија - Government-sponsored enterprises) во суштина ја одржаа нивната вредност низ кризата и не придонесоа кон значајни финансиски загуби на претпријатијата кои имаа

централна улога во финансиската криза (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, р. xxvi). Владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises) учествуваа во ширењето на „subprime“ и другите ризични хипотекарни кредити, но тие повеќе беа следбеници на Вол Стрит и другите кредитодаватели отколку предводници во „subprime“ хипотекарното кредитирање (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, р. xxvi).

На 27.2.1932 година донесен е Глас-Стигал актот (Glass-Steagall Act) од страна на Конгресот на САД. Инаку терминот Глас-Стигал акт (Glass-Steagall Act) обично се однесува на четири посебни одредби од американскиот Банкарски акт (Banking Act) од 1933-та година. Овие четири посебни одредби, поточно двете од нив се однесуваа на одвојување на комерцијалните банки од инвестиционите банки т.е. се забрануваа врски помеѓу комерцијалните и инвестиционите банки. Во ноември 1999-та година беа укинати тие посебни одредби кои забрануваа каква било врска помеѓу комерцијалните и инвестиционите банки. Економистот Joseph Stiglitz го критикуваше укинувањето на овој акт. Joseph Stiglitz верува дека ова укинување придонесе кон кризата бидејќи доминираше инвестиционото банкарство кое е повеќе наклонето кон ризикот за разлика од конзервативната култура на комерцијалното банкарство, што доведе до зголемено ниво на преземање на ризик и задолженост за време на бум периодот (Stiglitz, 2008).

Владините политики го поттикнаа развојот на масовниот станбен меур помеѓу 1997-та и 2007-та година, како и создавањето на 27 милиони „subprime“ и „Алт-А“ хипотекарни кредити (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, р. 533).

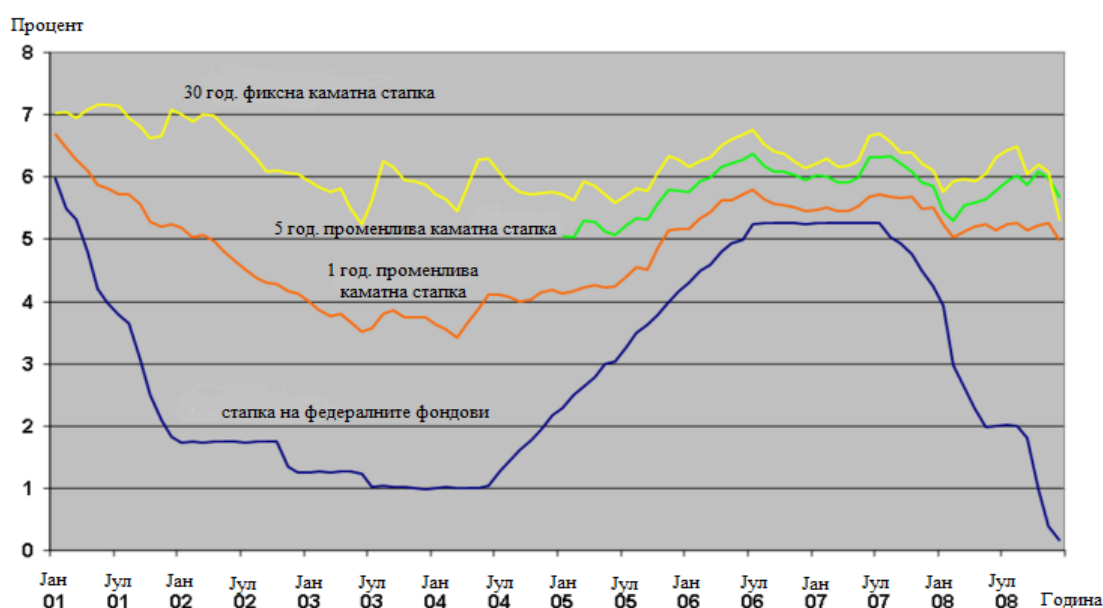
2.8. Политиките на централните банки

Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) т.е. централниот банкарски систем на САД, се состои од 12 федерални национални банки (Federal Reserve Banks): Федерална национална банка на Атланта (Federal Reserve Bank of Atlanta), Федерална национална банка на Бостон (Federal Reserve Bank of Boston), Федерална национална банка на Чикаго

(Federal Reserve Bank of Chicago), Федерална национална банка на Кливленд (Federal Reserve Bank of Cleveland), Федерална национална банка на Далас (Federal Reserve Bank of Dallas), Федерална национална банка на Канзас Сити (Federal Reserve Bank of Kansas City), Федерална национална банка на Миннеаполис (Federal Reserve Bank of Minneapolis), Федерална национална банка на Њујорк (Federal Reserve Bank of New York), Федерална национална банка на Филаделфија (Federal Reserve Bank of Philadelphia), Федерална национална банка на Ричмонд (Federal Reserve Bank of Richmond), Федерална национална банка на Сан Франциско (Federal Reserve Bank of San Francisco) и Федерална национална банка на Сеинт Луис (Federal Reserve Bank of St. Louis).

Во САД, стапката на федералните фондови (federal funds rate) во периодот од 2000-та година до 2003-та година бележи пад од 6,5 % на 16.5.2000 година на 1 % на 25.6.2003 година. Во периодот што следува, поточно од 2004-та година до 2006-та година оваа стапка постепено се зголемува и на 29.6.2006 година достигнува 5,25 %. Од 2007 година па сè до 2012 година постепено се намалува за да на 29.10.2008 година пак достигне 1 %, а на 16.12.2008 година достигнува 0-0,25 % и така продолжува сè до крајот на 2012-та година (види графикон бр. 3).

Графикон бр. 3: Стапката на федералните фондови и хипотекарните каматни стапки во периодот од 2001 до 2008 година



Извор: Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System

Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) ја намали стапката на федералните фондови (federal funds rate) во периодот од 2000-та година до 2003-та година од 6,5 % на 1 % поради повеќе причини. Овој потег на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) беше со цел да се ублажи штетата направена со колапсот на dot-com меурот (dot-com bubble), терористичкиот напад од 11.9.2001 година и скандалите на финансискиот пазар (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 60). Колапсот на dot-com меурот (dot-com bubble) се случи во периодот меѓу 1999 и 2001 година.

Ричард В. Фишер (Richard W. Fisher), поранешен претседател и главен директор (CEO) на Федералната национална банка на Далас, изјави во ноември 2006-та година дека политиката на каматни стапки на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) во текот на раните 2000-ти години била погрешна бидејќи измерената инфлација во тие години била под вистинската инфлација што довело до монетарна политика која придонела во креирањето на станбениот меур (Fisher, 2006).

Според Џон Брајан Тејлор (John Brian Taylor), економист и професор на Станфорд Универзитетот, Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) на чело со Алан Гринспан (Alan Greenspan) како претседател на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System), ги држеа каматните стапки премногу ниски предолго време што доведе до креирањето на станбениот меур (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 103). Алан Гринспан (Alan Greenspan) беше претседател на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) од 11.8.1987 година до 31.1.2006 година. Според Џон Брајан Тејлор (John Brian Taylor), овој станбен меур креиран од Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) беше суштинската причина за финансиската криза (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 421). Понатаму, тој тврди дека, доколку стапката на федералните фондови (federal funds rate) ја следеше вообичаената шема според правилото на Тејлор (Taylor rule), станбениот бум и последователниот пад би биле многу помали (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 421). Правилото на Тејлор (Taylor

rule) претставува формула во монетарната политика за утврдување на стапката на федералните фондови (federal funds rate). Ова правило е откриено и усовршено од страна на Џон Брајан Тејлор (John Brian Taylor) во 1992-та година.

Алан Гринспан (Alan Greenspan) и Бен С. Бернанке (Ben S. Bernanke), кој служеше како претседател на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) од 1.2.2006 не се сложија со горенаведеното и имаа свое објаснување. Имено, според двајцата одлуката да се купи стан т.е. недвижност зависи од долгорочните каматни стапки на хипотеците, а не од краткорочните стапки контролирани од Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 103). Според Алан Гринспан (Alan Greenspan), помеѓу 1971-та и 2002-та година стапката на федералните фондови (federal funds rate) и хипотекарната стапка се движеа во ист правец, но во 2004 години кога Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) почна да ги зголемува каматите, хипотекарните стапки продолжија да паѓаат некое време после тоа (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 103). Градежната индустрија продолжи да гради нови станови т.е. недвижности и во јануари 2006-та година го достигна својот врв (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 103). Според Бен С. Бернанке (Ben S. Bernanke), кој служеше како претседател на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) од 1.2.2006, странските пари т.е. инвеститорите од земјите во развој кои ги инвестираа своите заштеди во безбедни и високоприносни хартии од вредност во САД беа причина поради која долгорочните каматни стапки беа ниски (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 103). На овој начин Бен С. Бернанке (Ben S. Bernanke) го објаснува моментот во 2004-та година кога Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) почна да ги зголемува каматите и кога сите очекуваа и долгорочните стапки да почнат да се зголемуваат, но реалноста беше поинаква.

2.9. Нивото на задолженост на финансиските институции

Многу финансиски институции, како на пример петте големи инвестициони банки - Беар Стернс (Bear Stearns), Голдман Сакс (Goldman Sachs), Леман Брадерс (Lehman Brothers), Мерил Линч (Merrill Lynch) и Морган Стенли (Morgan Stanley) - почнувајќи од 2007-та година, оперираа со исклучително ограничен капитал (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xix). Нивните коефициенти на задолженост (leverage ratios) беа 40:1. Така на пример, на крајот од 2007-та година Беар Стернс (Bear Stearns) поседуваше 11,8 милијарди долари акциски капитал, 383,6 милијарди долари долгови и се задолжуваше 70 милијарди долари на пазарот „преку ноќ“ (The Financial Crisis Inquiry Commission, January, 2011, pp.xix - xx). Коефициентот на задолженост (leverage ratio) на Голдман Сакс (Goldman Sachs) од 17:1 во 2000-та година се зголеми на 32:1 во 2007-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.65). Кај Морган Стенли (Morgan Stanley) и Леман Брадерс (Lehman Brothers) задолженоста се зголеми за 67 % и 22 % по наведениот редослед и двете достигнаа коефициент на задолженост (leverage ratio) од 40:1 до крајот на 2007-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.65).

Кралеви во задолженоста беа Владино спонзорирани претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises), Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). До крајот на 2007-та година нивниот комбиниран коефициент на задолженост (combined leverage ratio), вклучувајќи ги и кредитите кои ги поседуваа и гарантираа за нив, беше 75:1 (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xx).

Не само финансиските институции, туку и домаќинствата сè повеќе се задолжуваа. Така, во периодот од 2001-та година до 2007-та година, националниот хипотекарен долг скоро се дуплираше, а сумата на хипотекарен долг по домаќинство се зголеми за 68 %, од 91.500,00 долари на 149.500,00 долари, дури и додека платите беа во стагнација (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xx). Американскиот станбен хипотекарен долг во однос на

БДП кој изнесуваше во просек 46 % за време на 1990-тите се зголеми на 73 % во 2008-та година достигнувајќи долг од 10,5 трилиони долари (Barr, 2009).

Од 2000-та година до 2007-та година, големите банки и штедилниците имаа коефициенти на задолженост (leverage ratios) помеѓу 16:1 и 22:1. Така на пример, коефициентот на задолженост (leverage ratios) на ЈП Морган (JP Morgan) беше помеѓу 20:1 и 22:1, на Велс Фарго (Wells Fargo) помеѓу 16:1 и 17:1, на Банката на Америка (Bank of America) од 18:1 во 2000-та година достигна 27:1 во 2007-та година, Ситигруп (Citigroup) од 18:1 се зголеми на 22:1 за да во 2007-та година порасне до 32:1 итн. (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 65).

Бидејќи инвестиционите банки не беа подложни на истите капитални барања како комерцијалните банки и банките за малото стопанство, ним им беше дадена поголема слобода да се потпираат на нивните внатрешни модели за ризик при одредувањето на капиталните барања (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 65). Овие банки објавија поголема задолженост.

Имено, правилото на нето/чист капитал (net capital rule) беше создадено од страна на Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) во 1975-та година и се однесуваше на фирмите кои во секоја трансакција можеа да се појават или како брокер-агент или како дилер-принципал (брокер-дилер). Правилото бараше овие фирми да ги вреднуваат своите хартии од вредност по пазарни цени притоа применувајќи врз тие вредности „кратење“ (т.е. дисконт) базирано врз карактеристиките на ризикот на секоја хартија од вредност. На 28.4.2004 ова правило беше изменето, дозволувајќи им на најголемите банки да бидат изземени од примената на овој метод на „кратење“. Така, петте големи инвестициони банки - Беар Стернс (Bear Stearns), Голдман Сакс (Goldman Sachs), Леман Брадерс (Lehman Brothers), Мерил Линч (Merrill Lynch) и Морган Стенли (Morgan Stanley) во периодот помеѓу 2004-та и 2007-та година значајно го зголемија нивниот финансиски левериџ и пријавија над 4,1 трилион долари долг за фискалната 2007 година, што беше 30 % од номиналниот бруто домашниот производ - БДП (GDP) во САД за 2007-та година (Kennard and Hanne, 2015, p.146). За ова зголемување на финансискиот левериџ на петте големи инвестициони банки, некои критичари ја

обвинуваат Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) и нејзината одлука за промена на правилото на нето/чист капитал (net capital rule) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 153).

Помеѓу 1978-та и 2007-та година долгот на финансиските компании порасна од 3 трилиони долари на 36 трилиони долари, што беше повеќе од дуплирањето од 130 % на 270 % на бруто домашниот производ - БДП (GDP) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 66). До 2005-та година десетте најголеми комерцијални банки во САД држеа 55 % од индустрискиот капитал, што беше повеќе од душло во однос на процентот во 1990-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xvii). Во пресрет на кризата во 2006-та година, профитот на финансискиот сектор го сочинуваа 27 % од целиот профит на акционерските друштва во САД, за разлика од 15 % во 1980-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xvii).

Со колапсот на станбениот меур започна синџир од настани кои водеа кон финансиска криза. Високата задолженост, неадекватниот капитал и краткорочното финансирање направи многу финансиски институции да бидат исклучително ранливи на влошувањето на состојбата на пазарот во 2007-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 230).

Задолженоста на финансиските институции беше дури и поголема од пријавеното. Имено, задолженоста беше често прикриена, во дериватните позиции, во вонбилансните ентитети и преку „дотерувањето“ („window dressing“) на финансиските извештаи достапни на јавноста заинтересирана за инвестирање (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xx). Клучните компоненти на пазарот, како на пример, пазарот на репо кредитирањето од мултитрилиони долари, вонбилансните ентитети и користењето на дериватите на пазарот преку шалтер (over-the-counter derivatives), беа прикриени, без заштитните мерки кои регулаторите ги создадоа за да се спречи финансиски колапс (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xx). На крајот на 2008-та година, вонбилансните средства само на четирите најголеми банки, Банката на Америка (Bank of America), Ситигруп (Citigroup), ЈП Морган (JP Morgan) и Велс Фарго (Wells Fargo), беа околу 5,2 трилиони долари според нивните годишни поднесоци во 2008-та година (Reilly, 2009). Поради овој вид случаи

постојат т.н. ентитети за специјална намена (special purpose entity - SPE или special purpose vehicle - SPV во Европа). Ентитетот за специјална намена (special purpose entity - SPE или special purpose vehicle - SPV во Европа) претставува легален ентитет создаден да исполни специфични или привремени цели. Овие ентитети обично се користени од страна на компании за да ја изолираат фирмата од финансиски ризик. Исто така се користат за да се прикрие долг, да се прикрие сопственоста или да се прикрие врската помеѓу различни ентитети кои се всушност поврзани помеѓу себе. Овие ентитети обично држат портфолио на средства како хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS) или други должнички обврски, а често се користат поради регулаторни предности и поради предностите во случај на банкротство (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 543). Во 2009 година поради новите сметководствени насоки се бараше од финансиските институции да стават некои од овие средства назад во нивните биланси (Reilly, 2009).

2.10. Бум и колапс на „банкарскиот систем во сенка“

„Банкарскиот систем во сенка“ претставува термин за група небанкарски финансиски посредници кои обезбедуваат услуги слични на традиционалните комерцијални банки и другите депозитни институции. „Банкарство во сенка“ може да се однесува на секоја финансиска активност која го трансформира краткорочното задолжување во долгорочно кредитирање без владината поддршка (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 427). Според Бен Бернанке (Ben Bernanke), примери на значајни компоненти на „банкарскиот систем во сенка“ се ентитетите за специјална намена (special purpose entity – SPE или special purpose vehicle - SPV во Европа), програмата на комерцијалните хартии обезбедени со приход од некој финансиски инструмент (Asset-backed commercial paper program or conduit), заедничките фондови на пазарот на пари (money market mutual funds), репо пазарите, инвестиционите банки и хипотекарните компании (Bernanke, 2012). Самиот термин „банкарски систем во сенка“ според Кеит Хенесеј (Keith Hennessey), Даглас Холтц-Екин (Douglas

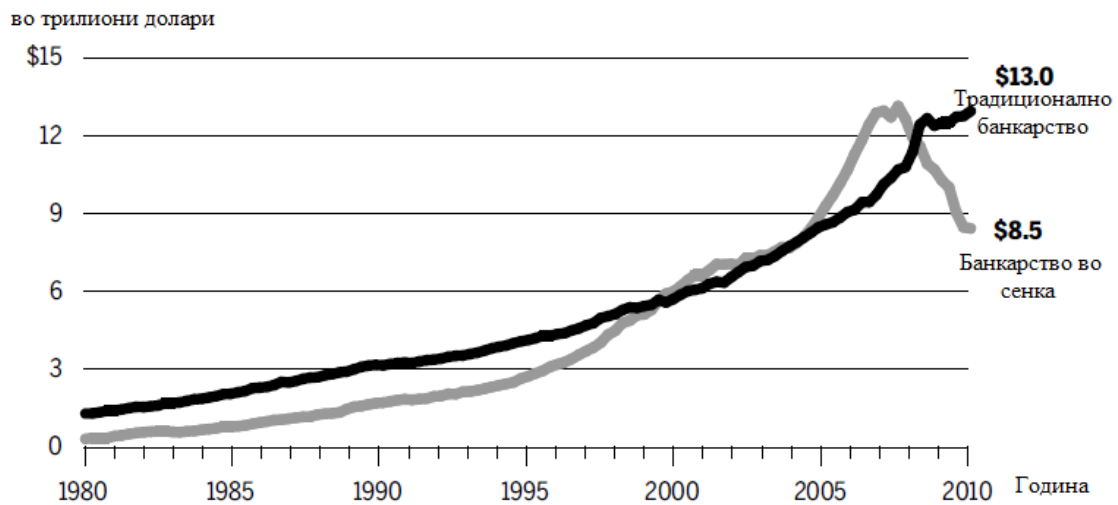
Holtz-Eakin) и Бил Томас (Bill Thomas) ги вклучува финансиските инструменти и институции како (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 427):

- Репо пазарот
- Ентитети на структурирани инвестиции (Structured Investment Vehicles-SIV) или други вонбилансни ентитети
- Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)
- Кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS) и
- Хеџ фондовите, монолиниски осигурители, комерцијални хартии, заедничките фондови на пазарот на пари (money market mutual funds) и инвестиционите банки.

Средствата во заедничките фондови на пазарот на пари (money market mutual funds) скокнаа од 3 милијарди долари во 1977-та година на повеќе од 740 милијарди долари во 1995-та година и 1,8 трилиони долари до 2000-та година (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 30). До 2000-та година, комерцијалните хартии пораснаа до 1,6 трилиони долари, додека во 1980-та година беа помалку од 125 милијарди долари (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 31).

На графиконот бр. 4 може да се види дека финансирањето достапно преку „банкарскиот систем во сенка“ се зголеми нагло во 2000-те години, надминувајќи го традиционалниот банкарски систем во годините пред кризата.

Графикон бр. 4: Традиционален и банкарски систем во сенка



Извор: The Financial Crisis Inquiry Commission (2011, p.32)

Американската Анкетна комисија за финансиска криза (Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC) во јануари 2011-та година изјави: „Во изминативе 30-тина и повеќе години, ние го дозволивме растот на банкарскиот систем во сенка, нетранспарентен и натоварен со краткорочни долгови, кој конкурираше по големината на традиционалниот банкарски систем. Клучните компоненти на пазарот, како на пример, пазарот на репо кредитирањето од мултитрилиони долари, вонбилансните ентитети и користењето на дериватите на пазарот преку шалтер (over-the-counter derivatives), беа прикриени, без заштитните мерки кои ние ги создадовме за да се спречи финансиски колапс. Ние имавме финансиски систем од 21-виот век со заштита од 19-тиот век” (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xx).

Американскиот економист и добитник на Нобеловата награда за економски науки, Пол Кругман (Paul Krugman) го опиша функционирањето на „банкарскиот систем во сенка“ како „сржта на она што се случи“ за да предизвика криза. Според него „со самото ширење на банкарскиот систем во сенка, неговата конкуренција па дури и надминување по важност во однос на конвенционалното банкарство, политичарите и владините претставници требало да сфатат дека тие повторно почнале да ја создаваат истата финансиска ранливост што направи да се случи Големата депресија, и дека тие требало да

одговорот со проширување на прописите и мрежата на финансиска безбедност за да се покријат овие нови институции. Влијателните фигури требаше да го прогласат простото правило: секој кој го прави тоа што го прави и банката, секој кој треба да биде спасен во криза на начин како што се спасуваат банките, треба да се регулира како банка“ (Krugman, 2009, p.163).

3. Влијанија на „subprime“ хипотекарната криза во САД и врз финансиските пазари

Влијанието на „subprime“ хипотекарната криза имаше катастрофални последици врз економијата во САД. На ниво на домаќинство, штетата беше највидлива. Така, вкупната нето-вредност на имотите на домаќинствата во САД, која беше проценета на највисок износ од 13 трилиони долари во 2006-та година, падна на 8,8 трилиони долари до средината на 2008-та година и сè уште паѓаше кон крајот на 2008-та година (Altman, 2009). Вкупните средства за пензионирање во САД паднаа за 22 %, од 10,3 трилиони долари во 2006-та година на 8 трилиони долари до средината на 2008-та година (Altman, 2009). Во истиот период, заштедите и инвестициските средства (со исклучок на пензиските заштеди) изгубија 1,2 трилиони долари и пензиските средства изгубија 1,3 трилиони долари (Altman, 2009). Земено сè заедно, овие вкупни загуби изнесуваа неверојатни 8,3 трилиони долари (Altman, 2009).

Берзите во САД, како и глобално, сигнализираа претстојечки тежок економски период. Така, на 5.3.2009 година, пазарниот индекс С&П 500 (S&P 500) беше во пад од 57 % од неговата највисока вредност на 9.10.2007 година. На 9.10.2007 вредноста на пазарниот индекс С&П 500 (S&P 500) изнесуваше 1.565,15 додека на 5.3.2009 година достигна вредност од 676,53 (види графикон бр. 5).

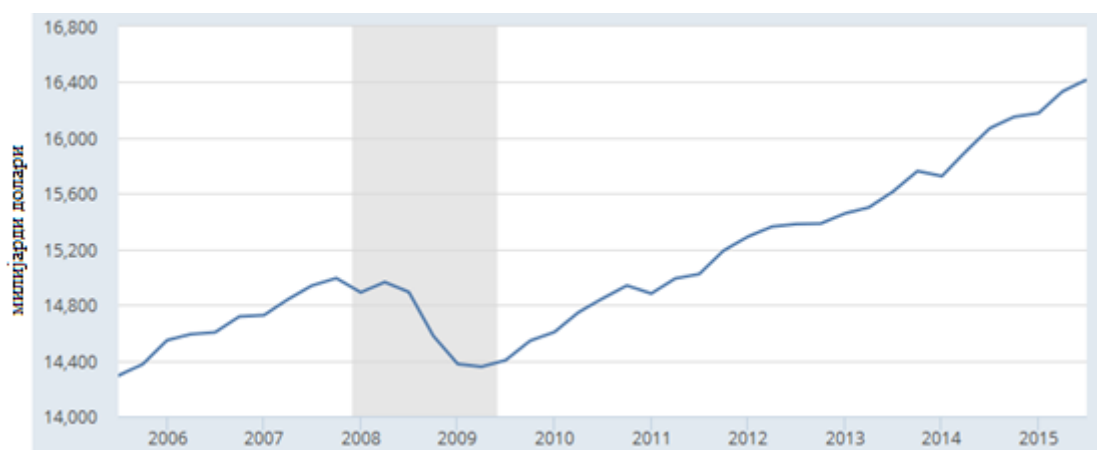
Графикон бр. 5: Пазарен индекс С&П 500 (S&P 500)



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Реалниот бруто домашен производ во САД, како што може да се види од графиконот бр. 6, почна да се намалува континуирано од вториот квартал на 2008-та година и продолжи да паѓа сè до вториот квартал на 2009-та година (види графикон бр. 6).

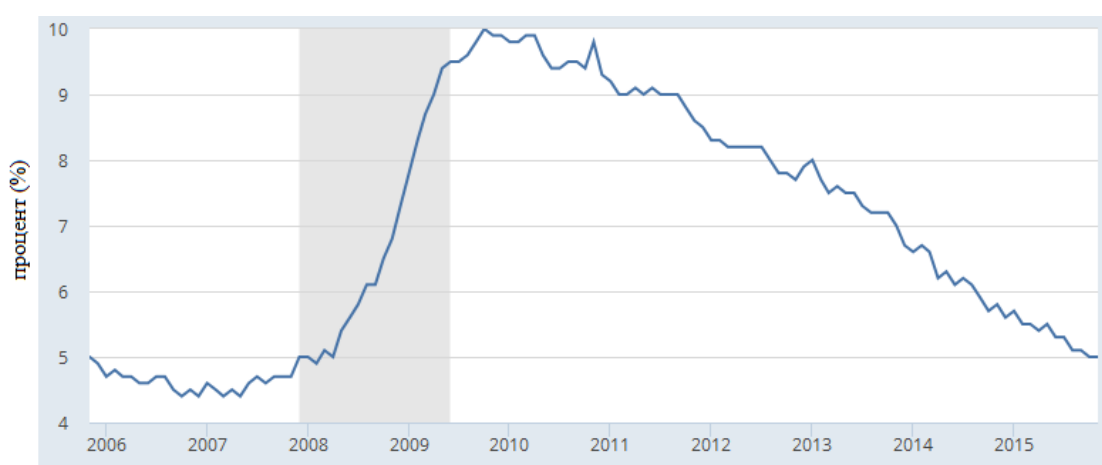
Графикон бр. 6: Реален бруто домашен производ во САД



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Стапката на невработеност во САД се зголеми од 5 % во декември 2007-та година на 10 % во октомври 2009-та година за да потоа почне да флукутира и во ноември 2010-та година достигне 9,8 %. После тоа стапката на невработеност постепено се намалуваше достигнувајќи 7,5 %. Нивото како во декември 2007-та година ќе го достигне дури во октомври 2015-та година (види графикон бр. 7).

Графикон бр. 7: Стапка на невработеност во САД



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

S&P/Case-Shiller 20-city composite home-price index претставува индекс развиен во 1980-тите години од страна на тројца економисти: Алан Вајз (Allan Weiss), Карл Кејс (Karl Case) и Роберт Шилер (Robert Shiller). Овој индекс вклучува 20 градови во САД: Бостон, Чикаго, Денвер, Лас Вегас, Лос Анџелес, Мајами, Њујорк, Сан Диего, Сан Франциско, Вашингтон, Атланта, Шарлот, Кливленд, Далас, Детроит, Минеаполис, Феникс, Портланд (Орегон), Сиетл и Тампа. Така, цените на становите за домување во САД според овој индекс достигнаа највисока вредност во април 2006-та година, додека во мај 2009-та година достигнаа пад од 31,86 %. Во април 2006-та година вредноста на овој индекс изнесуваше 206,62 додека во мај 2009-та година овој индекс достигна вредност од 140,79 (види графикон бр. 8).

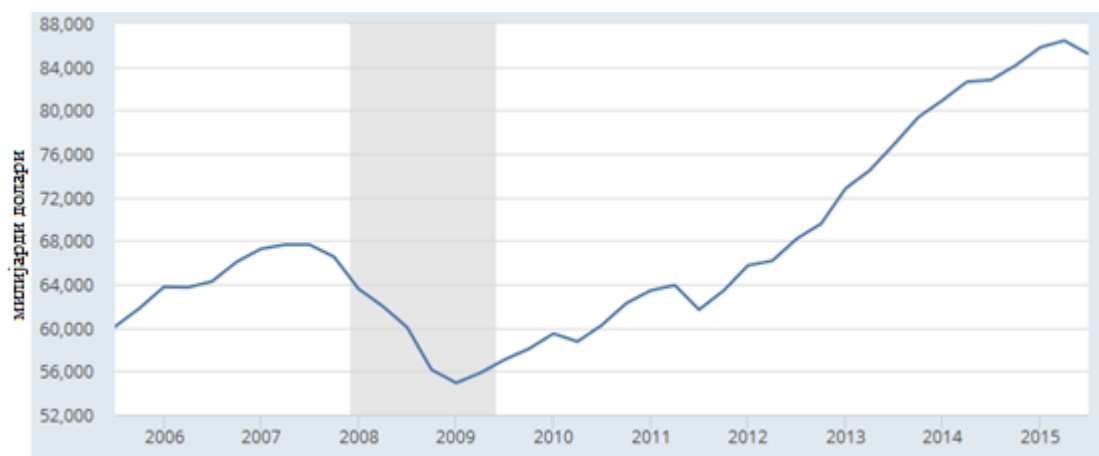
Графикон бр. 8: S&P/Case-Shiller 20-city composite home-price индекс



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Нето-вредноста на американските домаќинства и непрофитните организации од највисоката вредност (67.715,21 милијарди долари т.е. 67,7 трилиони долари) во вториот квартал на 2007-та година имаше пад во првиот квартал на 2009-та година достигнувајќи вредност од 54.789,67 милијарди долари т.е. 54,8 трилиони долари (види графикон бр. 9).

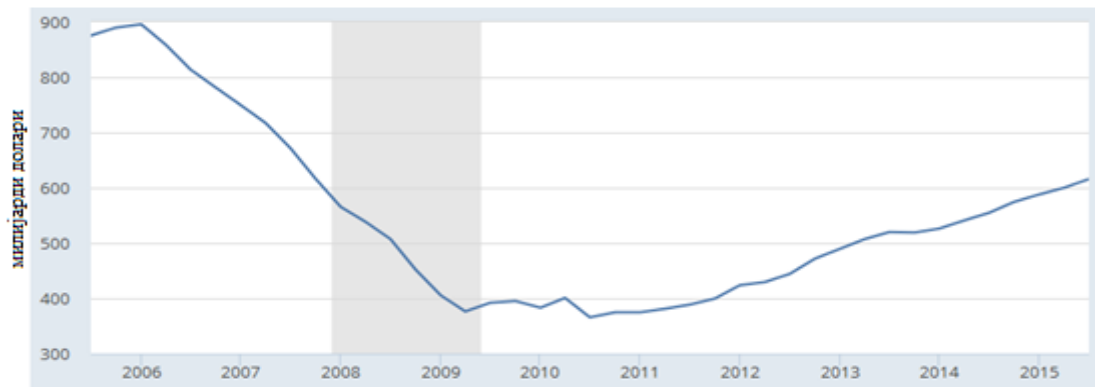
Графикон бр. 9: Нето-вредност на американските домаќинства и непрофитните организации



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Резиденцијалните приватни инвестиции (главно за домување) во САД имаа најголем износ (895,9 милијарди долари) во првиот квартал на 2006-та година за да во вториот квартал на 2009-та година падне износот на 376,3 милијарди долари (види графикон бр. 10).

Графикон бр. 10: Резиденцијални приватни инвестиции во САД



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Нерезиденцијалните приватни инвестиции (главно деловни купувања на капитална опрема) во САД имаа најголем износ (1.981,6 милијарди долари т.е. 1,98 трилиони долари) во првиот квартал на 2008-та година за да во четвртиот квартал на 2009-та година падне износот на 1.583,6 долари т.е. 1,58 трилиони долари (види графикон бр. 11).

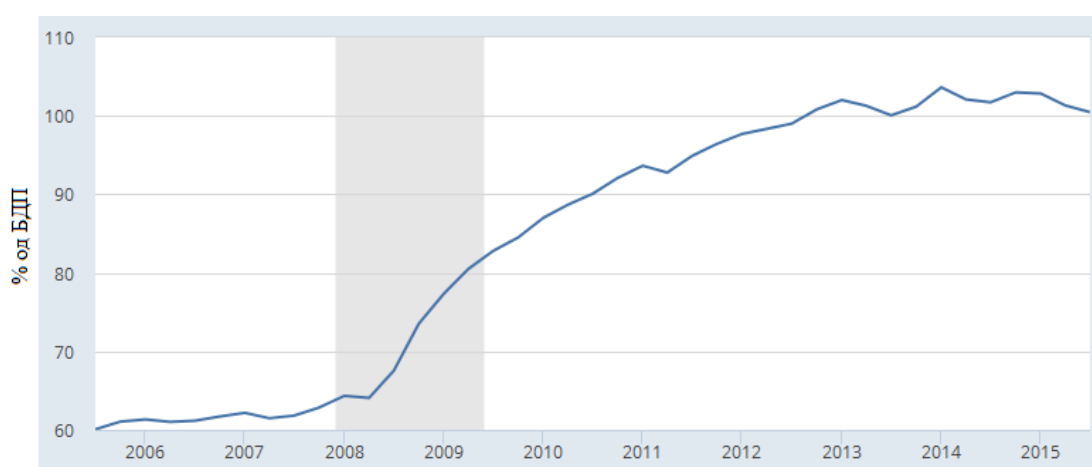
Графикон бр. 11: Нерезиденцијални приватни инвестиции во САД



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Вкупниот национален долг како процент на бруто домашниот производ се зголеми од 64,08 % во вториот квартал на 2008-та година, на 102,01 % во 2013-та година. Во првиот квартал на 2014-та година вкупниот национален долг како процент на бруто домашниот производ ја достигнува кулминацијата од 103,63 % (види графикон бр. 12).

Графикон бр. 12: Вкупен национален долг како процент на бруто домашниот производ во САД



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Авто индустријата во САД во 2005-та година оствари најголема продажба на нови возила од 17 милиони, додека во 2010-та година падна продажбата на 12 милиони (Leonhardt, 2011). Продажбата на домови за едно семејство, која достигна највисока бројка од 7,5 милиони во 2005-та година, продолжи да паѓа достигнувајќи 4,6 милиони во 2010-та година (Leonhardt, 2011).

Влијанието на „subprime“ хипотекарната криза врз финансискиот сектор почна во февруари 2007-та година, кога HSBC, светски најголемата банка, го отпушти директорот одговорен за работењето со хипотекарно кредитирање во САД бидејќи загубите достигнаа 10,5 милијарди долари (BBC News, 2008).

За време на 2007-та година најмалку 100 хипотекарни компании беа продадени, затворени или банкротираа (Green, 2007). Овие хипотекарни компании нудеа „subprime“ хипотекарни кредити, „prime“ хипотекарни кредити или

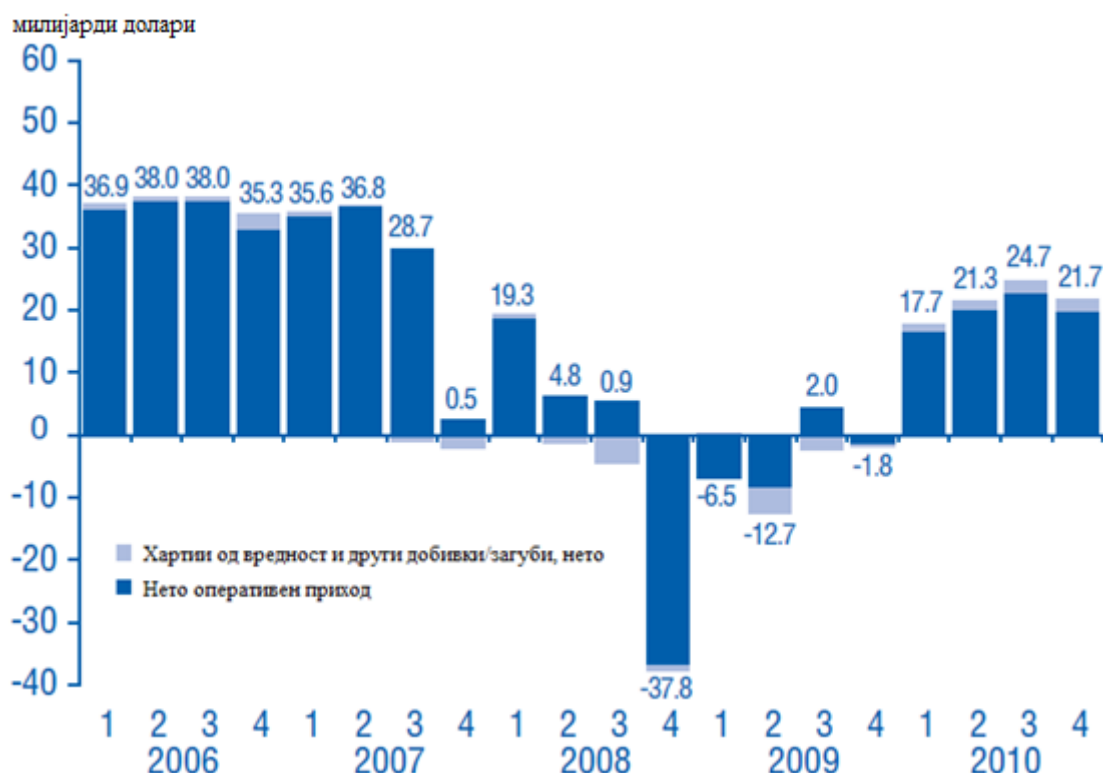
„Алтернатива-А“ хипотекарни кредити. Како што се продлабочуваше кризата, сè повеќе и повеќе финансиски фирми се спојуваа (McSherry, 2008).

Според некои аналитичари, избивањето на „subprime“ хипотекарната криза во САД во 2007-та година и турбуленциите на светскиот финансиски пазар како резултат на „subprime“ хипотекарната криза во САД, предизвикаа канализирање на огромен капитал во нафтениот пазар (Xinhuanet, 2008). Во периодот од 2000-та до 2009-та брзо се распространи создавањето и тргувањето на финансиските инструменти индексирани со стоковите цени (Fawley et al., 2012). Така, проценките укажуваат дека средствата наменети за стоково берзанско тргување се зголемија од 13 милијарди долари во 2004-та година на 260 милијарди долари во март 2008-та година (Fawley et al., 2012). Имено, со колапсот на станбениот меур, не само во САД туку и насекаде во светот, инвеститорите го пренасочија својот интерес кон стоковиот пазар, поточно стоковото берзанско тргување (Macwhirter, 2008). Многумина, вклучувајќи ги политичарите и економистите, претпоставуваа дека поради тоа што овој брз и невиден раст на стоковото берзанско тргување се совпадна со бумот на стоковите цени, шпекулацијата од страна на финансиските трговци, а не понудата и побарувачката, беше причината за настанатиот „стоков меур“ (Fawley et al., 2012).

На графиконот бр. 13 јасно е прикажана состојбата на депозитните институции осигурени од страна на Федералната корпорација за осигурување на депозити (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC) во периодот од 2006-та до 2010-та година. Неизвршувањето на отплатите на хипотекарните кредити беше причина за намалувањето на профитот на депозитните институции. Така, 7.657 депозитни институции на крајот на 2010-та година поднесоа извештај за четвртиот квартал од 2010-та година остварувајќи квартален нето оперативен приход од 21,7 милијарди долари што претставуваше значително подобрување во однос на 1,8 милијарди долари нето оперативна загуба во четвртиот квартал на 2009-та година. Од графиконот може да се види дека во четвртиот квартал на 2007-та година имаше огромен пад на кварталниот нето оперативен приход од 28,7 милијарди долари во третиот квартал на 2007-та година на 0,5 милијарди долари во наредниот квартал од истата година. Веќе во четвртиот квартал на

2008-та година банките за првпат во периодот од 2006-та до 2010-та година пријавуваат квартална нето оперативна загуба од 37,8 милијарди долари.

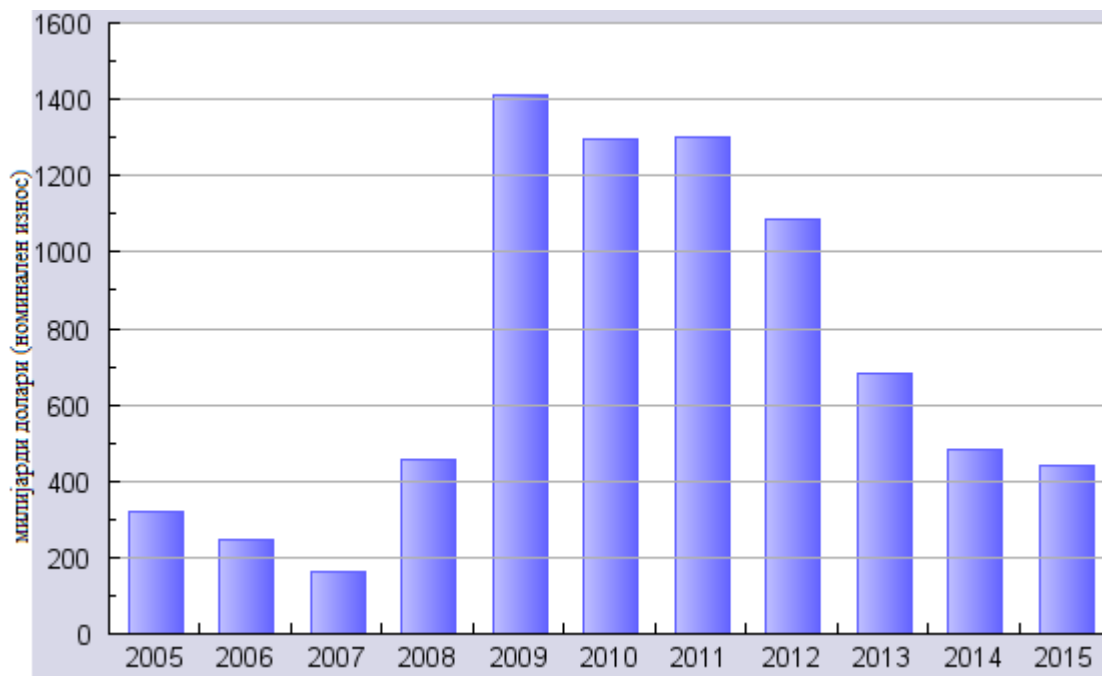
Графикон бр. 13: Состојбата на депозитните институции осигурени од страна на Федералната корпорација за осигурување на депозити (FDIC) во периодот од 2006 до 2010 година



Извор: Federal Deposit Insurance Corporation (2011, p.1)

САД беше ограничена со гигантски буџетски дефицити кои беа производ на буџетските издатоци на владата наменети за изборување со финансиската криза и остриот пад на приходите предизвикани од рецесијата (Altman, 2009). Така, буџетскиот дефицит од 458,55 милијарди долари во 2008-та година достигна рекорден износ од 1.412,69 милијарди долари т.е. 1,4 трилиони долари наредната година (види графикон бр. 14). Овој износ од 1,4 трилиони долари претставува најголемиот буџетски дефицит досега не само во американската историја туку и во светски рамки и претставува 9,8 % од американскиот бруто домашен производ (The White House, n.d.).

Графикон бр. 14: Буџетски дефицити во САД во периодот од 2005 година до 2015 година



Извор: Usgovernmentdebt.us.

ТЕД распонот (TED spread) претставува разликата помеѓу каматните стапки на меѓубанкарските заеми и државните благајнички записи (Treasury bills или T-bills) поточно разликата помеѓу тримесечната ЛИБОР стапка и тримесечната каматна стапка на државните благајнички записи (Treasury bills или T-bills). ТЕД распонот (TED spread) може да се користи како индикатор на кредитниот ризик. Зголемувањето на ТЕД распонот (TED spread) често навестува влошување на состојбата на американската берза. На 20.8.2007 година ТЕД распонот (TED spread) достигнува 2,42 % за да подоцна на 10.10.2008 година достигне најголема разлика помеѓу тримесечната ЛИБОР стапка и тримесечната каматна стапка на државните благајнички записи (4,58%) (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2016). Неполн месец пред оваа најголема разлика помеѓу тримесечната ЛИБОР стапка и тримесечната каматна стапка на државните благајнички записи, поточно во септември 2008-та година се случи колапсот на

четвртата најголема инвестициона банка (Леман Брадерс - Lehman Brothers). Истиот месец и година (септември 2008-та година) инвеститорите од фондовите

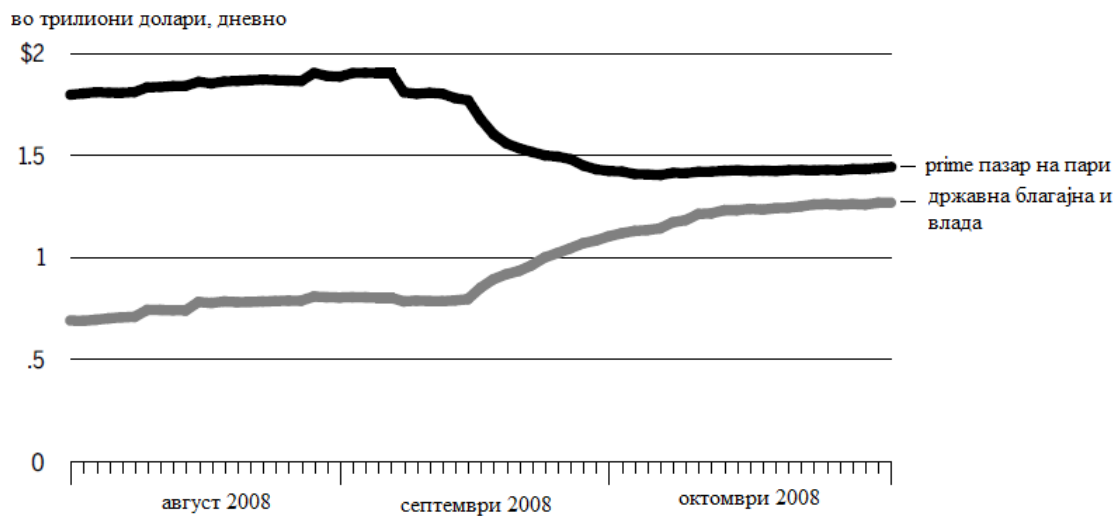
Графикон бр. 15: ТЕД распон (TED spread)



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

на „prime“ пазарот на пари повлекоа 349 милијарди долари во рок од една недела и дополнителни 85 милијарди долари во рок од три недели (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.357). Овие пари, како што може да се види од графиконот бр. 16, беа главно насочени кон други фондови кои купуваа само државни хартии од вредност или хартии од вредност емитувани од Владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises), Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) и Федералните банки за станбени кредити - Federal Home Loan Banks (FHLBanks) (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.357). Но, всушност тоа беа повеќе пари од тоа што тие фондови би можеле да инвестираат и затоа тие мораа да ги одбијат луѓето (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.357). Како резултат на невидената побарувачка на државните хартии од вредност, стапката на принос (т.е. дисконтната стапка) на овие државни хартии од вредност со рок на доспевање од 1 месец се намали приближно до 0 %, ниво кое не беше видено од Втората светска војна (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.357).

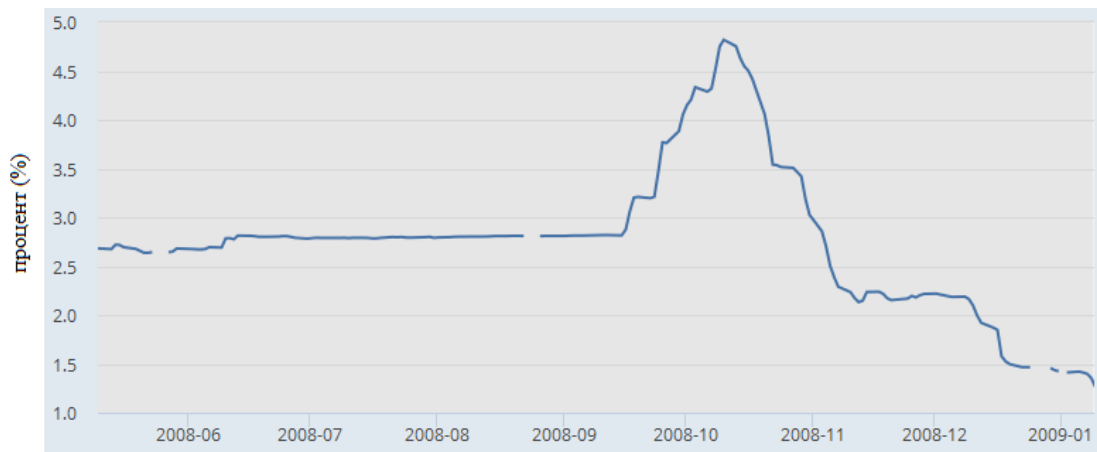
Графикон бр. 16: Инвестиции во фондови на пазарот на пари



Извор: The Financial Crisis Inquiry Commission (2011, p.358)

Почнувајќи од крајот на 2007-та година, институциите беа толку многу загрижени за кредитната способност на корисниците на кредитите, вклучувајќи ги и банките т.е. меѓубанкарските позајмувања, што тие повеќе не би давале кредити (Altman, 2009). Потврда дека таа загриженост беше основана е ТЕД распонот (TED spread) кој може да се користи како индикатор на кредитниот ризик. Како што може да се види од графикон бр. 15 на 20.8.2007 година ТЕД распонот (TED spread) достигнува 2,42 % за да подоцна на 10.10.2008 година достигне најголема разлика помеѓу тримесечната ЛИБОР стапка и тримесечната каматна стапка на државните благајнички записи (4,58 %). ЛИБОР стапката беше еден од најдобрите индикатори на глобалното замрзнување на кредитите. После останувањето непроменета за повеќе од три месеци, ЛИБОР стапката се зголеми нагло по банкротот на Леман Брадерс (Lehman Brothers) во септември 2008-та година (види графикон бр. 17). Ова нагло зголемување на ЛИБОР стапката ја одрази зголемената неподготвеност на банките да си позајмуваат помеѓу себе. Ова беше екстремно загрижувачки знак меѓу креаторите на политиките дека глобалниот финансиски систем се соочува со системски колапс.

Графикон бр. 17: Тримесечен ЛИБОР



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Ова замрзнување на кредитите кое го доведе глобалниот финансиски систем на работ на колапс беше причина Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System), Европската централна банка (European Central Bank) и другите централни банки да вбризгаат вкупно 2,5 трилиони долари на ликвидни средства во кредитните пазари, што претставуваше до тој момент најголемата монетарна интервенција во светската историја (Altman, 2009). Американската влада и европските влади доделија додатни 1,5 трилиони долари за директни вложувања во акции во нивните локални финансиски институции (Altman, 2009).

Најголемите американски и европски банки изгубија над 1,3 трилиони долари поради „токсичните активи“ и лошите заеми од почетокот на 2007-та година па сè до крајот на 2010-та година (Cutler et al., 2011).

4. Влијанија на „subprime“ хипотекарната криза во Европа

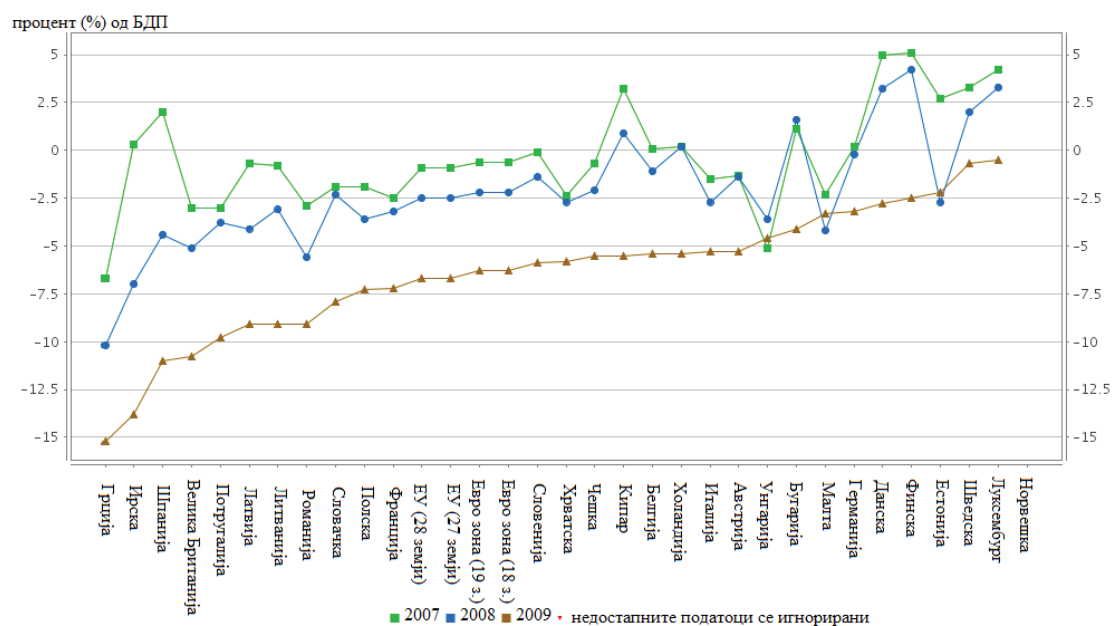
Американската „subprime“ хипотекарна криза како домино ефект имаше последици и врз финансискиот систем во светски рамки. Така, кризата имаше тешки последици врз европските пазари, особено врз инвеститорите и

институциите во Европа кои инвестираа во хартии од вредност обезбедени со „subprime“ хипотекарни заеми емитувани од американските банки и финансиските институции (Stratfor, 2008). Од крајот на 2009-та година Европа се соочи со должничка криза или т.н. криза на јавен долг. Така, два типа мерки беа имплементирани од самиот почеток на кризата (Popov and Van Horen, 2013):

- Консолидација на јавните финансии во земјите погодени од кризата во комбинација со кредити од страна на Европската Унија и Меѓународниот монетарен фонд и
- Различни операции за обезбедување ликвидни средства од страна на Европската централна банка.

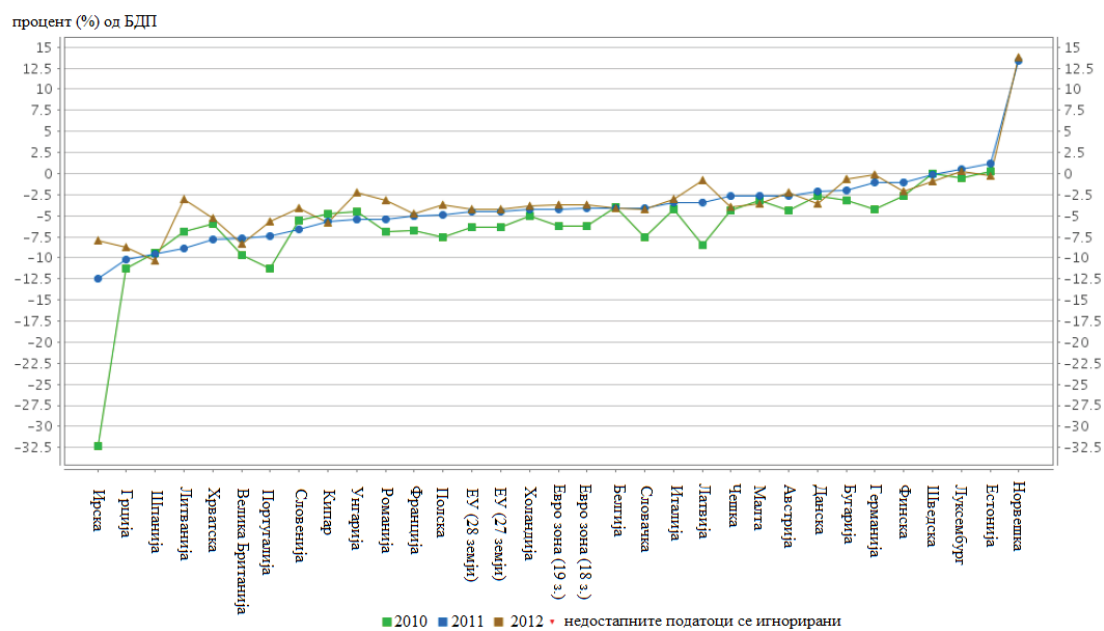
Буџетските дефицити на многу европски земји беа на незавидно ниво. Многу од европските земји, меѓу кои и Велика Британија, Грција и Шпанија, се свртеа кон штедење, како начин да се ублажат буџетските проблеми. Така, Грција покажа подобрување на буџетскиот дефицит од -15,2 % во однос на БДП во 2009-та година на буџетски дефицит од -10,2 % во однос на БДП во 2011-та година, Ирска од -32,3 % во 2010-та година на буџетски дефицит од -12,5 % во однос на БДП во 2011-та година, Португалија од -11,2 % во 2010-та година на буџетски дефицит од -7,4 % во однос на БДП во 2011-та година, Шпанија од -11 % во 2009-та година на буџетски дефицит од -6,9 % во однос на БДП во 2013-та година, Франција од -7,2 % во 2009-та година на буџетски дефицит од -4,8 % во однос на БДП во 2012-та година, Велика Британија од -10,8 % во 2009-та година на буџетски дефицит од -7,7 % во однос на БДП во 2011-та година, Италија од -5,3 % во 2009-та година на буџетски дефицит од -3 % во однос на БДП во 2012-та година итн. (види графикон бр.18 и 19).

Графикон бр. 18: Буџетски дефицит/суфицит како % од БДП во период од 2007 година до 2009 година



Извор: Eurostat

Графикон бр. 19: Буџетски дефицит/суфицит како % од БДП во период од 2010 година до 2012 година



Извор: Eurostat

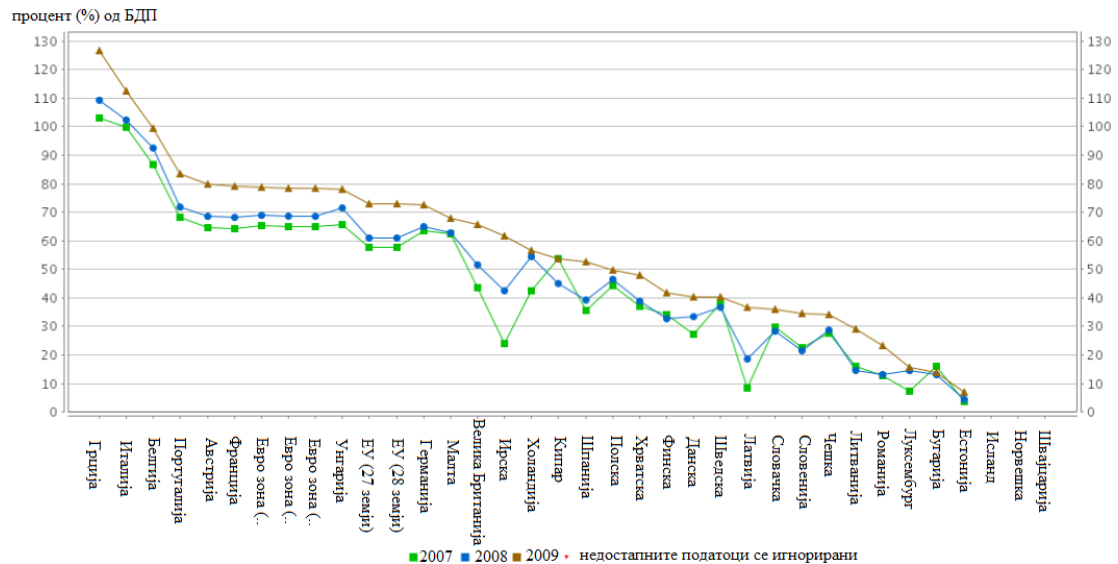
При анализата на јавниот долг како процент во однос на БДП може да се забележи дека Грција од 103,1 % во 2007-та година, бележи зголемување на овој однос и достигнува 172 % во 2011-та година, 159,45 % во 2012-та за да една година подоцна повторно се зголеми на 177 %. Во периодот од 2007-та до 2013-та година Грција покажува најголем процент во однос на останатите земји и е лидер во однос на јавниот долг како процент во однос на БДП. После Грција, следува Италија со скок од 99,7 % во 2007-та година на 128,8 % во 2013-та година. Португалија од 68,4 % во 2007-та година бележи постојан раст и во 2013-та година достигнува 129 %. Белгија од 86,9 % во 2007-та година бележи поспор, но континуиран раст и во 2013-та година достигнува 105,1 %. При анализата Ирска претставува најинтересен случај бидејќи од регистрирани 23,9 % во 2007-та година достигнува 120,2 % во 2012-та година, што претставува пет пати зголемување на овој процент. Шпанија од 35,5 % во 2007-та година бележи зголемување на 93,7 % во 2013-та година, додека Франција од 64,4 % во 2007-та година достигнува 92,3 % во 2013-та година (види графикон бр. 20 и 21). И покрај подобрувањето на буџетскиот дефицит во однос на БДП на овие земји, БДП растот на некои од овие земји не беше доволен за да помогне во намалувањето на јавниот долг како процент во однос на БДП. Во оваа група спаѓаат земјите како Велика Британија, Италија и Франција кои во периодот од 2009-та до 2011-та година имаа континуирано зголемување на реалниот БДП. Исто така, како што е прикажано во табелата бр. 4, Португалија и Шпанија имаа зголемување на реалниот БДП во периодот од 2009-та до 2010-та, додека Ирска имаше континуирано зголемување на реалниот БДП во периодот од 2010-та до 2012-та година.

Табела бр. 4: Реален БДП во некои од земјите во Европската Унија во периодот од 2007 година до 2012 година

Година	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Земја	⬆	⬆	⬆	⬆	⬆	⬆
Белгија	344,713.0	354,066.0	348,781.0	365,101.0	379,106.0	387,419.0
Ирска	197,053.7	187,547.2	169,431.7	166,157.5	173,940.0	174,844.2
Грција	232,694.6	241,990.4	237,534.2	226,031.4	207,028.9 ^(p)	191,203.9 ^(p)
Шпанија	1,080,807.0	1,116,207.0	1,079,034.0	1,080,913.0	1,070,413.0	1,042,872.0 ^(p)
Франција	1,945,670.0	1,995,850.0	1,939,017.0	1,998,481.0	2,059,284.0	2,086,929.0
Холандска	43,925.8	48,129.8	45,090.7	45,004.3	44,708.6	43,933.7
Италија	1,610,304.9	1,632,933.4	1,573,655.1	1,605,694.4	1,638,857.3	1,614,672.5
Унгарија	101,605.9	107,503.1	93,670.7	98,198.4	100,704.5	98,972.8
Австрија	282,346.9	291,930.4	286,188.4	294,627.5	308,630.3	317,055.8
Португалија	175,467.7	178,872.6	175,448.2	179,929.8	176,166.6	168,398.0
Велика Британија	2,168,911.7	1,908,370.2	1,667,594.9	1,813,331.2	1,866,018.3	2,053,612.8

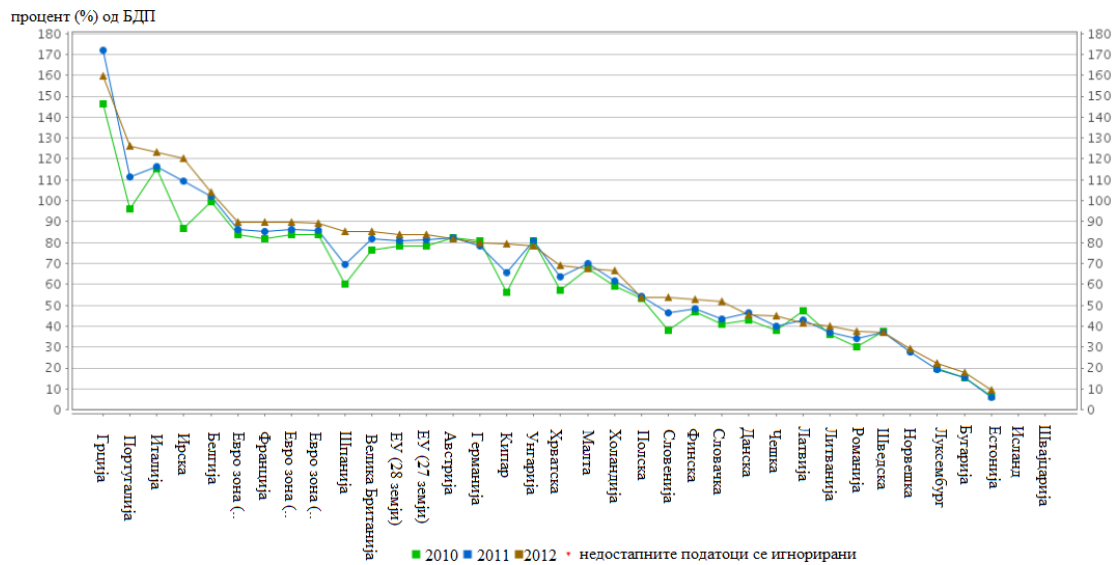
Извор: Eurostat

Графикон бр. 20: Јавниот долг како % од БДП во период од 2007 година до 2009 година



Извор: Eurostat

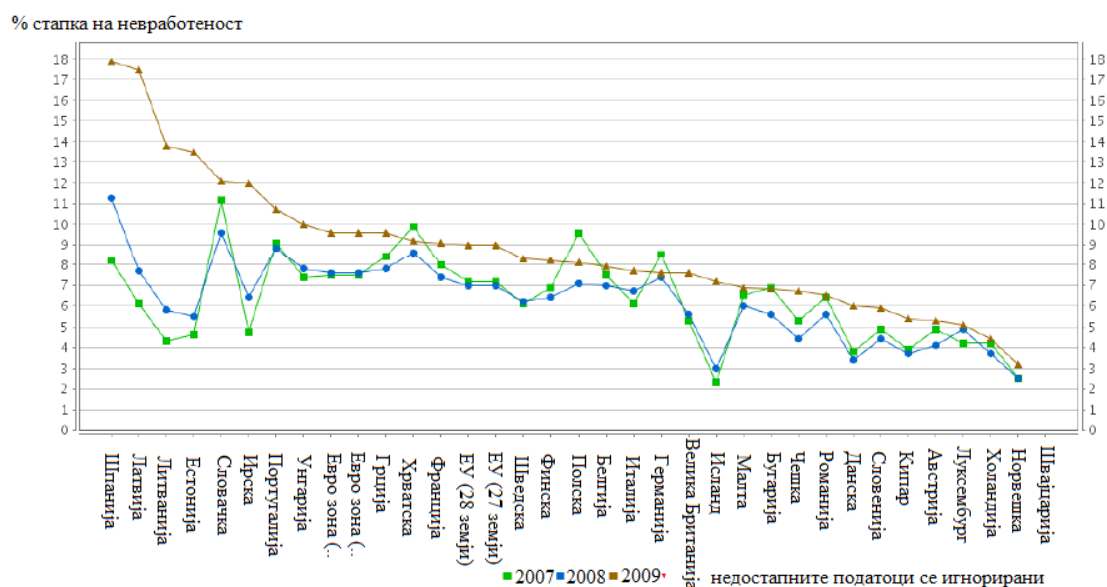
Графикон бр. 21: Јавниот долг како % од БДП во период од 2010 година до 2012 година



Извор: Eurostat

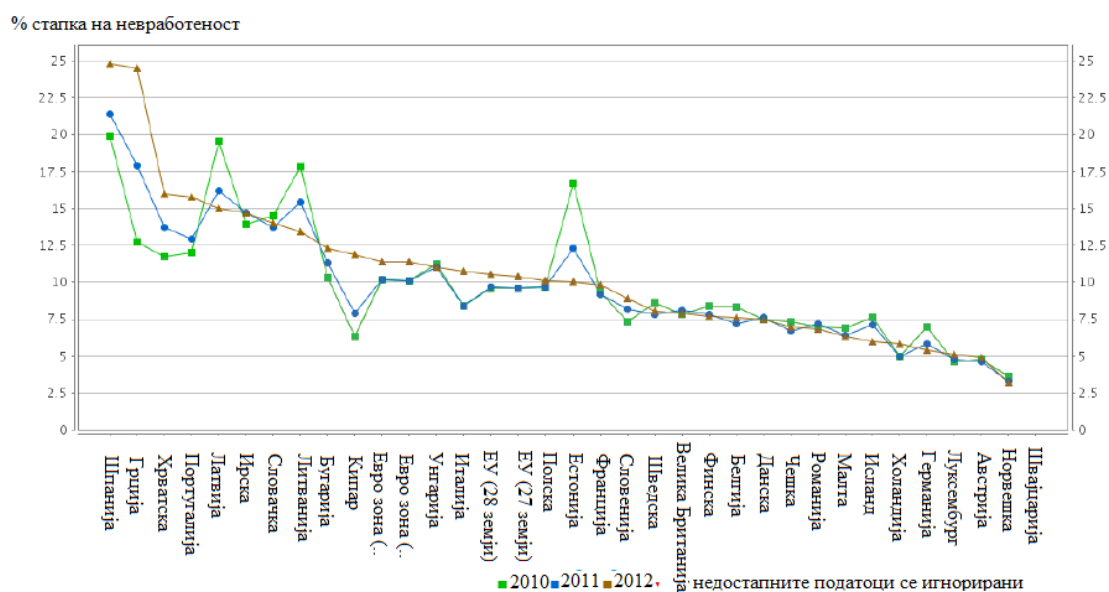
Во повеќето макроекономски модели мерките на штедење во принцип ја зголемуваат невработеноста. Така, убедливо на прво место со најголема невработеност е Грција која од 7,8 % во 2008-та година достигна невработеност од 27,5 % во 2013-та година. На второ место е Шпанија која од 8,2 % во 2007-та година достигна невработеност од 26,1 % во 2013-та година. Хрватска имаше стапка на невработеност од 8,6 % во 2008-та година и после континуирано зголемување достигна 17,3 % во 2013-та година. Португалија од 8,8 % во 2008-та година достигна 16,4 % во 2013-та година, додека Ирска од 4,7 % во 2007-та година достигна стапка на невработеност од 14,7 % во 2011-та година. Италија со стапката на невработеност од 12,1 % во 2013-та година манифестираше дуплирање во однос на стапката на невработеност од 2007-та година која изнесуваше 6,1 %. Еврозоната со 28-те членки манифестираше покачување на стапката на невработеност од 7 % во 2008-та година на 10,9 % во 2013-та година (види графикон бр. 22 и 23).

Графикон бр. 22: Стапка на невработеност во период од 2007 година до 2009 година



Извор: Eurostat

Графикон бр. 23: Стапка на невработеност во период од 2010 година до 2012 година



Извор: Eurostat

Мерките на штедење или политиката на аустеритет се наметнаа во првата половина на 2010-та година во Европа. Како економистот Мартин Вулф (Martin Wolf) така и Пол Кругман (Paul Krugman) беа строги критичари на мерките за штедење. Така, економистот Мартин Вулф (Martin Wolf) напиша: „Мерките на штедењето не успеаја. Го претворија закрепнувањето кое беше во зародиш во стагнација. Тоа наметна огромни и непотребни трошоци, не само на краток рок, туку исто така и на долг рок: трошоци на инвестиции нереализирани, на непочнати бизниси, на вештини неискористени и на надежи уништени. Накратко, обемот на мерките на штедење беше непотребен и лошо темпиран“ (Wolf, 2013). Економистот Пол Кругман (Paul Krugman) во врска со мерките на штедење т.е. политиката на аустеритет изјави: „Едно евро заштеда резултира со околу 0,4 евра (40 центи) намален дефицит, дури и на краток рок. Не е чудо тогаш што сета оваа политика на аустеритет незапирливо води кон катастрофа“ (Krugman, 2012).

**II. РАСПРАВА ЗА РЕШЕНИЈА И ПЕРСПЕКТИВИ НА
ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ПОСЛЕ ГЛОБАЛНАТА
ФИНАНСИСКА КРИЗА**

1. Разгледувања и анализи на можни решенија и поуки од хипотекарната криза

„Subprime“ хипотекарната криза предизвика многу дебати поврзани со детално разгледување и анализа на можните решенија и поуки кои треба да се земат предвид во иднина. Решенијата можат да бидат организирани во следните категории кои подетално ќе бидат разгледани и анализирани во продолжение:

- Ликвидност;
- Солвентност;
- Економски стимул и фискална политика;
- Влада на финансиска помош;
- Помош на сопствениците на домови;
- Судир на интереси;
- Лобирање и
- Регулација.

1.1. Ликвидност

Самиот термин ликвидност се однесува на способноста да се подмират краткорочните обврски со расположливите готови пари или со помош на другите расположливи средства кои брзо можат да се конвертираат во готови пари. Пред кризата многу компании користеа краткорочни заеми и купуваа долгорочни неликвидни средства како хартии од вредност поврзани со хипотеки. Со други зборови, компаниите профитираа користејќи краткорочни заеми чии краткорочни каматни стапки беа многу пониски од долгорочните каматни стапки на долгорочните неликвидни средства кои компаниите ги купуваа. Со нарушувањето на состојбата на кредитниот пазар, институциите беа принудени

долгорочните неликвидни средства да ги продадат по екстремно намалени цени. Така, на 25.11.2008 година Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) на 25.11.2008 година со цел да се зголеми ликвидноста ја креираше програмата ТАЛФ (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF). Така на пример, според програмата ТАЛФ, Федералната национална банка на Њујорк (Federal Reserve Bank of New York) им даде кредит од 200 милијарди долари на имателите на одредени хартии од вредност обезбедени со актива со кредитен рејтинг AAA (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2015). Сиот овој процес на давање кредити покриени со различни колатерали со цел да се подобри ликвидноста на пазарите се нарекува *кредитно олеснување*. Освен програмата ТАЛФ (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF) беа креирани и други програми со истата цел. Таков пример е програмата ТАФ (Term Auction Facility - TAF) која беше креирана во декември 2007-та година од страна на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System). Според оваа програма ТАФ (Term Auction Facility - TAF), заемите беа целосно обезбедени со колатерал и финансиските средства беа алоцирани преку аукција во која депозитните институции кои учествуваа даваа понуди одредувајќи ја сумата на финансиските средства, имајќи го предвид претходно утврдениот лимит и каматната стапка која тие беа волни да ја платат за тие финансиски средства (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2016). Така, според програмата ТАФ (Term Auction Facility - TAF) од почетокот на своето создавање па сè до ноември 2008-та година биле дадени кредити во износ од 1,6 трилиони долари во замена на колатерал (Goldman, 2008). На 18.3.2009-та година е одлучено од страна на Комитетот на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) да обезбеди поголема поддршка на хипотекарното кредитирање и станбениот пазар со купување на додатни 750 милијарди долари на хипотекарни заложници (mortgage backed securities, MBS) на Владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises), достигнувајќи вкупен износ на купувања на овие хартии од вредност од 1,25 трилиони долари во 2009-та година (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2009). Исто така, Федералниот комитет за отворен пазар (Federal Open Market Committee - FOMC) одлучи да ги зголемат нивните откупувања на долгот на Владино спонзорираните претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises) истата

година за 100 милијарди долари, достигнувајќи вкупен износ од 200 милијарди долари (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2009). Покрај тоа, со цел да се помогне во подобрувањето на условите на приватните кредитни пазари, Комитетот одлучи да се купат долгорочни државни хартии од вредност во износ до 300 милијарди долари во текот на 2009-та година (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2009).

Кредитното олеснување значи претставува создавање пари т.е зголемување на паричната понуда со цел стимулирање на економијата преку зголемување на ликвидноста и намалување на каматните стапки (Spaulding, n.d.). Сепак, од друга страна пак, ова зголемување на паричната понуда создава ризик од инфлација со што би ослабел доларот и би го направил помалку пожелен како резервна валута.

Намалените каматни стапки ја стимулираат економијата на тој начин што го прават позајмувањето помалку скапо. Во САД, Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) како што може да се види од графиконот бр.3, стапката на федералните фондови (federal funds rate), која на 29.6.2006 година изнесувала 5,25 %, ја намалила и на 29.10.2008 година достигнала 1 %, а на 16.12.2008 година изнесувала 0-0,25 % и така продолжила сè до крајот на 2012-та година. Исто така, намалените каматни стапки им помагаат на банките да профитираат на тој начин што банките можат да позајмуваат по многу ниски каматни стапки од депонентите, а да даваат кредити со повисоки каматни стапки за хипотекарните кредити или кредитните картички.

Од друга страна пак, намалувањето на каматните стапки во однос на другите земји ја ослабува домашната валута. Одржувањето на каматните стапки на ниско ниво го обесхрабрува штедењето, а ја поттикнува потрошувачката. Исто така, со намалувањето на каматните стапки постои ризик од инфлација предизвикана од побарувачката веднаш штом економијата ќе почне да расте.

1.2. Солвентност

Солвентноста претставува способност на компанијата или институцијата да ги подмири своите долгорочни обврски. Доколку компанијата или институцијата е несолвентна, има повеќе алтернативи за справување со оваа состојба.

Национализацијата претставува процес на трансформација на приватните во јавни средства т.е. преминување од приватна во државна сопственост на средствата на компанијата или институцијата. Национализацијата обично вклучува преземање на целосна или делумна контрола врз финансиската институција како дел од финансиската помош.

Национализацијата има многу предности. Така, национализацијата претставува ефикасен начин за да се одржи стабилноста на финансискиот систем и да се спречат идни кризи. Традиционалната економска теорија општо укажува дека поголемата конкуренција помеѓу финансиските институции води кон поголемо преземање ризик и почести финансиски кризи (Simkovic, 2013, p.222). Во контекст на темата на ова истражување, во средината на 2000-та година конкуренцијата помеѓу емитувачите на хипотекарните хартии од вредност доведе до намалување на стандардите за гаранција и зголемен ризик што доведе до подоцнежната криза (Simkovic, 2013, p.215). Иако стандардите се намалија, сепак најголемите и најмоќните емитувачи на хипотекарните хартии од вредност беа Владино спонзорирани претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises) и беа многу поуспешни од другите емитувачи на хипотекарни хартии од вредност (Simkovic, 2013, p.216). Приватните финансиски институции беа склони кон преземање поголеми ризици додека Владино спонзорирани претпријатија (GSEs - Government-sponsored enterprises) рационално преферираа да го ограничат ризикот (Simkovic, 2013, p.216).

Друга предност на национализацијата е тоа што го елиминира моралниот hazard својствен за системски важните финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) во приватна сопственост. Системски важни финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) се банките, осигурителните компании или други финансиски институции чиј

неуспех може да предизвика финансиска криза. Така, многу е веројатно овие системски важни финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) да добијат (финансиска) помош во случај на неуспех (Simkovic, 2013, p.252). Без разлика дали овие спасувања (помош) на овие системски важни финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) се водени од политички размислувања или од чисто економска потреба, тие во основа функционираат како механизам за пренесување на загубите од приватните инвеститори и другите кредитори на даночните обврзници (Simkovic, 2013, p.251). Владината (финансиска) помош подетално ќе биде разгледана во продолжение на оваа глава.

Економистот Пол Кругман (Paul Krugman) се повика на примерот од крајот на 1980-тите години, посочувајќи го како добар пристап и пример како владата се справи со зомби заштедите и кредитите. Имено, тоа беше периодот на американската криза на заштедите и кредитите (The savings and loan crisis - S&L crisis) кога владата „ги презеде нефункционалните банки, потоа ги трансферираше нивните лоши средства во специјалната институција, RTC (The Resolution Trust Corporation), ги отплати долговите на банките во доволна мера за да ги направи солвентни и ги продаде средените банки на нови сопственици“ (Krugman, 2009). Со други зборови, економистот Пол Кругман (Paul Krugman) се залага за привремено владино преземање на несолвентни банки (Krugman, 2009).

Нуриел Рубини (Nouriel Roubini), американски економист и Метју Ричардсон (Matthew Richardson), американски економист и професор, во однос на национализацијата и кризата се изјаснија на почетокот на 2009-та година дека национализацијата е единствениот начин да се спаси американскиот банкарски систем со што ќе се реши проблемот на токсичните средства на исправен начин (Richardson and Roubini, 2009). Двајцата економисти ѝ препорачаа на Владата тоа да го направат по следниов редослед (Richardson and Roubini, 2009):

- Прво, да се утврди кои банки се несолвентни.
- Второ, веднаш да се изврши национализација на несолвентните банки. Сопствениците на акционерскиот капитал ќе бидат избришани, додека

долгорочните обврски ќе бидат исплатени откако ќе бидат исплатени депозиторите и другите краткорочни доверители.

- Трето, да се издвојат средствата на добри и лоши. Лошите средства ќе бидат проценети по тековната (иако депресирана) вредност. Како и во Гејтнеровиот план, приватниот капитал ќе може да купи дел од тие лоши средства. Што се однесува до добрите средства, тие ќе се приватизираат повторно или преку иницијална јавна понуда на акции или со продажба на стратешки купувач. Со приходот од овие лоши и добри средства прво ќе се покријат депозитарите, а потоа обврските кон кредиторите.
- Четврто, да се спојат сите преостанати лоши средства во едно претпријатие. Средствата може да се чуваат до доспевање или евентуално да се распродадат со добивки и ризици кои ќе ги снесат даночните обврзници.

Сепак национализацијата или рекапитализацијата има и свои критичари. Така, според Алан Стјуард Блајндер (Alan Stuart Blinder), американски економист, национализацијата или рекапитализацијата не прави проблемите да исчезнат (Blinder, 2009). Алан Стјуард Блајндер (Alan Stuart Blinder) истакнува неколку критики во врска со национализацијата: „Контролата на менаџментот на десетици, стотици или можеби илјадници национализирани банки претставува тешка задача. Друга полемика е дека средствата со низок квалитет (dodgy assets) во банките е многу тешко да се процени колку вредат, правејќи да е невозможно да се знае колку капитал им треба на банките, при што голема веројатност е дека многу е скапо да се обезбеди капиталот. Национализацијата не прави овие проблеми да исчезнат. Доколку владата преземе банка, тогаш даночните обврзници премолчено се здобиваат со средствата, со што ги наследуваат сите несигурности околу вреднувањето. И доколку банката има негативна нетоварна вредност кога се национализира, кој мислите дека ја исполнува дупката?“ (Blinder, 2009). Исто така Алан Стјуард Блајндер (Alan Stuart Blinder) го објаснува пристапот „добра банка, лоша банка“: „Добрата банка ги добива добрите средства, веројатно сите депозити и дел од преостанатиот банкарски капитал. Како здрава институција, може веројатно да подигне свеж капитал и да продолжи среќно како приватна компанија. Лошата банка наследува лоши

средства и остатокот од капиталот, кои по соодветните намалувања на средствата, нема да бидат доволни. Така, повторно, некој ќе мора да ја пополни дупката. И реално, со оглед на нередот во кој сме ние, голем дел од тој нов капитал најверојатно ќе дојде од даночните обврзници“ (Blinder, 2009).

Друг начин за разрешување на проблемот со несолвентноста на институциите е кога владата или приватните инвеститори купуваат средства чија вредност е значително намалена што се должи на неизвршувањето на отплатата на долгот. Овие средства се наречени „токсични“ средства, а името датира од кризата во 2008/2009 година и се однесуваа на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds), колатералните должнички обврзници (collateralized debt obligations, CDO) и кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS), кои не можеа да се продадат откако ги изложија нивните сопственици на огромни загуби (Investopedia, n.d.). *Купувањето на „токсични“ средства* има свои предности, но исто така и слабости.

Пред сè, со купувањето на „токсични“ средства се отстрануваат овие проблематични средства од банките во замена за пари со што се подобрува финансиската состојба на самата банка и се подобрува довербата во банката. Така, на 23.3.2009 година, Министерството за финансии на САД (United States Treasury Department) ја објави Јавно-приватната инвестициона програма за „токсични“ средства (Public-Private Investment Program for Legacy Assets). Програмата беше наменета да ги вреднува и отстранува „токсичните“ средства од билансот на состојбата на проблематичните финансиски институции во САД и воедно да ја зголеми ликвидноста на пазарот. Користејќи 75 до 100 милијарди долари капитал доделен од програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) заедно со капиталот собран од приватните инвеститори, Јавно-приватната инвестициона програма за „токсични“ средства (Public-Private Investment Program for Legacy Assets) беше наменета да генерира 500 милијарди долари куповна моќ за да ги купи „токсичните“ средства од пазарот, со потенцијал да се зголеми до 1 трилион долари со тек на време (U.S. Department of the Treasury, 2009). Јавно-приватната инвестициона програма за „токсични“ средства (Public-Private Investment

Program for Legacy Assets) се базира на следните три основни принципи (U.S. Department of the Treasury, 2012):

- Да се максимизира влијанието на секој долар на даночниот обврзник. Прво, со користењето на владиното финансирање како и ко-инвестицијата со инвеститорите од приватниот сектор, е создадена значајна куповна моќ, искористувајќи ги на најдобар можен начин ресурсите на даночниот обврзник.
- Заеднички да се дели ризикот и профитот со учесниците во приватниот сектор. Второ, Јавно-приватната инвестициона програма за „токсични“ средства (Public-Private Investment Program for Legacy Assets) се грижи учесниците во приватниот сектор да инвестираат заедно со даночниот обврзник, при што имајќи изгледи овие инвеститори да ја изгубат целата нивна инвестиција во случај на лошо сценарио, додека во случај на профит да делат со даночниот обврзник.
- Откривање на цената од страна на приватниот сектор. Трето, за да се намали веројатноста дека владата ќе преплати за овие средства, инвеститорите од приватниот сектор натпреварувајќи се помеѓу себе ќе ја утврдат цената на кредитите и хартиите од вредност купени според програмата.

Министерството за финансии на САД (United States Treasury Department) објави детали за Јавно-приватната инвестициона програма за „токсични“ средства (Public-Private Investment Program for Legacy Assets) изложувајќи ги предностите на овој пристап (U.S. Department of the Treasury, 2009): „Овој пристап е супериорен во однос на алтернативите банките да се надеваат постепено да се ослободат од овие средства од нивните книги или владата да ги купи средствата директно. Со самото надевање на банките дека со текот на времето ќе се ослободат од „токсичните“ средства се ризикува пролонгирајќи ја финансиската криза, како во случајот на јапонското искуство. Но доколку владата делува сама во директното купување на „токсичните“ средства, даночните обврзници ќе ги преземат сите ризици од таквите купувања заедно со дополнителниот ризик

дека даночните обврзници ќе преплатат доколку вработените во владата ги определуваат цените за тие средства.“

Сепак, постоеја и мислења на влијателни економисти кои беа остри критичари во врска со овие купувања на „токсичните“ средства и планот предложен од страна на секретарот на Министерството за финансии, Тимоти Гејтнер (Timothy Geithner) кој беше на таа позиција од 26.1.2009 до 25.1.2013 година. Така, економистот Joseph Stiglitz е еден од критичарите на оваа програма. Имено според него (Stiglitz, 2009): „Главниот проблем не е недостаток на ликвидноста. Да беше така, тогаш многу поедноставна програма ќе функционираше: само да се обезбедат средствата без гаранции за заем. Вистинскиот проблем е дека банките беа затрупани со лоши заеми и беа со висок степен на задолженост. Тие го загубија нивниот капитал и тој капитал требаше да се замени. Плаќањето на фер пазарна вредност за овие средства нема да функционира. Само со преплатување на средствата, банките ќе бидат адекватно рекапитализирани. Но преплатувањето на средствата само ја префрла загубата на владата. Со други зборови, Гејтнеровиот план функционира само кога даночниот обврзник губи во голема мера.“ Според економистот Joseph Stiglitz купувањето на „токсичните“ средства претставува „вештачки капитализам каде имаме приватизација на добивките и социјализација на загубите“ (Stiglitz, 2009). Со други зборови, според економистот Joseph Stiglitz ова е ситуација каде банките и инвеститорите победуваат, а даночните обврзници губат (Stiglitz, 2009).

Друго решение за разрешување на проблемот со несолвентноста на банките е конвертирањето на долгот во капитал преку т.н. *кратења (haircuts) т.е намалување на главницата и каматата на обврзниците*. На тој начин даночните обврзници не мора да контрибуираат долари, а секако се зголемува и довербата во финансиската институција.

Насим Николас Талеб (Nassim Nicholas Taleb), професор, автор и истражувач, во врска со ова решение за разрешување на проблемот со несолвентноста на банките изјави: „Конверзијата на долгот во капитал... за мене тоа е единственото решение“ (Cullen, 2009). Бен Бернанке (Ben Bernanke) пак, на 24.3.2009 година во врска со AIG (American International Group) и лекциите научени од овој случај изјави (Bernanke, 2009): „Прво, AIG ја нагласува итната

потреба за нови процедури и решенија за системски важните небанкарски финансиски фирми. Ако федералната агенција имаше такви алатки на 16-ти септември, ќе можеше да бидат искористени да ја стават AIG под надзор или под стечај, закрепнувајќи ја полека, штитејќи ги сопствениците на полиси и наметнувајќи им кратења на доверителите и договорните страни соодветно. Тој исход ќе беше многу подобро решение во однос на ситуацијата во која се наоѓаме во моментот.“

Сепак ова решение има и свои негативни аспекти. Како што беше истакнато, даночните обврзници во овој случај се заштитени за разлика од сопствениците на обврзниците. Поради ова, постои опасност инвеститорите да одбијат да ги финансираат финансиските институции. Во прилог на ова, Силвио Перуцо (Silvio Peruzzo), европски економист во Кралската банка на Шкотска (RBS - The Royal Bank of Scotland), изјави „дека разговорот во врска со „кратења“ за сопствениците на обврзници во овој деликатен момент може да заврши лошо. Должничката криза на периферијата на еврозоната не е решена. На овие земји им требаат пазари каде ќе продолжат да купуваат обврзници, но инвеститорите ќе се држат настрана доколку ја отворите вратата на болката на приватниот сектор“ (Evans-Pritchard and Waterfield, 2010).

1.3. Економски стимул и фискална политика

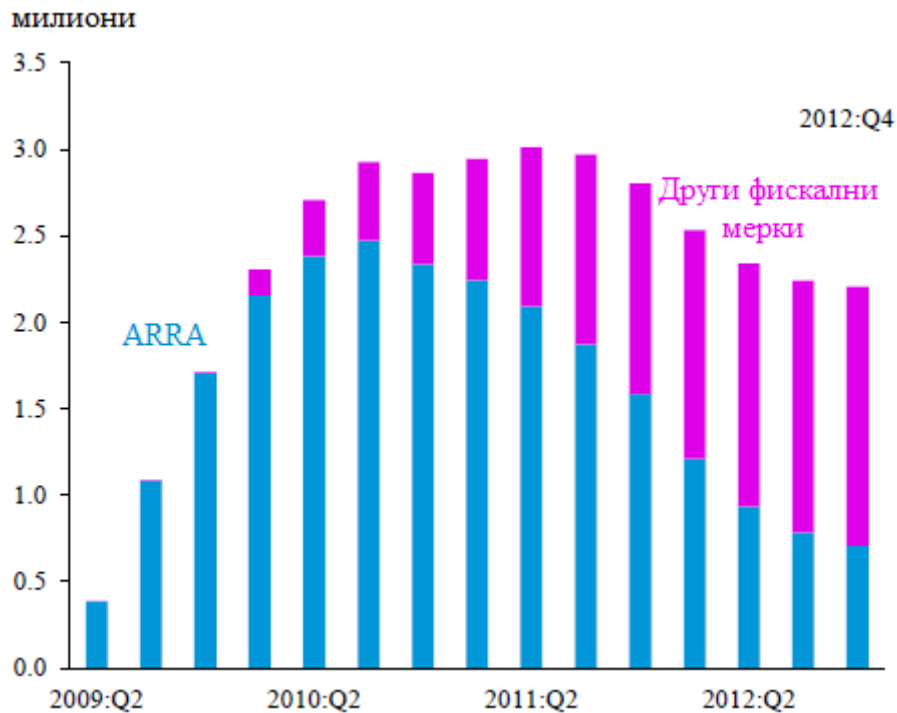
На 13.2.2008 година се потпиша од страна на претседателот Џорџ В. Буш (George W. Bush) Актот за економски стимул од 2008 (Economic Stimulus Act of 2008) со цел да се поттикне американската економија во 2008-та година. Ова значеше пакет од 168 милијарди долари за спасување на американската економија вклучувајќи намалувања на даноците на даночните обврзници и даночни ослободувања за претпријатијата (Herszenhorn, 2008). Една година подоцна, поточно на 17.2.2009 година се потпиша Актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) од страна на тогашниот претседател Барак Обама. Ова значеше пакет од

787 милијарди долари за стимулирање на економијата вклучувајќи намалувања на даноците (212 милијарди долари), задолжителни трошења на програми како Medicaid и бенефиции за невработеност (296 милијарди долари) и дискрециони трошења (279 милијарди долари) почнувајќи од помош на индивидуалци па сè до инвестиции во инфраструктура, енергија, образование и здравствена заштита (Council of Economic Advisers, 2014, pp.iii,8). Оваа сума беше ревидирана низ годините кои следеа за да во 2014-та година достигне износ од 832 милијарди долари (Council of Economic Advisers, 2014, p.8). Во февруари 2014-та година беше направено резиме на сето тоа што овој Акт за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) успеа да постигне во однос на зацртаните цели од неговото потпишување на 17.2.2009-та година. Така, меѓу другото (Council of Economic Advisers, 2014, pp.ii,20):

- Актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) до крајот на 2012-та година создаде околу 6 милиони работни места што значеше во просек 1,6 милиони работни места годишно во текот на четирите години (види графикон бр. 24).
- Самиот акт за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) го зголеми нивото на бруто домашниот производ - БДП (GDP) од 2 до 3 проценти од крајот на 2009-та година до средината на 2011-та година (види графикон бр. 25).
- Комбинирајќи ги ефектите од актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) и дополнителните фискални мерки кои следуваа, Советот на економски советници (Council of Economic Advisers) процени дека кумулативното зголемување на вработувањето изнесуваше околу 9 милиони работни места до крајот на 2012-та година што значеше повеќе од 2,3 милиони работни места годишно во текот на четирите години (види графикон бр. 24).

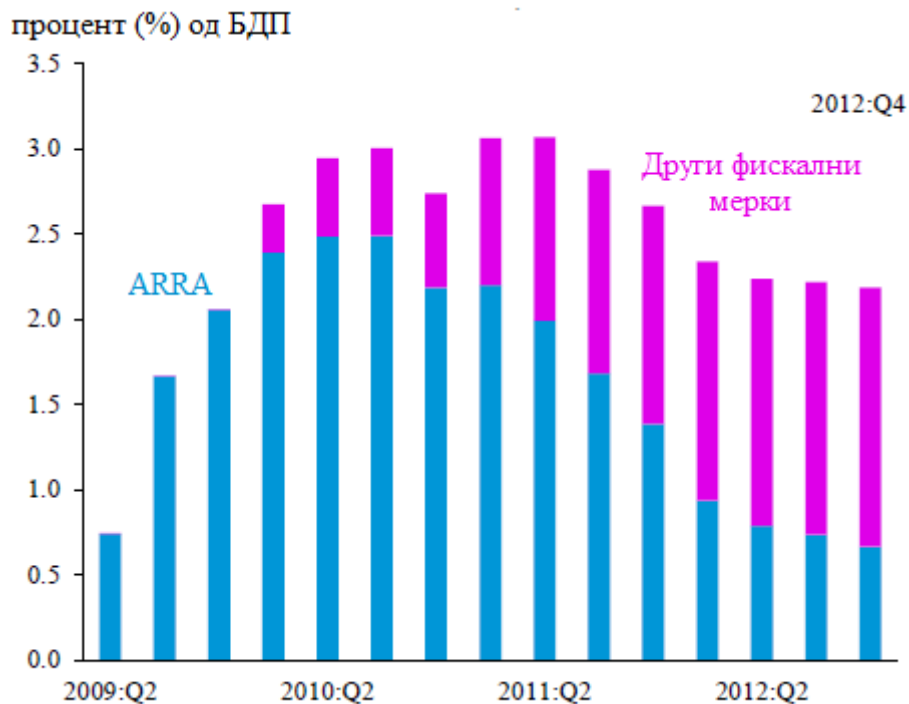
- Кумулативниот раст на бруто домашниот производ - БДП (GDP) од 2009-та до 2012-та година беше еквивалентен на 9,5 % во однос на бруто домашниот производ - БДП (GDP) во четвртиот квартал на 2008-та година што значеше во просек 2,4 % годишно зголемување на бруто домашниот производ - БДП (GDP) (види графикон бр. 25).

Графикон бр. 24: Квартален ефект на Актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) и последователните фискални мерки врз вработеноста во периодот од 2009 до 2012 година



Извор: Council of Economic Advisers (2014, p.ii)

Графикон бр. 25: Квартален ефект на Актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) и последователните фискални мерки врз БДП во периодот од 2009 до 2012 година



Извор: Council of Economic Advisers (2014, p.ii)

Стимулирањето на економијата преку зголемувањето на владиното трошење секако има свои предности и многу економисти се согласуваат со овој потег како еден од начините да се справат со ситуацијата во која западна американската економија и светот. Сепак, во врска со ова стимулирање на економијата преку зголемување на владиното трошење постојат голем број критичари. Така, според економистот Питер Шиф (Peter Schiff) кога „ефектите од ова стимулирање на економијата ќе исчезнат, истата неурамнотежена економија ќе остане, само сега со многу поголемо оптоварување со долгови“ (Schiff, 2009). Џон Брајан Тејлор (John Brian Taylor) изјави: „Администрацијата на Обама наметнува фискална политика која ќе го зголеми дефицитот и долгот до невидено ниво. Другите земји, од Кина до Германија, имаат сериозни сомнежи за овој американски пристап, или поради тоа што овој пристап ја изложува на ризик вредноста на нивните инвестиции во долари или поради тоа

што слични политики нема да ги стимулираат нивните економии. Тие се во право. Оваа финансиска криза беше предизвикана и пролонгирана во голема мера од страна на владините претерувања во областите на фискалната и монетарната политика, и продолженото претерување нема ниту да стави крај на кризата, ниту ќе спречи идни кризи“ (Taylor, 2009).

Стимулирањето на економијата преку *намалувањата на даноците* исто така беше подложно на некои анализи. Имено, економистот Марк Занди (Mark Zandi) демонстрираше дека трошењата како дел од актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) имаа повисок фискален мултипликатор за разлика од намалувањата на даноците. Имено, мултипликаторот на инвестициите во инфраструктурата изнесуваше 1,57 додека мултипликаторите на трошењата се движеа од 1,13 до 1,74 (Zandi, 2010, p.5). Мултипликаторите на намалувањата на даноците се движеа од 0,32 до 1,30 (Zandi, 2010, p.5). Со други зборови, од приложеното може да се заклучи дека инфраструктурните инвестиции и трошењата се многу поефективни мерки за стимулирање во споредба со намалувањата на даноците што се должи на нивните повисоки мултипликатори.

Центарот за буџетски и политички приоритети (Center on Budget and Policy Priorities - CBPP), истражувачки институт кој врши анализа на владините политики и програми, објави истражување во врска со намалувањата на даноците. Според Центарот за буџетски и политички приоритети (Center on Budget and Policy Priorities - CBPP) со намалувањата на даноците „се намалуваат приходите и се зголемува дефицитот“ (Center on Budget and Policy Priorities, 2008, p.2).

1.4. Влада на финансиска помош

Финансиските институции кои се „преголеми за да пропаднат“ (too big to fail) се толку големи и меѓусебно поврзани што нивниот неуспех би предизвикал негативни последици врз целиот финансиски систем. За да не се случи тоа, овие

финансиски институции во време на криза најчесто се поддржани и спасени од страна на државата преку финансиска помош (bailout). Така, во случајот на САД на 3.10.2008 година донесен е Актот за итна економска стабилизација од 2008 година (Emergency Economic Stabilization Act of 2008), исто така познат и како Програма за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program), како одговор на „subprime“ хипотекарната криза. Всушност, со донесувањето и потпишувањето на овој акт, законодавството ја создаде Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) и Министерството за финансии (Treasury Department) беше овластено да купи или гарантира до 700 милијарди долари проблематични средства (Congressional Budget Office, 2009, p.1). Исплатите и финансиските обврски произлезени од Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) беа поделени во четири категории (Congressional Budget Office, 2013, p.3):

- Купувања на капитал и друга поддршка за финансиските институции,
- Финансиска помош за автомобилската индустрија,
- Инвестициони партнерства со цел да се зголеми ликвидноста на пазарите на секјуритизација и
- Хипотекарните програми.

На 28.9.2008 година Хенри М. Полсон Јуниор (Henry M. Paulson Jr.) даде образложение дека владината финансиска помош преку Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) имаше за цел да се стабилизира економијата, да се подобри ликвидноста и да се врати довербата во финансиските институции (Paulson, 2008).

Врз основа на Програмата за купување на капитал (Capital Purchase Program – CPP) како дел од Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program), Министерството за финансии (Treasury Department) инвестираше околу 205 милијарди долари во 707 финансиски институции во 48 држави со цел да се зајакне капиталната позиција на

финансиските институции способни да преживеат и да се изгради доверба кон овие институции и финансискиот систем во целина (U.S. Department of the Treasury, 2015). Надоврзувајќи се на Програмата за купување на капитал (Capital Purchase Program - CPP) како дел од Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) каде имаме купувања на капитал од страна на Министерството за финансии (Treasury Department), се наметнува потребата од дополнително појаснување на Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program). Така, Метју Иглесиас (Matthew Yglesias), новинар и уредник на американското списание Атлантик, на многу јасен начин дава објаснување за Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program), национализацијата и владината финансиска помош (Yglesias, 2010): „Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) беше програма на „вбризгување на капитал“ во банките во време кога цените на акциите на банките беа намалени. Владата инвестираше во акции во големи американски банки. Тоа им помогна на банките да се здобијат со доволно пари за да продолжат да ги платат своите долгови. „Национализација“ на банките би значело инјектирање уште повеќе капитал во банките така што тие би биле целосно во сопственост на владата при што банките целосно би ја презеле одговорноста за обврските на банките.“

Владината финансиска помош, од друга страна пак, има свои негативни аспекти и свои критичари. Така, како што беше спомнато погоре во оваа глава, дадената владина финансиска помош на системски важни финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) во основа функционира како механизам за пренесување на загубите од приватните инвеститори и другите кредитори на даночните обврзници (Simkovic, 2013, p.251).

Владината финансиска помош т.е. Програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) го зголеми моралниот hazard на пазарите преку вбризгување на капитал во банките кои ја предизвикаа кризата (Lawder, 2009). Беше изразена загриженост во врска со конфликтите поврзани со зависноста на програмата од кредитните рејтинг-агенции и беше истакнато дека нивниот главен извор на приходи се состои од надоместоци наплатени од

издавачите на хартиите од вредност кои тие ги рангираат (Lawder, 2009). Кредитните рејтинг-агенции беа клучната детерминанта во вреднувањето на капиталот на банките кога беше спроведен стрес-тестот врз банките од страна на државата на почетокот на 2009-та година (Lawder, 2009). Понискиот кредитен рејтинг на хартиите од вредност во портфолиото на институцијата значеше дека од оваа институција ќе се бара да собере повеќе капитал (Lawder, 2009). Ниските кредитни рејтинзи исто така значеа дека финансиските институции имаа поголеми потешкотии во собирањето приватни парични средства поради што беше поголема веројатноста дека тие ќе се обратат до Владата за помош (Lawder, 2009).

Пол Адолф Вокер Јуниор (Paul Adolph Volcker, Jr.), американски економист кој беше претседател на Советодавниот одбор за економско закрепнување (Economic Recovery Advisory Board) во периодот од февруари 2009-та година до јануари 2011-та година, изјави дека финансиската помош создава морален hazard (Barron, 2012): „Финансиската помош им сигнализира на фирмите дека тие можат да преземаат непромислени ризици, и доколку тие ризици се реализираат, даночните обврзници се тие кои ги плаќаат загубите.“

1.5. Помош на сопствениците на домови

Во САД како последица на „subprime“ хипотекарната криза беа донесени акти, планови, формирани алијанси итн. Така, Актот за домување и економско закрепнување (Housing and Economic Recovery Act - HERA), донесен на 30.7.2008 година, беше наменет пред сè за справување со „subprime“ хипотекарната криза. Алијансата надеж сега (Hope Now Alliance) беше оформена во октомври 2007-та година како одговор на „subprime“ хипотекарната криза со цел да им се помогне на сопствениците на домови. Планот за достапност и стабилност на сопствениците на домови (Homeowners Affordability and Stability Plan) беше план објавен на 18.2.2009 година. Овој план имаше за цел да овозможи пристап за евтино рефинансирање за одговорните сопственици

на домови кои страдаа од паѓањето на цените на домовите (U.S. Department of the Treasury, 2009). Овој план беше иницијатива за стабилност на сопствениците на домови во износ од 75 милијарди долари со цел да се спречат заплenuвањата и да им се помогне на одговорните фамилии да останат во нивните домови (U.S. Department of the Treasury, 2009). Исто така, овој план имаше за цел да ги поддржи ниските хипотекарни стапки преку зајакнување на довербата во Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) (U.S. Department of the Treasury, 2009).

На сопствениците на домовите може да им се помогне преку намалување на каматните стапки, намалување на главниците на кредитите, зголемување на периодот на отплата на хипотекарните кредити или конвертирање на хипотекарните заеми со променлива каматна стапка (ARM) во хипотекарни кредити со фиксна каматна стапка.

На почетокот на 2009-та година, Министерството за финансии (Treasury Department) ја лансираше програмата „Правејќи го домот достапен“ (Making Home Affordable Program - МНА) за да им помогне на сопствениците на домови да се избегнат заплenuвањата (U.S. Department of the Treasury, 2013). Програмата „Правејќи го домот достапен“ (Making Home Affordable Program - МНА) се состои од две програми: едната за *модификации на кредитите* и другата за *рефинансирање на кредитите* (Credit InfoCenter, 2016). Програмата за модификации на кредитите се нарекува програма за модификација за достапен дом (Home Affordable Modification Program - HAMP) која има цел да се намалат месечните исплати на сопствениците на домови до нивоа на прифатливост (Credit InfoCenter, 2016). Програмата за рефинансирање е наречена програма за рефинансирање за достапен дом (Home Affordable Refinance Program - HARP) (Credit InfoCenter, 2016).

На 27.1.2012 година Тимоти Г. Масад (Timothy G. Massad), во тоа време помошник-државен секретар на Министерството за финансии за финансиска стабилност, изјави (Massad, 2012): „До денес, Програмата за модификација за достапен дом (Home Affordable Modification Program - HAMP) им помогна на

повеќе од 900.000 семејства перманентно да ги модифицираат своите хипотекарни заеми, обезбедувајќи ги со просечна заштеда на повеќе од 500 долари секој месец. Овие напори ги поставија стандардите за успешна модификација и помогнаа да се поттикнат приватните заемотодаватели да модифицираат дополнителни 2,6 милиони хипотекарни кредити. Свкупно, јавните и приватните напори помогнаа повеќе од 4,6 милиони Американци да добијат помош за да се спречат заплenuвања кои можеа да се избегнат откако Програмата за модификација за достапен дом (Home Affordable Modification Program - HAMР) беше лансирана“.

Нуриел Рубини (Nouriel Roubini) го изнесе своето мислење во врска со ова решение. Тој изјави дека е потребно „поагресивно, систематско намалување на неодржливиот товар од долгови на милиони несолвентни домаќинства (т.е. намалување на главницата на номиналната вредност на хипотекарните кредити, а не само олеснувања при исплатите на хипотекарните кредити)“ (Roubini, 2009).

Нил Фергусон (Niall Ferguson), професор на Харвард, исто така во прилог на ова решение изјави (Ferguson, 2009): „Вториот чекор кој ние треба да го преземеме е генерализирана конверзија на американските хипотекарни кредити во хипотекарни кредити со пониски каматни стапки и подолг рок на доспевање.“

Канцеларијата на контролорот на валутата (Office of the Comptroller of the Currency) претставува независно биро во склоп на Министерството за финансии на САД кое овластува, регулира и ги надгледува сите национални банки и федералните штедни асоцијации како и федералните филијали и застапништва на странските банки (Office of the Comptroller of the Currency, n.d.). Во извештајот на Канцеларијата на контролорот на валутата (Office of the Comptroller of the Currency) во март 2014-та година беше наведено (Office of the Comptroller of the Currency, 2014, pp.5-6): „Беа модификувани 3.388.010 хипотекарни кредити од почетокот на 2008-та година па сè до крајот на третиот квартал на 2013-та година. На крајот на четвртиот квартал на 2013-та година, 43,4 % од овие модификации беа тековни или исплатени, 5,9 % беа со 30 до 59 дена заостанување од неизвршувањето на отплатата на долгот на време, 10,7 %

беа сериозно деликвентни, 4,3 % беа во процес на принудна продажба и 8 % веќе го завршиле процесот на принудна продажба (види табела бр. 5). НАМР модификациите перформираа подобро од другите модификации. Од вкупно 761.043 НАМР модификации спроведени од третиот квартал на 2009-та година, 52,9 % беа тековни или исплатени на крајот на четвртиот квартал на 2013-та година, во споредба со 47 % од другите модификации (види табела бр. 5). НАМР модификациите перформираа подобро поради давањето приоритет на намалувањето на месечните рати, достапноста во однос на приходите, верификацијата на приходот и успешното комплетирање на пробниот период. Додека НАМР модификациите обично ги намалуваат месечните рати на позајмувачите на кредитите повеќе и перформираат подобро со текот на времето, порестриктивните критериуми го лимитираат бројот на позајмувачите кои можат да се квалификуваат за модификација според Програмата за модификација за достапен дом (Home Affordable Modification Program - НАМР). На крајот на четвртиот квартал на 2013-та година, 48,4 % од модификациите кои ги намалија плаќањата за 10 % или повеќе беа тековни или исплатени од страна на позајмувачите, во споредба со 34,6 % на тие кои ги намалија плаќањата за помалку од 10 % (види табела бр. 5).“ За да се добие појасна слика за наведените податоци во овој извештај треба да се истакне дека извештајот на Канцеларијата на контролорот на валутата (Office of the Comptroller of the Currency) ги презентира податоците на станбените (хипотекарни) кредити со приоритетно право на ретенција сервисирани од седум национални банки (Bank of America, JPMorgan Chase, Citibank, HSBC, PNC, U.S. Bank и Wells Fargo) и една федерална штедна асоцијација (OneWest Bank) (Office of the Comptroller of the Currency, 2014, p. 8).

Табела бр. 5: Статус на модификуваните хипотекарни кредити во периодот од 2008 до третиот квартал на 2013 година

	Вкупно	Тековно	30-59 дена заостанување во отплата на долгот	Сериозно заостанување во отплата на долгот	Принудни продажби во тек	Завршени принудни продажби	Исплатени	Повеќе не се во портфолиото
2008	443,294	19.0%	3.8%	8.2%	4.0%	17.0%	4.7%	43.2%
2009	593,884	28.4%	4.8%	10.5%	4.8%	13.2%	4.5%	33.8%
2010	955,422	37.6%	5.5%	10.5%	4.8%	8.8%	3.5%	29.3%
2011	569,553	44.7%	6.2%	11.8%	4.9%	4.5%	2.7%	25.2%
2012	479,820	56.7%	7.3%	12.3%	4.2%	1.2%	1.6%	16.7%
2013	346,037	65.6%	8.9%	11.0%	2.1%	0.2%	0.6%	11.5%
Вкупно	3,388,010	40.3%	5.9%	10.7%	4.3%	8.0%	3.1%	27.6%
Перформансот на НАМР модификациите во споредба со другите модификации								
Други модификации	1,845,827	43.9%	7.0%	13.3%	5.0%	6.6%	3.1%	21.1%
НАМР модификации	761,043	51.0%	4.9%	6.5%	2.9%	3.6%	1.9%	29.2%
Модификации кои ги намалија плаќањата за 10% или повеќе								
	2,163,438	46.1%	5.9%	9.3%	3.6%	5.4%	2.3%	27.3%
Модификации кои ги намалија плаќањата за помалку од 10%								
	1,224,572	30.0%	5.8%	13.3%	5.6%	12.5%	4.6%	28.2%

Извор: Office of the Comptroller of the Currency (2014, p.6)

Критиките во однос на ова решение се однесуваат на неколку аспекти кои треба да се земат предвид. Така, помошта на сопствениците на домови би создала морален hazard. Загриженоста за морален hazard во однос на рефинансирањето на хипотекарниот кредит и политиките за помош ја вклучува можноста дека, додека им се помага на сопствениците на домови кои „се однесуваа одговорно, но завршија во неволја“, некои должници кои, всушност, се однесуваа неодговорно, исто така, ќе добијат помош (Pollard, 2013, p.590). Во оваа смисла на зборот, hazardот (опасноста) лежи кај должниците кои ќе ја занемарат моралната и етичката обврска да ги отплатат нивите хипотекарни кредити, земајќи ја предвид попривлечната и попогодна опција на барање и прифаќање помош, рефинансирање или модификации (Pollard, 2013, p.591).

Друго што треба да се земе предвид се инвеститорите. Имено, историски гледано кредитите беа оригинирани и чувани од страна на банките. Сепак, хипотекарните кредити оригинирани во текот на изминатите неколку години беа во сè поголем број пакувани и продавани на инвеститори преку комплексни инструменти како што се хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS) или колатералните должнички обврзници (collateralized debt obligations,

CDO). Банките беа загрижени поради можноста да бидат соочени со тужби од страна на инвеститорите доколку унилатерално и систематски ги конвертираат големиот број хипотекарни кредити во кредити со поповолни услови. Во случајот на САД, со откривањето на Програмата за модификација за достапен дом (Home Affordable Modification Program - HAMP) на почетокот на 2009-та година настанаа промени во доменот на модификациите на кредитите (The White House, 2012, p.120). Со воспоставувањето на стандардизиран пристап на модификација на хипотекарните договори кој експлицитно ги максимизира приносите на инвеститорите како група, Програмата за модификација за достапен дом (Home Affordable Modification Program - HAMP) ја намали изложеноста на сервисерите, кои ги спроведуваа модификациите на кредитите, на тужби од страна на инвеститорите (The White House, 2012, p.120).

1.6. Судир на интереси

Многу судири на интереси придонесоа за оваа криза. Затоа треба сериозно да се земат предвид во иднина.

Први на листата се приватните кредитни рејтинг-агенции. Како што беше наведено погоре во првата глава на истражувачкиов труд, критичарите тврдат дека рејтинг-агенциите страдаа од судир на интереси бидејќи тие беа платени од страна на инвестиционите банки и другите претпријатија кои организираа и продаваа структурирани хартии од вредност на инвеститорите (The Economist, 2007).

Друго што треба да се земе предвид, што беше во случајот на САД, е дека постоеше т.н. „врата што се врти“ („revolving door“) помеѓу главните финансиски институции и Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission), која има задача да врши надзор врз финансиските институции. Самиот термин „врата што се врти“ („revolving door“) се однесува на движењето на вработените на високи позиции од работни позиции на јавниот сектор на работни позиции на приватниот сектор и обратно (Investopedia, n.d.).

Така, како што беше објавено во весникот Њујорк Тајмс (The New York Times) во 2009-та година, „најновиот извршен директор на Комисијата за хартии од вредност (SEC-Securities and Exchange Commission) е главниот советник на ЈП Морган Чејс (JPMorgan Chase); извршниот директор пред него стана главен советник во Deutsche Bank; и еден од неговите претходници стана генерален директор на Credit Suisse, пред неговото преминување во Морган Стенли (Morgan Stanley)“ (Lewis and Einhorn, 2009).

Надоврзувајќи се на горенаведеното, во историјата на САД постои еден акт кој претставува добар пример и решение кое е добро да се применува не само во областа на сметководството и ревизијата. Станува збор за Актот Сарбејнс-Окли (Sarbanes-Oxley Act) кој беше донесен на 30.7.2002 година. Овој акт претставува федерален закон кој има цел да ги заштити инвеститорите од можноста на лажни сметководствени активности од страна на корпорациите (Investopedia, n.d.). Актот Сарбејнс-Окли (Sarbanes-Oxley Act) беше донесен како одговор на сметководствените скандали на почетокот на 2000-та година која ја разнишаа довербата на инвеститорите во финансиските извештаи и имаше потреба од ремонт на регулаторните стандарди (Investopedia, n.d.). Тоа што е важно во врска со овој федерален закон е што може да послужи како добар пример за разрешување на проблемот поврзан со судирот на интереси. Дејвид А. Донеј (David A. Doney), заменикот-претседател на внатрешна ревизија на СИРВА (SIRVA Inc.) во САД, дава јасна слика во врска со ефектот на Актот Сарбејнс-Окли (Sarbanes-Oxley Act): „Ревизорите се примарните чувари на корпорацијата. Пред Актот Сарбејнс-Окли (Sarbanes-Oxley Act), ревизорите вршеа значајна консултантска работа за јавно тргуваните компании („емитенти“) на кои им вршеа ревизија. Покрај тоа, ревизорите често се преместуваа на сениорски позиции во областа на финансискиот менаџмент во компанијата на клиентот. Овие фактори создаваа судир на интереси. Актот Сарбејнс-Окли (Sarbanes-Oxley Act) им забранува на ревизорите да даваат различни видови консултантски услуги на емитентите на кои им вршат ревизија. Законот исто така им забранува на ревизорите да вршат ревизија на емитентот доколку извршниот директор или финансискиот директор на емитентот работел во ревизорската кука во текот на измината година“ (Doney, n.d., pp.1-2).

1.7. Лобирање

Според Мајкл Симковиќ (Michael Simkovic), кредиторите кои лобираа најагресивно имаа најризични практики во финансирањето и гарантирањето и обично лобираа против значајните ограничувања на нивната способност да ризикуваат (Simkovic, 2013, p.263). Ова укажува на тоа дека владината регулатива беше во најголемиот дел ограничувачка сила која наметнуваше поконзервативен пристап во однос на финансирањето и гарантирањето (Simkovic, 2013, p.263).

Дениз Иган (Deniz Igan), Прачи Мишра (Prachi Mishra) и Тиери Тресел (Thierry Tressel) преку својот истражувачки труд ни презентираат како „лобирањето можеби придонесе за акумулација на ризикот, покажувајќи го патот кон актуелната финансиска криза“ (Igan et al., 2009, p.26). Овие истражувачи внимателно конструираа база на податоци на ниво на кредиторот, комбинирајќи ја информацијата на карактеристиките на заемот и трошоците за лобирање за закони и прописи во врска со хипотекарното кредитирање (како што се законите за заштита на потрошувачите) и секјуритизацијата (Igan et al., 2009, p.26). Во своето истражување тие покажуваат дека „кредиторите кои лобираат поинтензивно имаат полабави кредитни стандарди мерени преку односот на кредитот и приходите, поголемата тенденција да вршат секјуритизација и брзорастечко портфолио на хипотекарни кредити“ (Igan et al., 2009, p.26). Во самото истражување се донесува заклучок дека „спречувањето на идни кризи може да бара слабеење на политичкото влијание на финансиската индустрија или поблиско следење на лобирачките активностите за да се разберат подобро мотивите кои стојат зад тоа“ (Igan et al., 2009, p.27).

На 27.9.2009 година, Мајкл Краниш (Michael Kranish) и Алан Вирзбицки (Alan Wirzbicki) во Бостон Глоуб (Boston Globe) објавија: „Повеќето од 19-те најголеми финансиски институции кои добија финансиска помош трошат во голема мера со цел да се борат или да влијаат на прописите. Банката на Америка (Bank of America), која допрва треба да ги отплаќа парите кои ѝ беа доделени како финансиска помош од страна на сојузната влада, потроши 1,5 милиони

долари лобирајќи во првата половина на 2009-та година. Ситигруп (Citigroup), која допрва треба да ги отплаќа 25-те милијарди долари добиени како финансиска помош, потроши 3,1 милиони долари за лобирање во првата половина на 2009-та година. Велс Фарго (Wells Fargo), која исто така доби 25 милијарди долари кои допрва треба да ги отплаќа, потроши 1,4 милиони долари за лобирање во првата половина на 2009-та година, за разлика од 1,2 милиони долари во истиот период минатата година. Морган Стенли (Morgan Stanley), со добиени 10 милијарди долари кои оттогаш ги отплаќа, потроши 1,7 милиони долари, за разлика од 1,6 милиони долари претходната година“ (Kranish and Wirzbicki, 2009).

1.8. Регулација

Адекватната регулаторна структура е од големо значење за една економија. Во продолжение ќе бидат разгледани неколку можни решенија во врска со регулацијата со изнесени аргументи „за“ и „против“.

Едно од решенијата е постоењето на *регулатор на системскиот ризик*. Целта на овој регулатор би била да се справува ефикасно со пропаста на ентитетите како Леман Брадерс (Lehman Brothers) и АИГ (AIG - American International Group). Овие ентитети се доволно големи што со нивната пропаст би го изложило на опасност финансискиот систем.

Меѓу тие кои беа согласни за вакво решение беа Бен Бернанке (Ben Bernanke) и претседателот Барак Обама. На 17.6.2009 година претседателот Барак Обама изјави: „Денес, мојата администрација предлага сеопфатно реструктурирање на финансискиот регулаторен систем, трансформација во обем кој не сме виделе од реформите кои следуваа по Големата депресија. Прво, ние предлагаме сет на реформи кои изискуваат од регулаторите да гледаат не само на безбедноста и стабилноста на индивидуалните институции, туку исто така за првпат и на стабилноста на финансискиот систем како целина. Една од причините поради која кризата се случи е тоа што додека многу агенции и регулатори беа

одговорни за надгледување на индивидуалните финансиски фирми и нивните подружници, никој не беше одговорен за заштитата на целиот систем од разиците кои ги поврзуваа овие фирми едни со други. На регулаторите им беше дадена задачата да ги гледаат дрвјата, но не и шумата. Па дури и тогаш, некои фирми кои создаваа т.н. „системски ризик“ не беа толку цврсто регулирани како другите; тие се однесуваа како банки но одбраа да бидат регулирани како осигурителни компании, или инвестициони фирми, или други ентитети кои беа под помал надзор. Како резултат на тоа, пропаста на една фирма беше закана за опстанокот на многу други. Ефектот се мултиплицира. Немаше систем кој е подготвен за овој вид на исход. И што е уште поважно, на никого не му беше доделена задачата т.е. одговорноста да се спречи тоа. Ние се соочувавме со една од најголемите финансиски кризи во историјата, и оние кои беа одговорни за надзор беа претежно затечени неспремни и без потребното овластување за решавање на проблемот“ (Obama, 2009).

Многу ентитети кои се најдоа во гореспоменатата состојба, поточно тие кои беа доволно големи што со нивната пропаст би го изложили на опасност финансискиот систем, всушност дадоа многу поучни лекции од кои треба да се извлече заклучок. Така, на 24.3.2009 година во Вашингтон, Бен Бернанке (Ben Bernanke) изјави: „Како заклучок, ќе констатирам дека АИГ (AIG - American International Group) нуди две јасни лекции за претстојната дискусија во Конгресот и на други места за регулаторната реформа. Како прво, АИГ (AIG - American International Group) ја потенцира итната потреба од нови процедури за решавање што ќе се однесуваат за системски важните небанкарски финансиски фирми. Доколку федералната агенција имаше такви алатки на 16-ти септември, тие ќе можеше да се употребат да се стави АИГ (AIG - American International Group) под надзор или стечај, да се разреши ситуацијата полека, да се заштитат осигурениците и да се наметнат кретења (haircuts) на кредиторите и спротивната страна соодветно. Тој исход ќе беше многу подобро решение од ситуацијата во која се наоѓаме сега. Како второ, ситуацијата на АИГ (AIG - American International Group) ја нагласува потребата за солидна, ефективна консолидирана супервизија на сите системски важни финансиски фирми. АИГ (AIG - American International Group) ја изгради својата концентрирана изложеност на „subprime“ хипотекарниот пазар во голема мера надвор од

видното поле на нејзините функционални регулатори. Поефективна супервизија ќе можеше да ги идентификува и блокира исклучително непромислените преземања на ризик во АИГ ФП (AIG FP - American International Group Financial Products). Овие две промени можеа значајно да ја намалат веројатноста од идни епизоди на системски ризик како оној со кој се соочивме во случајот на АИГ (AIG - American International Group)“ (Bernanke, 2009).

Лас Педерсен (Lasse Pedersen), дански професор по финансии и Нуриел Рубини (Nouriel Roubini), американски економист, го искажаа своето мислење на оваа тема и изјавија во една заедничка статија: „Нашиот предлог е да се наметне ново системско капитално барање и системска програма за осигурување. Ние предлагаме два начина за управување со системскиот ризик. Прво, регулаторот ќе го процени системскиот ризик на секоја банка. Колку е поголем системскиот ризик, толку повеќе капитал банката ќе треба да држи. Со ова би се осигурале дека банкарскиот систем како целина би имал доволно капитал во однос на системскиот ризик. Второ, од секоја институција ќе се бара да купи осигурување од нејзиниот системски ризик“ (Pedersen and Roubini, 2009).

Од друга страна пак, постојат критичари во однос на ова решение. Поконкретно, се работи за Американскиот деловен институт за истражување на јавната политика (American Enterprise Institute for Public Policy Research - AEI), кој претставува аналитички центар каде група експерти даваат совети и идеи за одредени политички или економски проблеми и Питер Ј. Валисон (Peter J. Wallison), вработен во Американскиот деловен институт за истражување на јавната политика (American Enterprise Institute for Public Policy Research - AEI) (Simkovic, 2013, p.259). Така, Питер Ј. Валисон (Peter J. Wallison) на 17.3.2009 на прашањето дали треба да се овласти владина агенција за да ги регулира т.н. системски важни финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) одговори: „Давањето моќ на владина агенција да назначува компании како системски важни и да го регулира нивниот капитал и активностите е многу загрижувачка идеја. Има потенцијал да ја уништи конкуренцијата на секој пазар каде системски важна компанија е назначена. По дефиниција на системски важна фирма нема да ѝ биде дозволено да пропадне бидејќи нејзината пропаст би имала системски последици. Како резултат на тоа

ќе се смета за помалку ризична за кредиторите и договорните страни и ќе биде способна да собира пари по пониски каматни стапки во споредба со своите конкуренти. Оваа предност, како што видовме со Федералната национална хипотекарна асоцијација - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Федералната корпорација за хипотекарни кредити за домови - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), ќе ѝ овозможи да доминира на пазарот, што претставува нокна мора за секоја помала компанија во која било индустрија каде што на системски важната компанија и е дозволено да работи. Некои ќе тврдат, земајќи ја предвид пропаста на огромни финансиски фирми во последниве неколку месеци, дека има потреба од регулација за да се спречат такви работи во иднина, но тоа е очигледно погрешно. Регулацијата не го спречува преземањето на ризик или загуба. Доказ е банкарската индустрија, најстрого регулираниот сектор во нашата економија. Многу банки станаа несолвентни и многу други беа или ќе бидат спасени од страна на даночните обврзници. Проширувањето на регулацијата надвор од банкарскиот сектор преку одбирање на одредени фирми и нарекувајќи ги системски важни би било, според мене, огромна грешка. Ние едноставно ќе создаваме неограничен број на Федерални национални хипотекарни асоцијации (Fannies) и Федерални корпорации за хипотекарни кредити за домови (Freddies) кои ќе предизвикаат проблеми во нашата економија во иднина“ (The United States House of Representatives, 2009). Понатаму Питер Ј. Валисон (Peter J. Wallison) објаснува: „Но, дали е американскиот банкарски систем во неволја денес поради пропаѓањето на една од поголемите компании? Се разбира дека не. Американскиот банкарски систем е во неволја поради огромните загуби во износ од трилиони долари лоши хипотекарни кредити. Значи, дали регулацијата на системски важните компании ќе спречи повторување на финансиски кризи во иднина? Немаме конкретен доказ за тоа. Надворешен шок кој предизвикува пад на цените на имотите или губењето на доверба во иднина од страна на инвеститорите ќе го има истиот ефект без разлика дали ние ги регулираме или не ги регулираме системски важните компании. Со регулацијата, како во случајот со банките, нема дури ни да се спречи пропаста на системски важните компании, туку само ќе ги обезбеди со финансиска помош кога неминовно ќе претрпат загуба при нивното преземање ризик. И како за крај, Комитетот на системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) би

бил досега најлошиот избор за системски регулатор. Како позајмувач во крајна инстанца, ја има моќта да им дава финансиска помош на компаниите кои ги надгледува, без одобрение од страна на Конгресот или кој било друг. Неговите одговорности како регулатор ќе бидат во конфликт со неговата улога како централна банка и неговата инволвираност во политиките за регулација ќе поттикне сомнежи во врска со неговата независност од политичките ограници“ (The United States House of Representatives, 2009).

Друго решение претставува *регулирањето на „банкарскиот систем во сенка“*. Меѓу тие кои го поддржуваат ова решение, поточно регулирањето на „банкарскиот систем во сенка“ е секако американскиот економист Пол Кругман (Paul Krugman) кој во април 2010-та година објави: „Зошто не се надгради традиционалната регулација за да се вклучат и банките во сенка? Ние веќе имаме имплицитна форма на осигурување на депозитите т.е. јасно е дека кредиторите на банките во сенка ќе бидат спасени во време на криза. Тоа што ни треба сега се две работи: (а) на регулаторите им треба овластување да преземат контрола над пропаднатите банки во сенка, на начинот како Федералната корпорација за осигурување на депозити (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC) веќе има овластување да презема контрола над пропаднатите конвенционални банки и (б) треба да има разумни лимити на банките во сенка, пред сè лимити на нивниот левериџ (учество на долговите во вкупниот капитал)“ (Krugman, 2010).

Влијанието кое го има нерегулираниот „банкарски систем во сенка“ врз економијата не е за потценување. Во минатото на САД, поточно во 1993-та година беше формиран LTCM (Long-term Capital Management) како хеџ фонд и беше дел од нерегулираниот „банкарски систем во сенка“. На крајот на 90-тите години, поточно во 1998-та година LTCM (Long-term Capital Management) речиси предизвика колапс на глобалниот финансиски систем како резултат на стратегии на високоризични тргувања со хартии од вредност (Investopedia, n.d.). Во септември 1998-та година, фондот, кој продолжи да трпи загуби, беше спасен од страна на Федералната корпорација за осигурување на депозити (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC) и неговите кредитори и беше

преземен (Investopedia, n.d.). Како резултат на тоа, беше спречен системски крах на пазарот (Investopedia, n.d.).

Од друга страна пак, Питер Ј. Валисон (Peter J. Wallison) се јавува како критичар во однос на регулацијата. Така, тој на 28.1.2009 година објавува (Wallison, 2009): „Дури и да била успешна регулацијата во минатото, има многу причини да не се наметне во широки размери:

- Самото постоење на регулацијата создава морален хазард и ја намалува пазарната дисциплина. Учесниците на пазарот веруваат дека ако владата ја надгледува индустријата која е регулирана, таа е способна да го контролира преземањето на ризик и како резултат на тоа кредиторите се помалку претпазливи дали регулираните ентитети ќе преземат невообичаени или прекумерни ризици.
- Регулацијата создава антиконкурентска економија на обемот. Трошоците од регулацијата ги сносат полесно големите компании во споредба со малите. Покрај тоа, големите компании се способни да влијаат врз регулаторите да усвојат прописи кои се во корист на нивните бизниси во споредба со оние на помалите конкуренти, особено кога прописите вклучуваат трошоци кои помалите компании не можат да ги сносат.
- Регулацијата има негативно влијание на иновацијата. Регулаторните одобренја неопходни за новите производи или услуги ја одложуваат имплементацијата, им даваат на конкурентите можност да имитираат и вклучуваат трошоци во процесот за развивање нови начини на водење бизнис или нови услуги.
- Регулацијата вклучува трошоци за производите за широка потрошувачка. Овие трошоци често не вредат за дополнителната сума која се бара од потрошувачите да ја платат.
- Регулацијата особено заштитува слаби раководства и застарени бизнис модели, наметнувајќи долгорочни трошоци врз општеството.“

Трето можно решение се *построгите капитални барања за банките и ограничувања во однос на нивната задолженост*. Така, Џејми Димон, извршниот директор на ЈП Морган Чејс (JPMorgan Chase), кој беше поддржувач на ова решение, во јуни 2009-та година изјави: „Исто така, добредојден во новите административни предлози е фокусот на строгите капитални и ликвидносни барања не само за традиционалните банки туку и за големиот број финансиски институции. Сите финансиски институции мора да бидат подготвени со силни резерви кои служат како заштита во време на неочекувани пазарни и економски проблеми. Ова мора да биде во комбинација со адекватни резерви за загуби од кредити за да се покријат очекуваните загуби од растечкиот број на должници кои веројатно нема да ја извршат обврската и неопходната ликвидност во случај кредитните пазари да замрзнат како што беше случајот минатата есен“ (Dimon, 2009).

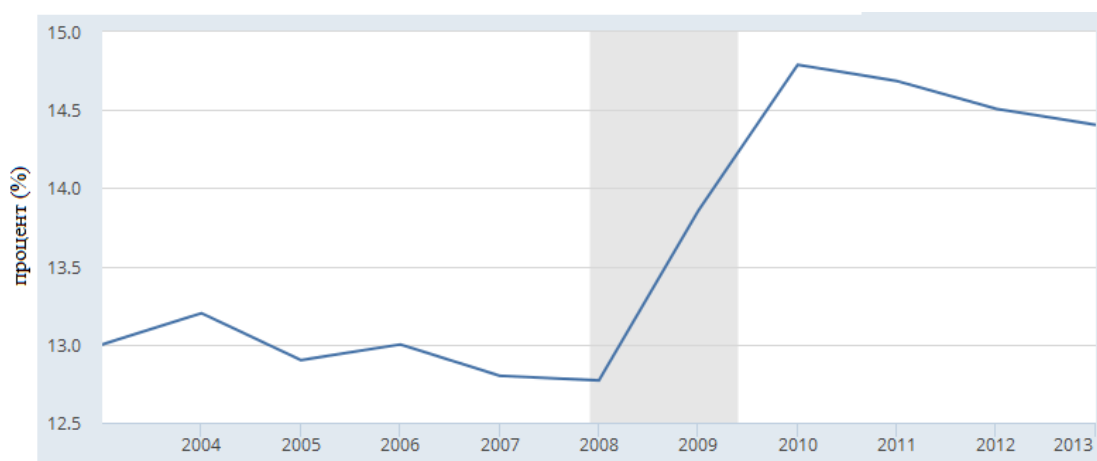
Во однос на ограничувањата на задолженоста, економистот Joseph Stiglitz во септември 2008-та година изјави дека е потребно да се наметнат други прописи во однос на лимитирањето на задолженоста за да се подобри безбедноста и стабилноста на американскиот финансиски систем (Stiglitz, 2008).

Индискиот економист Рагурам Раџан (Raghuram Rajan) предлага „наместо да се бара од институциите да се зголеми постојаниот капитал, побарајте од нив да средат да се влева капитал кога тие или системот ќе бидат во тешкотии. Бидејќи овие т.н. „контингент-капитал (contingent-capital)“ договори ќе бидат постигнати во добри времиња кога шансите на криза се слаби, тие ќе бидат евтини (во споредба со подигањето нов капитал во средина на рецесија) и на тој начин полесно ќе бидат спроведени“ (Rajan, 2009). Понатаму индискиот економист Рагурам Раџан (Raghuram Rajan) објаснува: „Една верзија на контингент капиталот (contingent capital) е банките да емитуваат обврзници кои автоматски би се конвертирале во капитал кога двата услови се исполнети: прво, доколку системот е во криза, или врз основа на проценка од страна на регулаторите или врз основа на објективни индикатори и второ, доколку банкарскиот коефициент на адекватност на капиталот (Capital Adequacy Ratio - CAR или Capital to Risk (Weighted) Assets Ratio - CRAR) се намали под одредена вредност. Друга верзија на контингент капиталот (contingent capital) е барањето

системски важните и задолжени финансиски институции да купуваат целосно обезбедени осигурителни полиси (од незадолжени фирми, странци или владата) кои ќе ги претворат во капитал овие институции кога системот ќе биде во тешкотии“ (Rajan, 2009).

Во САД, според податоците на Светската банка, коефициентот на адекватност на капиталот (Capital Adequacy Ratio - CAR или Capital to Risk (Weighted) Assets Ratio - CRAR) почна рапидно да се зголемува од 12,77 % во 2008-та година достигнувајќи го максимумот од 14,79 % во 2010-та година (види графикон бр. 26).

Графикон бр. 26: Коефициент на адекватност на капиталот (Capital Adequacy Ratio - CAR или Capital to Risk (Weighted) Assets Ratio - CRAR)



Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis

Општо земено, банките со висок коефициент на адекватност на капиталот (Capital Adequacy Ratio - CAR или Capital to Risk (Weighted) Assets Ratio - CRAR) се сметаат за стабилни и безбедни банки со висока веројатност дека ќе ги исполнат своите финансиски обврски. Од друга страна пак, построгите капитални барања за банките поточно повисоките коефициенти на адекватност на капиталот (Capital Adequacy Ratio - CAR или Capital to Risk (Weighted) Assets Ratio - CRAR) и ограничувања во однос на нивната задолженост природно го лимитираат износот на дадени заеми бидејќи е потешко и поскапо да се подигне

капитал отколку да се позајмат парични средства (Ross, 2014). Построгите капитални барања може да ги намалат дивидендите или да ја намалат вредноста на акцијата доколку повеќе акции се емитувани (Ross, 2014).

Четврто можно решение претставува *распарчувањето т.е. поделбата на финансиските институции кои се „преголеми за да пропаднат“ („too big to fail“)*. Економистот Joseph Stiglitz во едно интервју од 28.7.2009 година истакна дека банките кои се „преголеми за да пропаднат“ („too big to fail“) се склони кон прекумерно преземање на ризик поради тоа што се поддржани од страна на државата (Stiglitz, 2009). Исто така, како што беше наведено во првата глава од овој труд, во ноември 1999-та година беа укинати посебни одредби од Глас-Стигал актот (Glass–Steagall Act) кои забрануваа каква било врска помеѓу комерцијалните и инвестиционите банки. Економистот Joseph Stiglitz го критикуваше укинувањето на овој акт и тврдеше дека ова укинување придонесе кон кризата бидејќи доминираше инвестиционото банкарство кое е повеќе наклонето кон ризикот за разлика од конзервативната култура на комерцијалното банкарство, што доведе до зголемено ниво на преземање на ризик и задолженост за време на бум периодот (Stiglitz, 2008).

На 26.3.2009 година во весникот Фајненшл Тајмс (Financial Times) Алан Гринспан (Alan Greenspan) го изнесе своето мислење во однос на банките кои се „преголеми за да пропаднат“ („too big to fail“) изјавувајќи дека „нови регулаторни предизвици се појавуваат поради неодамнешниот докажан факт дека некои финансиски институции станаа „преголеми за да пропаднат“ („too big to fail“) така што нивниот неуспех би предизвикал системски проблеми. Овој статус им дава на овие финансиски институции голема пазарно дисторзивна конкурентна предност во формирањето на цените на нивните долгови и акции. Решението е да се имаат прогресивни регулаторни капитални барања за да ги обесхрабрат да станат преголеми и да се урамнотежи нивната конкурентна предност“ (Greenspan, 2009). Алан Гринспан (Alan Greenspan) со оваа изјава влегува во групата на поддржувачи и на третото можно решение т.е. поставување построги капитални барања за банките.

Во септември 2009-та година Ниал Фергусон (Niall Ferguson) објави: „Она што е потребно е сериозна примена на антитрустовски закон во секторот за

финансиски услуги и брзо ставање крај на институциите кои се „преголеми за да пропаднат“ („too big to fail“). Особено, Владата треба да разјасни дека федералното осигурување се однесува само на депозитните банки и дека сопствениците на банкарските обврзници нема повеќе да бидат заштитени, како што беа во оваа криза. Со други зборови, кога банката ќе банкротира, кредиторите треба да бидат на удар, а не даночните обврзници“ (Ferguson, 2009).

Бернард „Брни“ Сандерс (Bernard „Bernie“ Sanders), американски политичар, сенатор на САД и кандидат на изборите за Претседател на САД во 2016-та година, во својата кампања изјави: „Шесте најголеми финансиски институции во оваа земја денес поседуваат средства еднакви на околу 60 % од бруто домашниот производ на оваа земја. Овие шест банки издаваат повеќе од две третини од сите кредитни картички и повеќе од 35 % од сите хипотекарни кредити. Тие контролираат 95 % од сите деривати и држат повеќе од 40 % од сите банкарски депозити во САД. Ние мора да ги распарчиме т.е. поделиме финансиските институции кои се „преголеми за да пропаднат“ („too big to fail“). Тие институции добија 700 милијарди долари финансиска помош од американските даночни обврзници и повеќе од 16 трилиони долари заеми од Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) со речиси нула каматна стапка. И покрај тоа, финансиските институции направија профит од над 152 милијарди долари во 2014-та година, која е регистрирана како најпрофитабилна година, и три од четирите најголеми финансиски институции се 80 % поголеми денес отколку што беа пред да им дадеме финансиска помош“ (New Jersey Today Newspaper, 2016).

Од друга страна пак, Мајкл Симковиќ (Michael Simkovic) наведува: „Иако голем дел од вниманието беше свртено кон проблемот на институциите кои се „преголеми за да пропаднат“ („too big to fail“), традиционалната банкарска регулатива и Федералната корпорација за осигурување на депозити (FDIC) на мислење е дека во основа секоја банкарска институција е „преголема за да пропадне“ („too big to fail“), со други зборови, важни кредитори дури и на мали хипотекарни кредитни институции мора да бидат заштитени од загуби за да се спречат масовни извлекувања на пари од банките и да се спречи пренесувањето

на другите банки. Проблемот, според тоа, можеби не е во минимизирањето на институционалната големина, туку во максимизирањето на системската стабилност“ (Simkovic, 2013, p.252).

Петтото можно решение се *рестрикциите во однос на шпекулативната продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават (short-selling) или како уште се нарекува продажба без покритие*. Овој тип продажба е мотивиран од верувањето дека цената на хартијата од вредност ќе се намали, овозможувајќи да биде повторно купена по пониска цена за да се оствари профит (Investopedia, n.d.). Продавачите на овој тип продажба остварија огромни профити за време на финансиската криза.

На 19.9.2008 година, Комисијата за хартии од вредност (SEC- Securities and Exchange Commission) иницираше привремена забрана на шпекулативната продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават (short-selling) наведувајќи дека оваа забрана ќе се однесува на хартии од вредност на 799 финансиски компании и ќе трае сè до 2.10.2008 година (U.S Securities and Exchange Commission, 2008). Ден пред тоа, на 18.9.2008 година Органот за финансиски услуги (Financial Services Authority - FSA) во Обединетото Кралство се согласи да воведо нови одредби за забрана на шпекулативната продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават (short-selling) и оваа забрана траеше од 18.9.2008 година до 16.1.2009 година (Financial Services Authority, 2008). Австралиската комисија за хартии од вредност и инвестиции (Australian Securities and Investments Commission - ASIC) ги следеше стапките на регулаторите во САД и Велика Британија (McDonald, 2008). Меѓу другите земји кои го следеа примерот беа Франција, Германија, Швајцарија, Ирска и Канада (McDonald, 2008).

Кога Беар Стернс (Bear Stearns) доживеа колапс во март 2008-та година, некои инсајдери тврдеа дека беше погрешно да се обвини фирмата и нејзините ризични влогови во хартии од вредност обезбедени со хипотека (Knowledge@Wharton, 2008). Тие наведоа друг виновник: злонамерните трговци кои работеа заедно во хаотичниот свет на шпекулативната продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават (short-selling), заработувајќи пари преку драстичното намалување на цената на акцијата на

Беп Стернс (Bear Stearns) (Knowledge@Wharton, 2008). Така, Комисијата за хартии од вредност (SEC - Securities and Exchange Commission) објави (U.S Securities and Exchange Commission, 2008, p.1): „Лажните гласини можат да доведат до губење на довербата во нашите пазари. Таквата загуба на доверба може да доведе до панично продавање, кое понатаму може да се влоши преку „голата“ шпекулативна продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават („naked“ short-selling). Како резултат на тоа, цените на хартиите од вредност може вештачки и непотребно да се намалат многу под нивото на цените кои би произлегле од нормалниот процес на откривање на цената. Доколку се вклучени значајни финансиски институции, овој синџир на настани може да доведе до нарушување на нашите пазари. Настаните што ѝ претходеа на продажбата на Беп Стернс (Bear Stearns) го илустрираат влијанието на гласините врз пазарот. Во текот на неделата на 10-ти март 2008 година се раширија гласини за проблемите со ликвидноста на Беп Стернс (Bear Stearns), кои ја поткопаа довербата на инвеститорите во фирмата. Како што паѓаше цената на акциите на Беп Стернс (Bear Stearns), неговите инвеститори беа загрижени и настана криза на доверба на крајот на неделата. Во светлина на потенцијалните системски последици од неуспехот на Беп Стернс (Bear Stearns), Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) презеде итни мерки.“

Основната форма на шпекулативната продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават (short-selling) е продавањето на хартијата од вредност која продавачот ја позајмува од сопственикот на хартијата од вредност и која продавачот во суштина не ја поседува. Друга форма е кога се продава хартијата од вредност која продавачот не ја поседува и не ја позајмува. Оваа форма е наречена „гола“ шпекулативна продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават („naked“ short-selling) или „гола“ продажба без покрите. Доколку продавачот не успее да ги набави хартиите од вредност во рамките на бараната временска рамка, тогаш резултатот е познат како „неуспех да се исполни ветеното“ („failure to deliver“).

Забраните на шпекулативната продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават (short-selling) се користеле уште од почетокот на финансиските пазари и низ историјата за справување со злоупотребите како ширењето негативни гласини за една компанија за да се манипулира со пазарот (Yuille, 2016). Сепак, многу забрани се укинати бидејќи продавачите во оваа шпекулативна продажба на хартии од вредност имаат значајна улога на пазарот. Така, „Комисијата за хартии од вредност (SEC-Securities and Exchange Commission) ја утврдува нивната важност врз основа на нивниот:

- Придонес кон откривањето на ефикасна цена
- Ублажувањето на пазарниот меур
- Зголемувањето на пазарната ликвидност
- Промовирањето на акумулацијата на капиталот
- Олеснување на хедингот и другите активности на менаџментот и
- Лимитира да се движи во нагорна линија пазарната манипулација.“ (Yuille, 2016).

Шесто можно решение претставува *регулацијата на дериватите*. Како што беше наведено во првата глава од овој труд, Актот за модернизација на стоковните фјучерси од 2000 година (Commodity Futures Modernization Act of 2000 - CFMA) не овозможи сериозна регулација на (over-the-counter - OTC) дериватите, вклучувајќи ги и кредитните „default“ свопови. На 21.7.2010 година е донесен и потпишан Актот на Дод-Франк Вол Стрит реформата и заштита на потрошувачите (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) со што се даде сеопфатна рамка за регулацијата на (over-the-counter - OTC) своп пазарите (U.S Securities and Exchange Commission, 2015).

Економистот Joseph Stiglitz го изложи своето мислење во однос на дериватите наведувајќи дека тековните проблеми со финансискиот систем во САД не беа само резултат на лошите заеми, туку беа резултат и на сложените инструменти како што се дериватите, кредитните „default“ свопови (Credit default swaps –

CDS) итн. (Stiglitz, 2008). Според него, „овие инструменти првично биле создадени со цел да се помогне во управувањето со ризикот, но тие исто така можат да се користат за шпекулирање. Така, ако сте убедени дека вредноста на доларот ќе падне, би можеле според тоа да направите голем влог, и доколку вредноста на доларот навистина падне, вашиот профит ќе се зголеми. проблемот е во тоа што со ова компликувано испреплетување на влогови од големи размери, никој не може да биде сигурен за финансиската положба на некој друг, па дури ни за сопствената положба. Не изненадува тоа што кредитните пазари замрзнаа“ (Stiglitz, 2008).

Уште во 2003-та година Ворен Бафет (Warren Buffett) објави во годишниот извештај за 2002-та година на Berkshire Hathaway Inc. дека „дериватите се финансиски оружја за масовно уништување, носејќи опасности кои, иако сега латентни, се потенцијално фатални“ (Berkshire Hathaway Inc., 2003, p.15).

Од друга страна пак, Питер Ј. Валисон (Peter J. Wallison) беше против регулирањето на кредитните деривати. Според него, „далеку од создавање на нови или значителни ризици, кредитните „default“ свопови (credit default swaps - CDS) едноставно ги префрлаат ризиците кои веќе постојат од едно на друго место. Поради оваа причина, тие се голем напредок во управувањето со ризикот за сите финансиски посредници и рестрикциите во однос на нивната употреба ќе создадат поголем ризик во финансискиот систем отколку што ќе го елиминираат. Покрај тоа, силниот и ликвиден тековен пазар на кредитни „default“ свопови (credit default swaps - CDS) нè снабдува со пазарно читање на ризиците на компаниите кое не е достапно преку кој било друг извор и кое може да биде од голема помош на регулаторите, како и на инвеститорите и кредиторите“ (Wallison, 2008, p.10).

Седмо можно решение претставува *регулацијата на хипотекарното кредитирање* поточно *воспоставување на минималниот износ на готовинско учество (капар) и стандарди на хипотекарното кредитирање*. Како што беше наведено во првата глава од овој труд, во 2005-та година средната вредност на готовинските исплати т.е. капарот за тие што првпат купувале кука изнесувал 2 %. 43 % од овој тип на должници во 2005-та година не извршиле готовинска исплата (Кнох, 2006). За споредба, во Кина тој процент е 20 % доколку

недвижноста е помала од 90 м² или 30 % доколку недвижноста е поголема од 90 м² (Latest Singapore & Melbourne Property News and Insights for Investors in Singapore, 2007).

На 27.2.2009 година Ворен Бафет (Warren Buffett) изјави дека при купувањето на становите, готовинското учество (капарот) би требало да изнесува најмалку 10 % (Berkshire Hathaway Inc., 2009, p.12).

Економистот Стан Либовиц (Stan Liebowitz) истакна дека: „Потребни се поцврсти стандарди за гаранција, особено барања за релативно високо готовинско учество (капар). Доколку беше баран значителен износ на готовинско учество (капар), станбено-ценовниот меур сигурно ќе беше помал, ако се случеше воопшто, и стапката на појавување на негативен капитал ќе беше многу пониска, и покрај тоа што цените на становите паднаа. Дополнителна корисна регулација би било зајакнување или барем разјаснување на национално ниво на правото на регрес кое го имаат хипотекарните кредитори доколку заемопримачот не ја изврши законската обврска по договор. Многу неизвршувања на законските обврски по договор би се намалиле доколку сопствениците на домовите со финансиски средства знаат дека не можат едноставно да си заминат“ (Liebowitz, 2009).

На 15.7.2008 година Бен С. Бернанке (Ben S. Bernanke) говореше за новите правила за хипотекарните кредитори кои беа воспоставени од страна на Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System): „Новите правила се однесуваат на сите типови на хипотекарни кредитори и преку нив ќе се воспостават стандардите за кредитирање насочени кон спречување на злоупотреби и во исто време запазување на одговорно „subprime“ кредитирање“ (Bernanke, 2008). Новиот пропис додаде четири клучни заштити за новодефинираната категорија на „поскапи хипотекарни кредити“ која ги опфати речиси сите заеми на „subprime“ пазарот, но ги исклучи заемите на „prime“ пазарот (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2008):

- Се забрани на кредиторот да издава кредит само врз основа на вредноста на домот без притоа да води грижа за способноста на должникот да го отплати заемот од неговиот приход и средствата. Кредиторот ја почитува

забраната до одреден степен преку оценување на способноста на должникот за отплата врз основа на највисокото предвидено плаќање во првите седум години од кредитот.

- Се бара од кредиторите да ги проверат приходот и средствата на должникот врз кои тие се потпираат при утврдувањето на способноста на должникот за отплата.
- Се забрани каква било казна (надомест на штета) за предвремена отплата (prepayment penalty) доколку плаќањето може да се промени во првите четири години. За другите попкапи кредити, периодот на казна (надомест на штета) поради предвремена отплата не може да трае повеќе од две години.
- Се бара од кредиторите да отворат ескроу сметки (escrow accounts) за даноци на имот и осигурување на сопствениците на домовите за сите хипотекарни кредити со приоритетно право на ретенција (first-lien mortgage loans).

Во врска со новите правила кои беа воспоставени, тогашниот гувернер Рандал С. Кросцнер (Randall S. Kroszner) изјави дека овие промени создадоа подобри правила чија цел беше да се заштитат потрошувачите од нефер практики и да се поврати довербата во хипотекарниот систем (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2008).

Други заштитни мерки кои се однесуваа на хипотекарните кредити, без оглед дали станува збор за попкапи кредити или не, беа (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, 2008):

- На кредиторите и хипотекарните брокери им беше забрането да го присилат проценителот на недвижностите да ја наведе погрешно вредноста на недвижноста.
- На компаниите кои ги сервисираат хипотекарните кредити им се забрани да се занимаваат со одредени практики, како што се пирамидалните надоместоци за доцнење во исполнувањето на паричната обврска (pyramiding late fees).

- Кредиторите мораа да обезбедат пресметка на трошоците на кредитот, вклучувајќи го распоредот на плаќањата на кредитот, во рок од три дена откако потрошувачот аплицирал за кој било хипотекарен кредит обезбеден со недвижноста во која живее потрошувачот, како што е кредитот за реновирање во недвижниот имот (стан, куќа) или кредитот за рефинансирање на постоечкиот заем. Во моментот на објавувањето на овие заштитни мерки кои се однесуваа на хипотекарните кредити, раните пресметки на трошоците на кредитите беа барани само за станбените кредити. На потрошувачите не можеше да им биде наплатен каков било трошок сè додека тие не ги добиеја раните пресметки, освен разумен трошок за добивање на кредитната историја на потрошувачот.

Од друга страна пак, *регулацијата на хипотекарното кредитирање* поточно *воспоставувањето на минималниот износ на готовинско учество (капар) и стандардите на хипотекарното кредитирање* значат повисоки кредитни стандарди со што се намалува бројката на домаќинства кои ќе можат да си дозволат да бидат сопственици на своја недвижност (стан, куќа). Во овој случај економски помоќните домаќинства се во поголема предност.

Осмо можно решение претставува *Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC)*. Во 2007-та година Елизабет Ворен (Elizabeth Warren) беше таа која го предложи создавањето на Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC) како независна комисија која би ја имала моќта да ги контролира финансиските услуги како што Комисијата за безбедност на потрошувачките производи (Consumer Product Safety Commission - CPSC) ги контролира потрошувачките производи (The Tobin Project, 2009, p.1). Според Елизабет Ворен (Elizabeth Warren) таквата комисија критички ќе ја подобри заштитата на потрошувачите и во крајна линија ќе помогне да се создаде поконкурентен пазар (The Tobin Project, 2009, p.1). Неколку години подоцна беше создадено Бирото за финансиска заштита на потрошувачот (The Consumer Financial Protection Bureau - CFPB) како независна федерална агенција во САД. Бирото за финансиска заштита на потрошувачот (The Consumer Financial Protection Bureau - CFPB) беше официјално основано кога Актот на Дод-Франк

Вол Стрит реформата и заштита на потрошувачите (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) беше донесен на 21.7.2010 година (Consumer Financial Protection Bureau, n.d.). Една година подоцна, поточно на 21.7.2011 година Бирото за финансиска заштита на потрошувачот (The Consumer Financial Protection Bureau - CFPB) започна со своите активности. Како во 2014-та година, така и во 2015-та година се прават обиди да се преименува Бирото за финансиска заштита на потрошувачот (The Consumer Financial Protection Bureau - CFPB) во Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC) и да се замени директорот на Бирото за финансиска заштита на потрошувачот (The Consumer Financial Protection Bureau - CFPB) со 5 членови на Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC) (United States Congress, 2015).

Бирото за финансиска заштита на потрошувачот (The Consumer Financial Protection Bureau - CFPB) освен што ги заштитува потрошувачите преку спроведување на федералните закони за финансиска заштита на потрошувачите (Consumer Financial Protection Bureau, n.d.):

- донесува правила, врши надзор над компаниите и ги применува федералните закони за финансиска заштита на потрошувачите,
- ограничува нефер, лажливи или навредливи акти или практики,
- прима жалби од страна на потрошувачите,
- ја промовира финансиската едукација,
- го истражува однесувањето на потрошувачот,
- ги следи новите ризици за потрошувачите на финансиските пазари и
- ги применува законите кои ја забрануваат дискриминацијата и другиот нефер третман при кредитирањето на потрошувачот.

Од друга страна пак, еден од клучните аргументи против идејата за Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission

- FPSC) е тоа што Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC) би ја задушила иновацијата и би резултирала со помал избор за потрошувачите (The Tobin Project, 2009, p.7). Исто така, Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC) би го оптоварила повеќе банкарскиот систем што би резултирало со повисоки цени за потрошувачите (The Tobin Project, 2009, p. 7).

2. Нов пристап кон хипотекарното кредитирање после кризата како предлог за идниот развој на процесот на хипотекарно кредитирање во развиените земји

Горенаведените решенија и нивното имплементирање се насочени кон поставување на темелите на новиот пристап кон хипотекарното кредитирање.

„Subprime“ хипотекарната криза го откри недостатокот на имагинацијата на дел од лидерите во иницирањето на потребните реформи за да се изградат нови институционални основи за побезбедна економска средина. Според Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller), американски економист и Нобелов лауреат (Shiller, 2008):

1. Институционалната реформа започнува со разбирањето на *технологијата* која е на располагање, поточно *информационата технологија*. Континуираниот прогрес на компјутерите, собирањето на податоците и способноста за нивна обработка, *smart* технологијата и рапидната евтина комуникација претставуваат многу ефективни алатки да се коригираат некои од ужасните грешки во институционалната основа на економијата.
2. Промовирањето на подобрена *информациска инфраструктура* не претставува само добра политика, туку исто така претставува и добра економија. Постојат шест начини за подобрување на информациската инфраструктура:

- Промовирање на *сеопфатен финансиски совет*;
- Воспоставување на нов финансиски чувар (watchdog) од страна на владата. Како што беше наведено погоре во главава од овој труд, Елизабет Ворен (Elizabeth Warren) беше таа која прва го предложи создавањето на Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC) како независна комисија која би ја имала моќта да ги контролира финансиските услуги;
- Усвојување на *основни конвенции и стандарди* кои ќе функционираат добро и во корист на поединците. Според Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller), може да се каже дека основната причина за „subprime“ хипотекарната криза беше тоа што многу луѓе не обрнаа внимание и паднаа во еден вид на замка бидејќи тие не знаеја или не разбираа што се случуваше на пазарот. За време на „subprime“ хипотекарната криза многу корисници на хипотекарните кредити слепо ги прифатија условите на хипотекарните кредити кои им беа понудени, во многу случаи најверојатно мислејќи дека тие беа одобрени од експерти, дури и во случаите кога немаше никаква заштита на потрошувачите. Менувањето на стандардниот договор за хипотекарен кредит би претставувал огромен напредок во информациската инфраструктура;
- Подобрувања во однос на *откривањето на информациите во врска со хартиите од вредност*. Така, според Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller) никој немаше економски бенефит да ја открие информацијата во врска со ентитетите на структурираните инвестиции (Structured Investment Vehicles-SIV) кои беа користени од страна на банките за да префрлат одредени ризици од нивните биланси пред почетокот на кризата;
- Создавање на големи *национални бази на податоци на точни податоци* кои се однесуваат на економската состојба на

поединците и сите деловни објекти, според протокол кој дозволува овие информации да бидат искористени за да се усовршат договорите за управување со ризик, а во исто време да се осигури приватноста;

- Создавање на *нов систем на економски мерни единици*. Според Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller), ваков систем би помогнал да се спречи човечка грешка во економското размислување, која претставува основа на многу економски проблеми, вклучувајќи ја и „subprime“ хипотекарната криза. Мерните единици ќе бидат дефинирани за многу заеднички економски вредности, вклучувајќи го приходот, профитот и платите и секако од најголемо значење ќе бидат новите мерни единици за инфлација. Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller) го истакнува примерот на Чиле. Имено, со цел да се избегне забуна во однос на инфлацијата, во 1967 година владата на Чиле ја создаде Unidad de Fomento (UF) која претставува индексирана пресметковна единица која е прифатена од страна на останатите латиноамерикански влади. Луѓето во Чиле обично ги означуваат цените во Unidad de Fomento (UF), иако тие сè уште ги вршат реалните плаќања во чилеански пезоси користејќи го девизниот курс пезос - Unidad de Fomento (UF). Со давањето на едноставно име на оваа пресметковна единица, охрабрувањето на луѓето да ја користат како стандардна вредност за трговија и нивното обучување да размислуваат од гледна точка на индексираната пресметковна единица, чилеанската влада ја направи оваа држава најпретпазлива во светот кога е во прашање инфлацијата. Доколку луѓето беа привикнати на такви индексирани пресметковни единици како Unidad de Fomento (UF), последниот бум на недвижностите (housing boom) можеше да биде избегнат.

3. Потребно е создавање пред сè на *нови пазари на недвижности*, како и *други нови пазари* кои се неопходни како што се движи и стреми општеството кон поразвиен финансиски сектор. Според Роберт Џејмс

Шилер (Robert James Shiller), најитно потребен е вистински ликвиден пазар на недвижен имот, особено на домови за едно семејство (single-family homes) кои го сочинуваат најголемиот имот на повеќето домаќинства. Така, во 2006-та година Трговската берза на Чикаго (Chicago Mercantile Exchange - CME) започна со тргување на фјучерс (термински) договори (futures contracts) користејќи го индексот кој е официјално познат како S&P/Case-Shiller home-price index.

4. Потребен е нов концепт за управување со ризиците на кои се изложени поединците. Според Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller), овој прост концепт претставува модел за значително подобрување на управувањето со ризик за физичките лица. Така, Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller) предлага нов вид станбен хипотекарен кредит кој го нарекува *хипотекарен кредит кој континуирано ќе се разработува (continuous-workout mortgage)* т.е. ќе има услови кои ќе бидат прилагодени континуирано (во практиката веројатно на месечно ниво) како одговор на доказот во однос на способноста да се плати и променливите услови на пазарот за домување. Втор предлог на Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller) е *осигурувањето на домовите*. Според него, во договорите за осигурување на домовите можат да бидат запишани пазарните вредности на домовите во метрополитенската област, штитејќи ги сопствениците на домовите од опаѓањето на вредноста на нивните домови во рамките на нивните локални пазари. Осигурувањето на имотите ќе ја елиминира ризичната, најчесто високо задолжена, позиција во која се наоѓаат многу сопственици на домови. Осигурувањето на имотите исто така ќе го елиминира паничното продавање кое понекогаш ги уништува вредностите на домовите. Трет предлог на Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller) е *осигурувањето на средствата за живеење (livelihood insurance)*. За да се избегне моралниот хазард и за да не престане да работи осигуреникот за да почне да живее од осигурувањето, осигурувањето на средствата за живеење (livelihood insurance) секако не може едноставно да гарантира одредено ниво на приход на осигуреникот. Но, паралелно со хипотекарниот кредит кој континуирано ќе се разработува (continuous-workout mortgage) и

осигурувањето на домовите, треба да биде можно да се издадат полиси за осигурувањето на средствата за живеење (livelihood insurance) чии исплати се поврзани само делумно, или воопшто, со приходот на осигуреникот, притоа сè уште осигурувајќи од одредени ризици врзани за тој приход. „Subprime“ хипотекарната криза се совпаѓа со времето на транзицијата за многу луѓе кои се соочија со, ако не перманентна невработеност, тогаш перманентна загуба на способноста да заработат значителен приход за остатокот од нивните животи. Со осигурувањето на средствата за живеење (livelihood insurance) се ублажуваат последиците од ваквиот тренд.

Клучот за решение на прашањето поврзано со „subprime“ хипотекарната криза со цел да се спречат идни вакви кризи, како и да се ублажат ефектите после кризата, лежи во *демократизирањето на финансиите* преку проширување на примената на здрави финансиски принципи врз сè поголем и поголем сегмент од општеството, притоа користејќи ја сета модерна технологија која е на располагање за да се достигне таа цел (Shiller, 2008, p. 115). Правејќи го тоа, ќе се намали на долг рок зачестеноста на шпекулативните меури како што беше станбениот меур кој се случи пред неколку години (Shiller, 2008, p. 115). Така, фундаментална институционална реформа не е само можна туку е неопходна (Shiller, 2008, p. 116).

**III. ПЕРСПЕКТИВИ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ВО
НЕКОИ ОД ПОРАНЕШНИТЕ СОЦИЈАЛИСТИЧКИ ЗЕМЈИ И
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

1. Расправа за досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји

1.1. Искуството на Романија

Во 2004-та година, како што може да се види од табелата бр. 6, Романија достигна највисока стапка на раст на БДП од 1990-та година, што беше над првобитното предвидување на Националната банка на Романија (National Bank of Romania - NBR) (European Mortgage Federation, 2005, p.99). Буџетскиот дефицит достигна историски ниско ниво од 1,1 % (European Mortgage Federation, 2005, p. 99). Хипотекарниот пазар во Романија започна уште во 2003-та година и веќе на крајот на 2004-та година сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити изнесуваше 0,9 милијарди евра, додека сумата на ненаплатените комерцијални хипотекарни кредити изнесуваше 0,4 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2005, p. 99). Комерцијалните хипотекарни кредити (commercial mortgage loans) претставуваат хипотекарни кредити обезбедени со комерцијален имот, како на пример деловна зграда, шопинг-центар, индустриско складиште или комплекс на апартмани. Поради историјата на високи стапки на инфлација и макроекономска нестабилност, во 2004-та година станбениот хипотекарен пазар во Романија беше 90 % деноминиран во евра и само 10 % деноминиран во романски леи (Romanian leu – ROL) бидејќи поголемиот дел од приходот и цените на недвижностите беа поврзани со цврсти валути како еврото и доларот (European Mortgage Federation, 2005, p. 99). Обемот на станбените хипотекарни кредити како процент од вкупниот обем на кредити одобрени на поединци беше 28,4 % во 2004 година, додека во претходната година изнесуваше 25,6 % (European Mortgage Federation, 2005, p. 99). На крајот на 2004-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 1,5 % од БДП (European Mortgage Federation, 2005, p. 99). Во Романија оваа година постоеше само примарен хипотекарен пазар деноминиран 90 % во цврста валута и затоа поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од кредитни линии од меѓународните финансиски институции,

депозити и приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2005, p. 100). Истата година беа вложени напори за развој на правна рамка за функционирање на секундарниот хипотекарен пазар преку унапредување на следниов пакет закони: Закон за хипотекарни обврзници, Закон за секјуритизација, Закон за хипотекарните банки и измени на тековниот Закон за хипотеки (European Mortgage Federation, 2005, p. 100).

Табела бр. 6: Макроекономски преглед на Романија во периодот од 2004 до 2014 година

МАКРОЕКОНОМСКИ ПРЕГЛЕД НА РОМАНИЈА				
Година	Стапка на раст на БДП	Стапка на инфлација	Стапка на невработеност	Стапка на буџетски дефицит
2004	8,4 %	11,9 %	8,0 %	-1,1 %
2005	4,2 %	9,1 %	7,1 %	-0,8 %
2006	8,1 %	6,6 %	7,2 %	-2,1 %
2007	6,9 %	4,9 %	6,4 %	-2,8 %
2008	8,5 %	7,9 %	5,6 %	-5,5 %
2009	-7,1 %	5,6 %	6,5 %	-9,5 %
2010	-0,8 %	6,1 %	7,0 %	-6,9 %
2011	1,1 %	5,8 %	7,2 %	-5,4 %
2012	0,6 %	3,4 %	6,8 %	-3,7 %
2013	3,5 %	3,2 %	7,1 %	-2,1 %
2014	3,0 %	1,4 %	6,8 %	-0,9 %

Извор: Eurostat

Во 2005-та година имаше подобрување на макроекономските индикатори. Во однос на хипотекарниот пазар кој започна во 2003-та година, веќе на крајот на 2005-та година сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити изнесуваше 1,4 милијарди евра, додека сумата на ненаплатените комерцијални хипотекарни кредити изнесуваше 0,8 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2006, p.111). Во текот на претходните две години станбените хипотекарни кредити беа зголемени за 70 %, додека вкупното (станбеното и комерцијалното) кредитирање беше зголемено за 82 % (European Mortgage Federation, 2006, p. 111). Истата година 89 % од станбените хипотекарни кредити продолжија да бидат деноминирани во евра и само 11 % деноминирани

во романски леи бидејќи поголемиот дел од приходот и цените на недвижностите беа поврзани со цврсти валути како еврото и доларот (European Mortgage Federation, 2006, p.111). Обемот на станбените хипотекарни кредити како процент од вкупниот обем на кредити одобрени на поединци беше 25 % во 2005 година, додека во претходната година изнесуваше 28,4 % (European Mortgage Federation, 2006, p.111). На крајот на 2005-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 1,8 % од БДП (European Mortgage Federation, 2006, p.111). Во однос на финансирањето и оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од кредитни линии од меѓународните финансиски институции, депозити и приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2006, p.111). Оваа година беа направени напори да се развие правна рамка за функционирањето на секундарниот хипотекарен пазар и пакет закони беше донесен од страна на Сенатот (European Mortgage Federation, 2006, pp.111-112).

Во 2006-та година, како што е прикажано во табелата бр. 6, стапката на инфлација бележеше континуиран пад достигнувајќи 6,6 %, стапката на невработеност беше зголемена за 0,1 %, додека стапката на раст на БДП бележеше раст во најголем дел поради приватната потрошувачка. На крајот на 2006-та година сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити изнесуваше 2,3 милијарди евра, додека сумата на ненаплатените комерцијални хипотекарни кредити изнесуваше 1,3 милијарди евра. Во однос на претходната година, станбените хипотекарни кредити беа зголемени за 57 %, додека вкупното (станбеното и комерцијалното) кредитирање беше зголемено за 71 % (European Mortgage Federation, 2007, p.87). Истата година 84 % од станбените хипотекарни кредити продолжија да бидат деноминирани во евра и само 16 % деноминирани во романски леи (Romanian New Leu – RON) бидејќи поголемиот дел од приходот и цените на недвижностите беа поврзани со цврсти валути како еврото и доларот (European Mortgage Federation, 2007, p.87). Обемот на станбените хипотекарни кредити како процент од вкупниот обем на кредити одобрени на поединци беше 21 % во 2006 година, додека во претходната година изнесуваше 25 % (European Mortgage Federation, 2007, p.87). На крајот на 2006-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 2,3 % од БДП (European Mortgage Federation, 2007, pp.87-88). Во однос на

финансирањето, оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од депозити и приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2007, p.88). Оваа година иако пакетот закони веќе беше донесен од страна на Сенатот да се развие правна рамка за функционирањето на секундарниот хипотекарен пазар, не беше спроведена секјуритизација на кредитите (European Mortgage Federation, 2007, p.88).

Во 2007-та година во Романија, веќе официјално како земја членка на Европската Унија (1.1.2007), стапката на инфлација, како што е прикажано во табелата бр. 6, бележеше континуиран пад достигнувајќи 4,9 %, додека намалувањето на стапката на невработеност (од 7,2 % во 2006-та година на 6,4 % во 2007-та година) и зголемувањето на приходите беа главни двигатели за зголемување на потрошувачката на домаќинствата. На крајот на 2007-та година сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити изнесуваше 4,3 милијарди евра, додека сумата на ненаплатените комерцијални хипотекарни кредити изнесуваше 3,5 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2008, p.42). На крајот на 2007-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 3,5 % од БДП (European Mortgage Federation, 2008, p.42). Во текот на изминатите неколку години во Романија се забележуваше тренд на намалување на каматните стапки. На крајот на 2007-та година 89,7 % од хипотекарните кредити беа деноминирани во странски валути како еврото, доларот, швајцарскиот франк и јапонскиот јен, што значеше зголемување во однос на претходната година (European Mortgage Federation, 2008, p.42). Во однос на финансирањето, оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од депозити и приватни финансиски институции.

Во 2008-та година, како што е прикажано во табелата бр. 6, стапката на невработеност бележеше пад достигнувајќи 5,6 % додека оваа година стапката на инфлација се зголеми достигнувајќи 7,9 %. Негативните ефекти од меѓународната финансиска криза влијаеја само на растот на БДП во последниот квартал на 2008-та година, кога економијата достигна раст од 2,9 % во реални услови споредено со истиот квартал од 2007-та година кога доживеа раст од 8,2 % (European Mortgage Federation, 2009, p.42). На крајот на 2008-та година сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити изнесуваше 5,5 милијарди

евра, што значеше 28,7 % повеќе во однос на 2007-та година (European Mortgage Federation, 2009, p.42). На крајот на 2008-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 4 % од БДП (European Mortgage Federation, 2009, p.42). Просечната каматна стапка за нов хипотекарен кредит деноминиран во евра беше повисока во 2008-та година (7,03 %) во споредба со 2007-та година кога изнесуваше 6,46 % (European Mortgage Federation, 2009, p.42). Каматните стапки на кредитите се зголемија поради ограничената ликвидност. На крајот на 2008-та година 92 % од хипотекарните кредити на домашниот хипотекарен пазар беа деноминирани во странски валути, што значеше зголемување во однос на претходната година (European Mortgage Federation, 2009, p.42). Во однос на финансирањето, оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од депозити и капитал од приватни финансиски институции.

Во 2009-та година, романската економија беше силно погодена од меѓународната финансиска криза. После 9 години на економски раст, во 2009-та година економијата влезе во сериозна рецесија. Стапката на раст на БДП се намали од 8,5 % во 2008-та година на -7,1 % во 2009-та година. Просечната годишна инфлација беше 5,6 % во 2009-та година во споредба со 7,9 % во 2008-та година додека стапката на невработеност се зголеми од 5,6 % во 2008-та година на 6,5 % во 2009-та година. Оваа година побарувачката за кредити значително се намали како резултат на затегнатите услови на кредитирање од страна на банките. На крајот на 2009-та година сумата на ненаплатените хипотекарни кредити изнесуваше 24,3 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 5,7 милијарди евра, што значеше 16 % повеќе во однос на 2008-та година кога изнесуваше 20,9 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 5,5 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2010, p.52). На крајот на 2009-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 4,9 % од БДП (European Mortgage Federation, 2010, p.52). Во однос на просечните каматни стапки беше забележан тренд на намалување на просечните каматни стапки на хипотекарните кредити деноминирани во романски леи (Romanian New Leu – RON) и во евра, како и на пасивните и активните каматни стапки (European Mortgage Federation, 2010, p.52). Така, просечната каматна стапка за нов хипотекарен кредит деноминиран во евра беше пониска во

декември 2009-та година (5,06 %) во споредба со таа во декември 2008-та година кога изнесуваше 7,03 % (European Mortgage Federation, 2010, p.52). Развојот на каматните стапки за новите хипотекарни кредити беше под силно влијание на националната владина програма наречена „Прва кука“ („Prima casa“ program), наменета за финансирање на купувања куќи според посебни услови која беше лансирана во втората половина на 2009-та година (European Mortgage Federation, 2010, p.52). Мерките за заштита кои беа преземени за да се ограничат ризиците поврзани со хипотекарното кредитирање од страна на банките беа спроведени во последниот квартал на 2008-та година и во текот на 2009-та година како резултат на меѓународната финансиска криза (European Mortgage Federation, 2010, p.52). Побарувачката за кредити малку се зголеми кон крајот на 2009-та година, но не толку колку што банките очекуваа, имајќи го во обзир растечкиот недостаток на доверба (предизвикан од кризата) во пазарот на недвижности и затоа потенцијалните потрошувачи преферираа да почекаат и да видат во која насока ќе се одвива ситуацијата (European Mortgage Federation, 2010, p.52). На крајот на 2009-та година 93 % од хипотекарните кредити на домашниот хипотекарен пазар беа деноминирани во странски валути, што значеше 1 % зголемување во однос на претходната година (European Mortgage Federation, 2010, p.52). Каматните стапки на хипотекарните кредити деноминирани во странска валута беа пониски од хипотекарните кредити деноминирани во домашна валута и затоа должниците ги преферираа хипотекарните кредити деноминирани во странска валута како би имале пристап до поголеми износи (European Mortgage Federation, 2010, p.52). Во однос на финансирањето, оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од депозити и капитал од приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2010, p.52).

Во 2010-та година, романската влада се обиде да се спротивстави на влијанието на кризата и да обезбеди поттик за реализирање на агендата на структурните реформи кои не ги исполни од пристапувањето во Европската Унија на 1.1.2007 година (European Mortgage Federation, 2011, p.48). Оваа година имаше зголемување на стапката на невработеност на 7 % и зголемување на просечната годишна инфлација на 6,1 %. На крајот на 2010-та година сумата на ненаплатените хипотекарни кредити изнесуваше 29 милијарди романски леи

(Romanian New Leu – RON) или 6,8 милијарди евра, што значеше 19,33 % повеќе во однос на 2008-та година кога изнесуваше 24,3 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 5,7 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2011, p.48). Владината помош преку програмата „Прва куќа“ („Prima casa“ program) го зголеми растот на ненаплатените хипотекарни кредити и од вкупниот број на дадени хипотекарни кредити во 2010-та година, 70 % беа гарантирани од страна на државата преку програмата „Прва куќа“ („Prima casa“ program) (European Mortgage Federation, 2011, p.48). На крајот на 2010-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 5,6 % од БДП (European Mortgage Federation, 2011, p.48). Просечната каматна стапка за нов хипотекарен кредит деноминиран во евра немаше значајни промени во декември 2010-та година (5,23 %) во споредба со таа во декември 2009-та година кога изнесуваше 5,06 % што се должеше на фактот дека банките преферираа да ги намалат другите кредитни трошоци отколку каматните стапки (European Mortgage Federation, 2011, p.48). И оваа година развојот на каматните стапки за новите хипотекарни кредити беше под силно влијание на националната владина програма наречена „Прва куќа“ („Prima casa“ program). Преку оваа програма, владата воведо максимална маргина за сите организации кои се приклучија кон иницијативата, која беше пониска од просечната каматна стапка која се применуваше од страна на банките на обичните хипотекарни кредити (European Mortgage Federation, 2011, p.48). Оваа година побарувачката за хипотекарни кредити беше зголемена малку и банките очекуваа условите на хипотекарниот пазар да се подобрат во првиот квартал на 2011-та година. Оваа година беше имплементирана европската директива 48/2008 во романското законодавство што беше важна акција за хипотекарното кредитирање (European Mortgage Federation, 2011, p.48). На крајот на 2010-та година 93 % од хипотекарните кредити на домашниот хипотекарен пазар беа деноминирани во странски валути, исто како и во претходната година (European Mortgage Federation, 2011, p.48). Каматните стапки на хипотекарните кредити деноминирани во странска валута беа пониски од хипотекарните кредити деноминирани во домашна валута и затоа должниците ги преферираа хипотекарните кредити деноминирани во странска валута како би имале пристап до поголеми износи (European Mortgage Federation, 2011, p.48). Во однос на финансирањето, и оваа година поголем дел од хипотекарното

финансирање доаѓаше од депозити и капитал од приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2011, p.48).

После две години на економска рецесија, стапката на раст на БДП порасна во 2011-та година, додека стапката на инфлација се намали на 5,8 %. Во 2011-та година, процентот на ненаплатените хипотекарни кредити порасна на 15 % во однос на вкупните ненаплатени кредити со исклучок на ненаплатените кредити на централната власт (European Mortgage Federation, 2012, p.54). На крајот на 2011-та година сумата на ненаплатените хипотекарни кредити изнесуваше 32,8 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 7,6 милијарди евра, што значеше 13,1 % повеќе во однос на 2010-та година кога изнесуваше 29 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 6,8 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2012, p.54). На крајот на 2011-та година, вкупните станбени хипотекарни кредити претставуваа само 5,5 % од БДП (European Mortgage Federation, 2012, pp.54-55). Просечната каматна стапка за нов хипотекарен кредит деноминиран во евра немаше значајни промени во декември 2011-та година (5,61 %) во споредба со таа во декември 2010-та година кога изнесуваше 5,23 % (European Mortgage Federation, 2012, p.54). И оваа година развојот на каматните стапки за новите хипотекарни кредити беше под силно влијание на националната владина програма наречена „Прва куќа“ („Prima casa“ program) (European Mortgage Federation, 2012, pp.54-55). Оваа година имаше порестриктивни стандарди за одобрување на хипотекарни кредити. Така, според регулативата 24/2011, за кредитите деноминирани во странска валута или за кредитите индексирани во странската валута, вредноста на хипотекарниот кредит не можеше да надмине 80 % од вредноста на колатералот (залогот на имотот), под услов должникот да заработува адекватен износ на приходи деноминирани или индексирани во валутата на хипотекарниот кредит (European Mortgage Federation, 2012, p.54). Што се однесуваше до должниците кои не заработуваа адекватен износ на приходи деноминирани или индексирани во валутата на хипотекарниот кредит, соодносот на кредитот во однос на вредноста на колатералот (залогот на имотот) не можеше да надмине 75 % за кредитите деноминирани во евра или за кредитите индексирани во евра (European Mortgage Federation, 2012, p.54). Овој сооднос беше намален на 60 % за кредитите деноминирани или индексирани во други странски валути

(European Mortgage Federation, 2012, p.54). На крајот на 2011-та година над 90 % од хипотекарните кредити на домашниот хипотекарен пазар беа деноминирани во странски валути, исто како и во претходните години (European Mortgage Federation, 2012, p.54). Каматните стапки на хипотекарните кредити деноминирани во странска валута беа пониски од хипотекарните кредити деноминирани во домашна валута и затоа должниците ги преферираа хипотекарните кредити деноминирани во странска валута како би имале пристап до поголеми износи (European Mortgage Federation, 2012, p.54). Во однос на финансирањето, и оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од депозити и капитал од приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2012, p.54). Оваа година Романија беше единствената земја во Европската Унија во која сè уште не беше дозволено издавањето на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) и затоа се правеа напори да се подигне свеста на властите во однос на потребата за усогласување на правната и институционалната рамка со цел да се овозможи емисија на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) (European Mortgage Federation, 2012, p.54).

На крајот на 2012-та година сумата на ненаплатените хипотекарни кредити изнесуваше 37,2 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 8,4 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2013, p.63). Сегментот на домаќинствата беше поддржан од страна на владината програма „Прва куќа“ („Prima casa“ program). Од страна на банките се применуваа построги стандарди за хипотекарните кредити. На крајот на 2012-та година над 95 % од хипотекарните кредити на домашниот хипотекарен пазар беа деноминирани во странски валути (European Mortgage Federation, 2013, p.63). Како и во претходните години, каматните стапки на хипотекарните кредити деноминирани во странска валута беа пониски од хипотекарните кредити деноминирани во домашна валута и затоа должниците ги преферираа хипотекарните кредити деноминирани во странска валута како би имале пристап до поголеми износи (European Mortgage Federation, 2013, p.63). Во однос на финансирањето, и оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од депозити и капитал од приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2013, p.63). Исто и оваа година

Романија беше единствената земја во Европската Унија во која сè уште не беше дозволено издавањето на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) и затоа се правеа напори да се подигне свеста на властите во однос на потребата за усогласување на правната и институционалната рамка со цел да се овозможи емисија на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) (European Mortgage Federation, 2013, p.63).

Во 2013-та година имаше зголемување на стапката на раст на БДП на 3,5 % и се очекуваше да продолжи позитивниот економски раст и во 2014-та година. На крајот на 2013-та година сумата на ненаплатените хипотекарни кредити изнесуваше 40,8 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 9,3 милијарди евра, што значеше 10 % повеќе во однос на 2012-та година кога изнесуваше 37,2 милијарди романски леи (Romanian New Leu – RON) или 8,4 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2014, p.55). Ненаплатените хипотекарни кредити во романски леи (Romanian New Leu – RON), иако претставуваа 8,5 % од вкупните ненаплатени хипотекарни кредити, беа зголемени за 90 % во споредба со 2012-та година, додека ненаплатените хипотекарни кредити во странска валута беа зголемени за 6 % (European Mortgage Federation, 2014, p.55). Причината на ова зголемување од 90 % беше поради одлуката на банките да го поддржуваат хипотекарното кредитирање во локална валута што следеше после одлуката на Централната банка дека програмата „Прва кука“ („Prima casa“ program) можеше да се користи само за хипотекарните кредити во романски леи (Romanian New Leu – RON) на кои се пресметуваа пониски каматни стапки (European Mortgage Federation, 2014, p.55). Просечната каматна стапка за нов хипотекарен кредит во романски леи (Romanian New Leu – RON) бележеше намалувачки тренд во текот на 2013-та година, од 8,78 % во декември 2012-та година на 6,11 % во декември 2013-та година додека просечната каматна стапка за нов хипотекарен кредит деноминиран во евра бележеше раст од 4,76 % во декември 2012-та година на 5,87 % во декември 2013-та година (European Mortgage Federation, 2014, p.55). Во однос на финансирањето, и оваа година поголем дел од хипотекарното финансирање доаѓаше од депозити од приватни финансиски институции (European Mortgage Federation, 2014, p.55). И оваа година во Романија се правеа напори да се подигне свеста на властите во однос на потребата за усогласување

на правната и институционалната рамка со цел да се овозможи емисија на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) (European Mortgage Federation, 2014, p.55).

Во 2014-та година, просечната годишна стапка на инфлација се намали на 1,4 %. Стапката на невработеност бележеше 6,8 % за разлика од 2013-та година кога изнесуваше 7,1 %. На пазарот на недвижности завладеа период на стагнација, после неколку години на значајни промени. Падот на цените на имотите за живеење почнувајќи од 2009-та година престана во 2013-та година, но повторно продолжи во првиот квартал на 2014-та година (European Mortgage Federation, 2015, p.71). Хипотекарното кредитирање остана еден од неколкуте столбови на кредитната активност во Романија, кое сè уште беше поддржано преку програмата „Прва куќа“ („Prima casa“ program). За време на кризата и после неа, делумно поради значителното намалување на вредноста на имотите и намалените каматни стапки, многу Романци одлучија да инвестираат во недвижности. Така, само во 2014-та година беа доделени 25.000 гаранции од страна на државата за програмата, со вкупен износ на финансирање од 900 милиони евра (European Mortgage Federation, 2015, p.71). Гаранциите претставуваа не повеќе од 50 % од вредноста на кредитот додека просечната вредност на кредитот во рамките на програмата „Прва куќа“ („Prima casa“ program) изнесуваше 36.000,00 евра (European Mortgage Federation, 2015, p.71). Во четвртото тримесечје од 2014-та година се забележа заживување на инвестициите во Романија од 1,4 %, што претставуваше првата позитивна бројка во изминатите две години (European Mortgage Federation, 2015, p.71). Ова се должеше на растот на новите градежни работи. На крајот на 2014-та година сумата на ненаплатените хипотекарни кредити изнесуваше 10,1 милијарди евра, што значеше 9,1 % повеќе во однос на 2013-та година кога изнесуваше 9,3 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2015, p.72). Просечната годишна каматна стапка за нов станбен хипотекарен кредит изнесуваше 4,7 % (European Mortgage Federation, 2015, p.72). Оваа година поголем дел од хипотекарните кредити беа финансирани од депозити (European Mortgage Federation, 2015, p.71). Романија иницираше чекори да се подигне свеста на властите во однос на потребата за усогласување на правната и институционалната рамка со цел да се овозможи емисија на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) со кои

би се помогнало да се соберат средства со подолг рок на доспевање и по пониски трошоци (European Mortgage Federation, 2015, p.71).

1.2. Искуството на Бугарија

Бугарскиот хипотекарен пазар почна да се развива веќе неколку години пред 2004-та година. Во 2004-та година, стапката на раст на БДП во Бугарија беше зголемена како резултат на зголемувањето на потрошувачката на домаќинствата и инвестициите во основни средства. Како што е прикажано во табелата бр. 7, стапката на невработеност беше намалена во однос на 2003-та година, додека стапката на инфлација беше зголемена во однос на претходната година и достигна 6,1 %. Бугарскиот хипотекарен пазар во 2004 година беше сè уште слабо развиен и сумата на ненаплатените хипотекарни кредити изнесуваше 509 милиони евра (European Mortgage Federation, 2005, p.93). Сепак, станбеното кредитирање доживеа извонреден раст во текот на претходните неколку години и во оваа година беше регистрирано зголемување за 149,9 % (European Mortgage Federation, 2005, p.93). Во 2004-та година, хипотекарното кредитирање го претставуваше најдинамичниот сектор на кредитниот пазар и главните причини за големиот пораст на кредити за купување на недвижности беа зголемените приходи на домаќинствата, зголемувањето на вработувањата и намалувањето на каматните стапки (European Mortgage Federation, 2005, p.93). Така, во декември 2004-та година, каматните стапки беа намалени на 10,58 % а една од причините за ова намалување беше зголемената конкуренција и желбата на банките да ја зајакнат нивната пазарна позиција (European Mortgage Federation, 2005, p.93). Сепак, каматните стапки останаа сè уште многу високи во споредба со просекот на Европската Унија (4,1%) (European Mortgage Federation, 2005, p.93).

Табела бр. 7: Макроекономски преглед на Бугарија во периодот од 2004 до 2013 година

МАКРОЕКОНОМСКИ ПРЕГЛЕД НА БУГАРИЈА				
Година	Стапка на раст на БДП	Стапка на инфлација	Стапка на невработеност	Стапка на буџетски дефицит
2004	6,6 %	6,1 %	12,1 %	1,8 %
2005	7,2 %	6,0 %	10,1 %	1,0 %
2006	6,8 %	7,4 %	9,0 %	1,8 %
2007	7,7 %	7,6 %	6,9 %	1,1 %
2008	5,6 %	12,0 %	5,6 %	1,6 %
2009	-4,2 %	2,5 %	6,8 %	-4,1 %
2010	0,1 %	3,0 %	10,3 %	-3,2 %
2011	1,6 %	3,4 %	11,3 %	-2,0 %
2012	0,2 %	2,4 %	12,3 %	-0,3 %
2013	1,3 %	0,4%	13,0 %	-0,4 %
2014	1,5 %	-1,6 %	11,4 %	-5,4 %

Извор: Eurostat

Во 2005-та година, како што е прикажано во табелата бр. 7, стапката на невработеност беше намалена во однос на 2004-та година и достигна 10,1 %, додека стапката на инфлација сè уште беше висока во споредба со европските стандарди, а главни причинители за тоа беа цените на прехранбените производи. Оваа година сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити изнесуваше 1 милијарда евра со што вкупното станбено кредитирање забележа раст од 97 %, кој беше еден од највисоките стапки на раст за 2005 година во однос на останатите анализирани земји (European Mortgage Federation, 2006, p.97). Учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше само 4,7 % во 2005-та година (European Mortgage Federation, 2006, p.97). Рокот на доспевање на кредитите беше продолжен до 25 години, додека хипотекарните каматни стапки бележеа пад достигнувајќи 6,9 % што сепак беше високо во споредба со просекот на Европската Унија (3,91 %) (European Mortgage Federation, 2006, pp.97-98). Во однос на финансирањето, во поголемиот дел се базираше на финансирање од депозитите, иако се издаваа и хипотекарни обврзници (European Mortgage Federation, 2006, p.97).

Во 2006-та година, бугарската економија продолжи да бележи висок раст. Растот на БДП беше поттикнат од силната домашна побарувачка и инвестициите во основни средства. Друга позитивна промена беше намалувањето на стапката на невработеност од 10,1 % во 2005-та година на 9 % во 2006-та година. Од друга страна пак, стапката на инфлација остана висока според европските стандарди и покажа раст од 6 % во 2005-та година на 7,4 % во 2006-та година. Иако сумата на ненаплатените хипотекарни кредити достигна 1,7 милијарди евра во 2006-та година (од 1 милијарда евра во 2005-та година) и хипотекарните кредити останаа најбрзо развојниот сегмент од кредитниот пазар, стапката на раст на ненаплатените станбени хипотекарни кредити беше намалена од 97,2 % во 2005-та година на 73,5 % во 2006-та година (European Mortgage Federation, 2007, p.43). Учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше само 7 % во 2006-та година (European Mortgage Federation, 2007, p.44). Хипотекарните каматни стапки бележеа раст во текот на 2006-та година, од 6,7 % во јануари на 8,5 % во декември 2006-та година (European Mortgage Federation, 2007, p.43).

Во 2007-та година во Бугарија, веќе официјално како земја членка на Европската Унија (1.1.2007), имаше мало зголемување на стапката на инфлација од 7,4 % во 2006-та година на 7,6 % во 2007-та година. Стапката на невработеност се намали и достигна 6,9 %. Оваа година сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити достигна рекордно високо ниво од 2,9 милијарди евра што кореспондираше со стапка на раст од 64,47 % во однос на претходната година и претставуваше втора највисока годишна стапка на раст во однос на останатите 27 анализирани земји на Европската Унија (European Mortgage Federation, 2008, p.21). Цените на недвижностите во Бугарија беа зголемени за 23,2 % во период од една година и оваа година беше четвртата по ред кога цените на недвижностите беа зголемени за повеќе од 10 % (European Mortgage Federation, 2008, p.21). Учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше само 9,9 % во 2007-та година (European Mortgage Federation, 2008, p.21). Хипотекарните каматни стапки бележеа раст достигнувајќи 10,4 % што сепак беше високо во споредба со просекот на Европската Унија (5,1 %) (European Mortgage Federation, 2008, p.21).

Во 2008-та година, глобалната финансиска криза влијаеше на националниот финансиски систем во втората половина на годината. Кредитирањето беше значително забавено во последните два квартала од 2008-та година. Цените на недвижностите во Бугарија останаа на високо ниво како и претходните години. Во четвртиот квартал од 2008-та година цените на недвижностите почнаа да се намалуваат, притоа бележејќи пад од 4,1 % во однос на третиот квартал од 2008-та година (European Mortgage Federation, 2009, p.21). Додека хипотекарното кредитирање продолжи да се зголемува во текот на 2008-та година достигнувајќи износ на ненаплатени станбени хипотекарни кредити од 4 милијарди евра, стапката на раст на ненаплатените станбени хипотекарни кредити беше пониска од претходните две години кога порасна за 73,5 % во 2006-та година и 64,4 % во 2007-та година (European Mortgage Federation, 2009, p.21). Оваа година учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше 11,6 % (European Mortgage Federation, 2009, p.21). Овој процент беше релативно мал во споредба со другите земји од Европската Унија. Во однос на финансирањето, во поголемиот дел се базираше на финансирање од депозитите, иако се издаваа и хипотекарни обврзници (European Mortgage Federation, 2009, p.21). Иако Бугарија ја усвои правната рамка за обврзници обезбедени со имот уште во 1999-та година, сепак нивниот износ беше сè уште многу мал во споредба со земјите од Европската Унија (European Mortgage Federation, 2009, p.21).

Во 2009-та година, бугарската економија беше силно погодена од глобалната макроекономска и финансиска криза. Стапката на раст на БДП бележеше голем пад и бугарската економија беше во рецесија оваа година после шест последователни години кога економскиот раст надминуваше 5 % (European Mortgage Federation, 2010, p.28). Стапката на невработеност се зголеми од 5,6 % во 2008-та година на 6,8 % во 2009-та година. Стапката на инфлација, која беше постојано над 6 % во последните три години, имаше пад и беше регистрирана стапка од 2,5 % во споредба со 12 % во 2008-та година. Станбениот пазар ја доживеа својата прва сериозна рецесија и националниот просек на цените на куќите падна за 21,4 % (European Mortgage Federation, 2010, p.28). Учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше 12,6 % оваа година додека сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити достигна износ од 4,3

милијарди евра (European Mortgage Federation, 2010, p.28). Хипотекарните каматни стапки на кредитите деноминирани во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) беа намалени од 10,23 % во декември 2008-та година на 9,72 % во декември 2009-та година што сепак беше високо во споредба со просекот на Европската Унија (2,71 %) (European Mortgage Federation, 2010, p.28).

Во 2010-та година, економската состојба на земјава многу малку се подобри што се гледаше од стапката на раст на БДП. Во 2009-та година, пазарот на работна сила не беше значајно погоден од економската рецесија, но како резултат на пролонгираната економска криза за време на 2010-та година, стапката на невработеност речиси двојно беше зголемена од нивото во 2008-та година кога изнесуваше 5,6 % достигнувајќи 10,3 % во 2010-та година. Стапката на инфлација беше зголемена од 2,5 % во 2009-та година на 3 % во 2010-та година. На страната на побарувачката, цените на куќите продолжија со нивното опаѓање бележејќи годишен пад од 10,1 % (European Mortgage Federation, 2011, p.25). Учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше 12,4 % оваа година додека сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити достигна износ од 4,5 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2011, p.25). Оваа година обемот на ненаплатените станбени хипотекарни кредити забележа уште еден умерен раст од 3,8 % после растот од 8,4 % во 2009-та година (European Mortgage Federation, 2011, p.25). Хипотекарните каматни стапки на кредитите деноминирани во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) беа намалени од 9,72 % во декември 2009-та година на 8,34 % во декември 2010-та година што сепак беа високи во споредба со просекот на Европската Унија (2,78 %), додека хипотекарните каматни стапки на кредитите деноминирани во евра беа намалени од 8,72 % на 7,88 % во текот на истиот период (European Mortgage Federation, 2011, p.25).

И покрај неповолните економски услови во Европската Унија во 2011-та година, бугарската економија доживеа позитивен раст на БДП. Условите на пазарот на работна сила беа влошени, па така стапката на невработеност беше зголемена од 10,3 % во 2010-та година на 11,3 % во 2011-та година. Просечната годишна стапка на инфлација беше зголемена од 3 % во 2010-та година на 3,4 % во 2011-та година. Оваа година стапката на буџетскиот дефицит изнесуваше 2 %

што беше 1,2 % пониска од стапката на буџетскиот дефицит во 2010-та година. Условите на пазарот на недвижности продолжија да се влошуваат. Цените на куќите продолжија со нивното намалување трета година по ред бележејќи помал годишен пад од 6,1 % во 2011-та година во споредба со годишниот пад од 10,1 % во претходната година (European Mortgage Federation, 2012, p.30). Учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше 11,7 % оваа година додека сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити достигна износ од 4,5 милијарди евра што значеше скроман раст од 1,1 % во однос на претходната година (European Mortgage Federation, 2012, p.30). Хипотекарните каматни стапки на кредитите деноминирани во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) беа намалени од 8,34 % во декември 2010-та година на 8,1 % во декември 2011-та година што сепак беше високо во споредба со просекот на Европската Унија (3,49 %) (European Mortgage Federation, 2012, p.30).

Во 2012-та година, стапката на невработеност беше зголемена од 11,3 % во 2011-та година на 12,3 % додека стапката на инфлација беше намалена од 3,4 % во 2011-та година на 2,4 %. Цените на куќите продолжија со нивното намалување четврта година по ред бележејќи помал годишен пад од 2,7 % во 2012-та година во споредба со годишниот пад од 6,1 % во претходната година (European Mortgage Federation, 2013, p.34). Просечните хипотекарни каматни стапки на кредитите деноминирани во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) беа пониски за првпат после повеќе од шест години од просечните хипотекарни каматни стапки на кредитите деноминирани во евра (European Mortgage Federation, 2013, p.34). Така, реалните трошоци за првпат беа повисоки за кредитите деноминирани во евра во споредба со кредитите деноминирани во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN). И покрај тоа, хипотекарните кредити деноминирани во евра беа сè уште повеќе барани во однос на хипотекарните кредити деноминирани во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) бидејќи 59 % од новите кредити во 2012-та година беа во евра, 40,9 во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) и 0,1 % во американски долари (European Mortgage Federation, 2013, p.34). Сепак, во 2012-та година, учеството на новите кредити во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) беше највисоко во споредба со претходните четири години (20,2 % во 2011, 23,3 % во 2010, 29,7 % во 2009 и 34,3 % во 2008-та година) (European Mortgage Federation, 2013, p.34). Во однос

на ненаплатените станбени хипотекарни кредити, оваа година 39,7 % беа во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN), 60,2 % во евра и 0,04 % во американски долари во споредба со 2011-та година кога 40,6 % беа во бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN), 59,4 % во евра и 0,05 % во американски долари (European Mortgage Federation, 2013, p.34).

Во 2013-та година, Бугарија имаше еден од најниските буџетски дефицити во Европа. Сепак, стапката на невработеност се зголеми од 12,3 % во 2012-та година на 13 % додека стапката на инфлација имаше остар пад од 2,4 % во 2012-та година на 0,4 % што беше 1,1 % пониска од просекот на Европската Унија. Цените на куќите продолжија со нивниот пад петта година по ред бележејќи помал годишен пад од 1,8 % во 2013-та година во споредба со годишниот пад од 2,7 % во претходната година (European Mortgage Federation, 2014, p.26). Каматните стапки на хипотекарните кредити продолжија да се намалуваат достигнувајќи 6,9 % (European Mortgage Federation, 2014, p.26). Бугарските хипотекарни каматни стапки претставуваа втори највисоки во Европската Унија по Унгарија, што значеше дека сè уште имаше простор за дополнително затегнување на каматните стапки од страна на кредиторите за да се стимулира хипотекарното кредитирање доколку тоа беше потребно (European Mortgage Federation, 2014, p.26). Оваа година бугарскиот станбен пазар се опоравуваше полека. Сепак, имаше зголемување на бројот на нови хипотекарни кредити во споредба со претходните години врз основа на законските подобрувања на условите на кредитирање и кредитната достапност (European Mortgage Federation, 2014, p.26). Оваа година вкупната сума на издадени станбени хипотекарни кредити беше зголемена (+6 %) во споредба со претходната година (-8,6 %) (European Mortgage Federation, 2014, p.26). Од друга страна, ненаплатените станбени хипотекарни кредити продолжија да бележат пад петта година по ред и тоа со малку побрзо темпо отколку во 2012-та година (European Mortgage Federation, 2014, p.26). Законот за хипотекарни обврзници од 2000-та година обезбедуваше правна основа за условите и постапките при издавањето и откупот на хипотекарните обврзници (European Mortgage Federation, 2014, p.26). Во Бугарија, по донесувањето на законските правила, имаше вкупно 28 емисии на хипотекарни обврзници без нови емисии во 2013-та година (European Mortgage Federation, 2014, p.26). На крајот на 2013-та година беше проценето

дека износот на ненаплатени хипотекарни обврзници изнесуваше 15 милиони евра (European Mortgage Federation, 2014, p.26).

Во 2014-та година, Бугарија се соочи со една тешка и полна со предизвици година. Сепак, бугарската економија продолжуваше да расте на товар на домашната побарувачка. Од средината на 2013-та година преовладуваше дефлаторен тренд кој продолжи во 2014-та година (-1,6 %). Оваа година стапката на невработеност бележеше пад достигнувајќи 11,4 % во споредба со 13 % во 2013-та година. Цените на куќите оваа година првпат забележаа раст од 2,8 % после пет години последователен пад (European Mortgage Federation, 2015, p.28). Каматните стапки на новите хипотекарни станбени кредити продолжија да се намалуваат достигнувајќи годишен просек од 6,7 % (European Mortgage Federation, 2015, p.28). Учеството на хипотекарните кредити во БДП изнесуваше 11,18 % во 2014-та година додека сумата на ненаплатените станбени хипотекарни кредити беше намалена за 1,4 % и достигна износ од 8,7 милијарди бугарски левови (Bulgarian Lev-BGN) или 4,4 милијарди евра во февруари 2015-та година (European Mortgage Federation, 2015, p.28). Во 2014-та година беше издадена една хипотекарна обврзница. Обемот на издадени хипотекарни обврзници изнесуваше вкупно 273,3 милиони евра од страна на 11 емисиони банки (European Mortgage Federation, 2015, p.28). На 31.12.2014 година, износот на ненаплатени хипотекарни обврзници изнесуваше 5 милиони евра (European Mortgage Federation, 2015, p.28).

1.3. Искуството на Хрватска

На крајот на 2004-та година, банките во Хрватска доделија кредити во износ од 8,31 милијарди евра на секторот на домаќинствата од кои 32,8 % беа станбени хипотекарни кредити (European Mortgage Federation, 2005, p.95). Во 2002-та година овој процент беше 28,7 %, додека во 2003-та година порасна на 30,7 % (European Mortgage Federation, 2005, p.95). Намалувањето на каматните стапки и продолжувањето на периодот на отплата имаше многу позитивни ефекти врз

хипотекарниот пазар во Хрватска. Така, во 2004-та година беа достапни станбените хипотекарни кредити со променливи каматни стапки кои се движеа од 4,1 % до 8,4 % годишно и со период на отплата од 20 до 30 години (European Mortgage Federation, 2005, p.95). Во однос на финансирањето, станбените хипотекарни кредити заедно со поголемиот дел од банкарското кредитирање во Хрватска беа речиси целосно финансирани од депозитите (67,4 % од вкупните обврски во 2004 година) (European Mortgage Federation, 2005, p.95). Банките во Хрватска не емитуваа хипотекарни обврзници, што беше честа појава во земјите на Европската Унија и паричните средства собрани преку должничките хартии од вредност беа занемарливи (1,5 % од обврските на банките во 2004-та година) (European Mortgage Federation, 2005, p.95). Станбените кредити беа исто така нудени од страна на станбените штедилници кои беа хрватски модел на германската Bausparkasse. Имено, станбените штедилници (Bausparkassen) се всушност финансиски институции кои нудат банкарски и други финансиски услуги на нивните членови (Investopedia, n.d.). На крајот на 2004-та година, станбените хипотекарни кредити на станбените штедилници (Bausparkassen) изнесуваа 1,7 % од станбените хипотекарни кредити на банките во Хрватска (European Mortgage Federation, 2005, p.96). Учеството на хипотекарните кредити во БДП изнесуваше само 10,3 % во 2004-та година (European Mortgage Federation, 2005, p.96). Оваа година сè уште не постоеше организиран секундарен хипотекарен пазар. Хрватската влада одигра активна и важна улога во изградбата на станбените објекти и нивното финансирање (European Mortgage Federation, 2005, p.96):

- Каматните стапки платени за станбените хипотекарни кредити на банките и станбените штедилници беа признати како даночни олеснувања во оданочувањето на годишниот приход до износ од 12.000,00 хрватски куни.
- Преку различни програми за обновување беа изградени или обновени повеќе од 100.000 станови и куќи до крајот на 2004-та година. Така, околу 40 % од нив беа изградени или обновени со неповратни парични средства, додека останатите 60 % беа финансирани преку различни модели на субвенционирани кредити.

Во 2005-та година, банкарските станбени кредити сочинуваа 98 % од сите станбени кредити одобрени во Хрватска, додека останатите 2 % беа станбени кредити одобрени од станбените штедилници (European Mortgage Federation, 2006, pp.99-100). Беа одобрени нови станбени кредити во износ од 1,1 милијарди евра, со што вкупната вредност на ненаплатените станбени хипотекарни кредити изнесуваше 3,8 милијарди евра или 36 % од вкупните кредити доделени на секторот на домаќинствата на крајот на 2004 година (European Mortgage Federation, 2006, p.99). Сепак, покрај нивното значајно зголемување, процентот на станбените хипотекарни кредити од вкупните кредити доделени на секторот домаќинства беше сè уште низок во споредба со процентот во развиените финансиски системи, САД и другите земји (European Mortgage Federation, 2006, p.99). За разлика од почетокот на 2002-та година кога каматните стапки на станбените кредити беа во просек 8,8 %, во текот на 2005-та година тие се движеа од 5,0 % до 5,71 % покажувајќи тренд на опаѓање (European Mortgage Federation, 2006, p.99). Оваа година исто така периодот на отплата на овие кредити беше продолжен (European Mortgage Federation, 2006, p.99). Во однос на финансирањето, станбените хипотекарни кредити заедно со вкупната кредитна активност на банките во Хрватска беа речиси целосно финансирани од депозитите (65,9 % од вкупните обврски во 2005 година) (European Mortgage Federation, 2006, p.99). Како и во 2004-та година, банките во Хрватска не емитуваа хипотекарни обврзници, што беше честа појава во земјите на Европската Унија и паричните средства собрани преку должничките хартии од вредност беа занемарливи (1,3 % од обврските на банките во 2004-та година) (European Mortgage Federation, 2006, pp.99-100). Во 2005-та година, во Хрватска имаше пет станбени штедилници (Bausparkassen) кои имаа корист од владината финансиска поддршка за разлика од 2004-та година кога беа четири (European Mortgage Federation, 2006, p.100). Учеството на хипотекарните кредити во БДП изнесуваше само 12,7 % во 2005-та година (European Mortgage Federation, 2006, p.101). Оваа година сè уште не постоеше организиран секундарен хипотекарен пазар. Како и во 2004-та, така и во наредната година хрватската влада одигра активна и важна улога во изградбата на станбените објекти и нивното финансирање. Така, во 2003-та година даночните олеснувања изнесуваа околу 81 милиони евра, 104 милиони евра во 2004-та година и 102 милиони евра во 2005-та година (European Mortgage Federation, 2006, p.100).

Во 2006-та година продолжија позитивните трендови кои беа забележани во хрватската економија во претходните неколку години. Годишната стапка на раст на БДП изнесуваше 4,8 % во споредба со 4,2 % во 2005-та година. Исто така, како што е прикажано во табелата бр. 8, оваа година стапката на буџетскиот дефицит бележеше пад од 3,9 % во 2005-та година на 3,4 %, стапката на невработеност се намали од 13 % на 11,6 % додека стапката на инфлација забележа раст од 3 % на 3,3 %. Учеството на станбените хипотекарни кредити во БДП изнесуваше само 15,3 % во 2006-та година (European Mortgage Federation, 2007, p.104). Оваа година вкупната вредност на станбените кредити изнесуваше 5,2 милијарди евра. Станбените кредити претставуваа 39,5 % од вкупните кредити одобрени на секторот домаќинства (36 % во 2005-та година) или 19,5 % од вкупното банкарско кредитно портфолио (17,9 % во 2005-та година) (European Mortgage Federation, 2007, p.104). Во 2006-та година продолжи опаѓачкиот тренд на просечните каматни стапки на станбените кредити и на крајот на 2005-та година просечната каматна стапка изнесуваше 4,91 % во споредба со 4,75 % на крајот на 2006-та година (European Mortgage Federation, 2007, p.104). Во однос на изворите на финансирањето, сè уште поголемиот дел се базираше на финансирање од депозитите на банките и станбените штедилници. Депозитите претставуваа 66,6 % од вкупната банкарска пасива и 94,3 % од вкупната пасива на станбените штедилници, додека должничките хартии од вредност имаа само симболично значење, претставувајќи само 1,2 % од вкупната банкарска пасива и помалку од 1 % од вкупната пасива на станбените штедилници (European Mortgage Federation, 2007, p.104).

Табела бр. 8: Макроекономски преглед на Хрватска во периодот од 2004 до 2014 година

МАКРОЕКОНОМСКИ ПРЕГЛЕД НА ХРВАТСКА				
Година	Стапка на раст на БДП	Стапка на инфлација	Стапка на невработеност	Стапка на буџетски дефицит
2004	4,1 %	2,1 %	13,9 %	-5,2 %
2005	4,2 %	3,0 %	13,0 %	-3,9 %
2006	4,8 %	3,3 %	11,6 %	-3,4 %
2007	5,2 %	2,7 %	9,9 %	-2,4 %
2008	2,1 %	5,8 %	8,6 %	-2,8 %
2009	-7,4 %	2,2 %	9,2 %	-6,0 %
2010	-1,7 %	1,1 %	11,7 %	-6,2 %
2011	-0,3 %	2,2 %	13,7 %	-7,8 %
2012	-2,2 %	3,4 %	16,0 %	-5,3 %
2013	-1,1 %	2,3 %	17,3 %	-5,3 %
2014	-0,4 %	0,2 %	17,3 %	-5,5 %

Извор: Eurostat

Во годините помеѓу 2007-та година и 2011-та година, Хрватска како и останатите земји од Европа беше погодена од глобалната макроекономска и финансиска криза. Во 2009-та година, достигна највисок негативен раст од 7,4 % на БДП. Стапката на инфлација беше највисока во 2008-та година достигнувајќи 5,8 % додека од 2008-та година па натаму, стапката на невработеност бележеше континуиран нагорен тренд. Стапката на буџетскиот дефицит беше највисока во 2011-та година. Во 2012-та година, хрватската економија беше заглавена во стагфлација, со економска рецесија, растечка невработеност и повисока инфлација. Оваа година беше забележан пад на цените на куќите од 4,8 % што беше поголем од падот од 1,1 % во 2011-та година (European Mortgage Federation, 2013, p.74). Во периодот помеѓу јули 2012-та година и април 2013-та година, на месечно последователно ниво, беше регистрирано намалување на ненаплатените станбени хипотекарни кредити (European Mortgage Federation, 2013, p.74). Така, на крајот на првиот квартал од 2013-та година, износот на ненаплатените станбени хипотекарни кредити се намали за 0,7 % во споредба со намалувањето од 1,2 % во четвртиот квартал од 2012-та година и 1,9 % во третиот квартал од 2012-та година (European Mortgage Federation, 2013, p.74). Главната причина за овие последователни намалувања

беше комбинацијата на економската рецесија и прилично стабилните хипотекарни каматни стапки (European Mortgage Federation, 2013, p.74). Изразено во евра, износот на ненаплатените станбени хипотекарни кредити во 2012-та година изнесуваше 14,2 милијарди евра во споредба со 14,5 милијарди евра во 2011-та година (European Mortgage Federation, 2013, p.74). Хипотекарната каматна стапка изнесуваше 5,31 % во 2012-та година во споредба со таа од 2011-та година кога изнесуваше 5,48 % (European Mortgage Federation, 2013, p.74).

Во 2013-та година во Хрватска, веќе официјално како земја членка на Европската Унија (1.7.2013), продолжија негативните трендови забележани во хрватската економија во претходните неколку години. Стапката на раст на БДП беше -1,1 % во споредба со -2,2 % во 2012-та година. Стапката на невработеност се зголеми од 16 % во 2012-та година на 17,3 % во 2013-та година додека стапката на инфлација покажа надолан тренд достигнувајќи 2,3 % во споредба со 3,4 % во 2012-та година. Падот на цените на куќите продолжи и во 2013-та година. Оваа година беше регистриран пад на цените на куќите од 16,5 % во споредба со падот на цените од 4,8 % во претходната година (European Mortgage Federation, 2014, p.27). Оваа година комерцијалните банки сè уште играа доминантна улога во станбеното кредитирање. Така, банкарските станбени кредити во 2013-та година сочинуваа речиси 94,5 % од сите одобрени станбени кредити во Хрватска (European Mortgage Federation, 2014, p.27). Ненаплатените станбени кредити одобрени од страна на банките изнесуваа 8,05 милијарди евра во 2013-та година, што претставуваше пад од 3 % во споредба со 2012-та година кога изнесуваа 8,3 милијарди евра. Оваа година станбените кредити во Хрватска претставуваа 50 % од вкупните кредити одобрени на секторот домаќинства (50,1 % во 2012-та година) или 14,6 % од вкупното банкарско кредитно портфолио (15,1 % во 2012-та година) (European Mortgage Federation, 2014, p.27). Во 2013-та година продолжуваше трендот на опаѓање на просечните каматни стапки на станбените кредити. На крајот на 2012-та година, просечната каматна стапка на станбените кредити деноминирани во странска валута беше 5,22 % во споредба со 5,12 % на крајот на 2013-та година (European Mortgage Federation, 2014, p.27). Станбените штедилници, кои беа воведени во хрватскиот финансиски пазар во 1998-та година, учествуваа со само 5,5 % од вкупно одобрените станбени

кредити (European Mortgage Federation, 2014, p.27). Во однос на изворите на финансирањето, сè уште поголемиот дел се базираше на финансирање од депозитите на банките и станбените штедилници. На крајот на 2013-та година, 84 % од структурата на финансирањето во Хрватска беше од депозити, 14 % од кредити и 2 % од други извори (European Mortgage Federation, 2014, p.27). Приближно 20 % од кредитите и депозитите беа финансирани преку странски матични банки (European Mortgage Federation, 2014, p.27).

Во 2014-та година продолжи негативниот тренд од претходните неколку години. Годишната стапка на раст на БДП изнесуваше -0,4 % во споредба со -1,1 % во 2013-та година. Стапката на инфлација беше намалена од 2,3 % во 2013-та година на 0,2 % оваа година. Стапката на невработеност остана иста како и претходната година. Како и во претходните неколку години, така и оваа година најголемиот проблем на хрватскиот станбен пазар беше недостатокот на ликвидноста особено во помалку развиените и рурални области (European Mortgage Federation, 2015, p.30). Оваа година комерцијалните банки сè уште играа доминантна улога во станбеното кредитирање. Така, банкарските станбени кредити во 2014-та година сочинуваа речиси 94 % од сите одобрени станбени кредити во Хрватска (European Mortgage Federation, 2015, p.30). Ненаплатените станбени кредити одобрени од страна на банките изнесуваа 7,9 милијарди евра во 2014-та година, што претставуваше пад од 1,8 % во споредба со 2013-та година кога изнесуваа 8,05 милијарди евра (European Mortgage Federation, 2015, p.30). Оваа година станбените кредити во Хрватска претставуваа 50 % од вкупните кредити одобрени на секторот домаќинства или 15,1 % од вкупното банкарско кредитно портфолио (14,6 % во 2013-та година) (European Mortgage Federation, 2015, p.30). Во 2014-та година продолжи трендот на опаѓање на просечните каматни стапки на станбените кредити. На крајот на 2013-та година, просечната каматна стапка на станбените кредити во хрватски куни или деноминирани во странска валута беше 5,12 % во споредба со 4,88 % на крајот на 2014-та година (European Mortgage Federation, 2015, p.30). Повеќето комерцијални банки нудеа станбени кредити со рок на достасување до 30 години (European Mortgage Federation, 2015, p.30). Станбените штедилници, кои беа воведени во хрватскиот финансиски пазар во 1998-та година, учествуваа само со околу 6 % од вкупно одобрените станбени кредити (European Mortgage

Federation, 2015, p.30). Во однос на изворите на финансирањето, сè уште поголемиот дел се базираше на финансирање од депозитите на банките и станбените штедилници. На крајот на 2014-та година, 86 % од структурата на финансирањето во Хрватска беше од депозити, 12,5 % од кредити и 1,5 % од други извори (European Mortgage Federation, 2015, p.30). Приближно 16 % од кредитите и депозитите беа финансирани преку странски матични банки (European Mortgage Federation, 2015, p.30).

2. Расправа околу предлозите за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји

Според Ханс Јоаким Дубел (Hans-Joachim Dübel), во однос на примарниот хипотекарен пазар како еден од основните столбови на хипотекарниот пазар, „интервенцијата на регулаторите видена во делот на регулацијата на примарниот пазар заедно со недостатокот на фискална поддршка да се промени од корен ризичната средина бара прилагодувања во финансирањето и стратегијата на управувањето со ризикот на банките. Многу од банките беа во потешкотии и парите им беа повлечени. Ова особено важи за анализираните земји како Хрватска, Србија, Унгарија и во помала мера Романија“ (Dübel, 2014, pp.12-13). Според Ханс Јоаким Дубел (Hans-Joachim Dübel), „особено проблематични за кредиторите претставуваат интервенциите направени отпосле во дизајнот на хипотекарниот продукт и ценовните механизми, кои беа популарни во кредитното портфолио во швајцарски франци. Таквите интервенции, сепак, се резултат на недоволното внимание посветено на дизајнот на хипотекарниот производ и формирањето на цените однапред. Регулаторите наместо да ја исполнат оваа задача претпочитаат рационализирање преку претерани барања во однос на приходите и капиталот на заемобарателот што изгледа неодржливо“ (Dübel, 2014, pp.12-13). Понатаму Ханс Јоаким Дубел (Hans-Joachim Dübel) потенцира дека „регулацијата на примарниот пазар и фискалната поддршка се сè уште главно државна задача, на која дијалогот меѓу регулаторите и помеѓу регулаторите и меѓународните

организации како ЕБРД (European Bank for Reconstruction and Development - EBRD) би можел да придонесе да се разгледаат најдобрите меѓународни практики. Европската директива за хипотекарни кредити (Credit Agreements Relating to Residential Property – CARRP) ќе обезбеди само ограничена дополнителна насока во однос на веќе постоечките закони на Европската Унија кои во голем дел се имплементирани и имаат мал ефект врз дизајнот на хипотекарниот продукт и неговата гаранција. Специфични предложени сфери за понатамошен политички дијалог врз база на студијата на ЕБРД (European Bank for Reconstruction and Development - EBRD) би биле:

- Регулирање на примарниот пазар: закон за заштита на потрошувачот (регулирање на производот, гаранција/тестови за достапност), принудна продажба на недвижностите под хипотека/реструктурирање и развој на законот за несолвентност на потрошувачот.
- Опциите за фискална поддршка на хипотекарниот продукт со преференцијали за намалување на иницијалниот товар на хипотекарните продукти во локална валута и доколку е потребно дизајнирање на хипотекарни продукти заштитени од инфлација. Во однос на продуктите во странска валута, развојот на механизмите за заштита (на пример, износот на дозволената горна граница на негативната амортизација) би требало да претставува приоритет. Тековните субвенции би требало да бидат фискално рационализирани (ограничувања на условните одговорности), рефокусирани на продуктите во локална валута и насочени кон редуцирање на ризикот (на пример, преку поддршка на создавањето капитал на должникот).
- Инфраструктурата на примарниот пазар, со фокус на цените на куќите и создавањето на индекс на наем, како и подобрување на стандардите за кредитирање поточно, вреднувањето на колатералот“ (Dübel, 2014, pp.12-13).

Според Ханс Јоаким Дубел (Hans-Joachim Dübel), „регулацијата на секундарниот хипотекарен пазар како еден од основните столбови на хипотекарниот пазар треба да претставува следна фаза. Можните исклучоци во

тоа се Полска, каде прописите на примарниот пазар се понапредни и каде пазарот на обврзниците обезбедени со имот не заживува, и Романија, со тековната дискусија за реформа на обврзниците обезбедени со имот. За земјите членки на Европската Унија, вклучувајќи ги земјите од Западна Европа, законите за обврзниците обезбедени со имот би требало да се разгледаат повторно за да бидат во согласност со новата резолуција на Европската централна банка и правната рамка за осигурување на депозитите. Понатаму, со цел да се одговори на сериозниот недостаток на станови за изнајмување, потребни се поголеми напори во политиката за градење на станови на национално и локално ниво. За таа цел, јавните инвестиции и капацитетот за позајмување во регионот треба да зајакнат, на пример, во соработка со меѓународни банки за развој. Креаторите на политиката на регионално ниво и нивниот поддржувач на европско и меѓународно ниво треба да разберат дека доволно разновиден и здрав сектор за домување претставува централен столб за стабилноста на финансискиот сектор и економскиот просперитет“ (Dübel, 2014, pp.12-13).

Во Романија, највообичаен начин на финансирање на хипотекарното кредитирање е од депозитите. Исто така, објавените регулативи во врска со емисиите на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) ја утврдуваат рамката за пристап до долгорочно финансирање и по пониски трошоци (European Mortgage Federation, 2015, p.73).

Во однос на финансирањето, за разлика од Романија и Хрватска, во Бугарија веќе имало емисија на хипотекарни обврзници. Финансирањето на хипотекарните кредити се базира во поголем дел од депозитите. Иако имало емисии на хипотекарни обврзници, тие не се користат како примарен извор на финансирање од страна на банките иако ова се менува и емисиите на хипотекарните обврзници сè повеќе се во конкуренција со финансирањето од депозитите (European Mortgage Federation, 2015, p.29).

Во Хрватска, највообичаен начин на финансирање на хипотекарното кредитирање е од депозитите. Сепак, во Хрватска има потенцијал за финансирање на станбените кредити преку емисија на хипотекарни обврзници. Имено, д-р Бранка Јуричевиќ направи груба проценка на инвестицискиот

потенцијал во хипотекарни обврзници од страна на најголемите домашни институционални инвеститори во согласност со тековните инвестициски лимити т.е. законските ограничувања. Така, како што е прикажано во табелата бр. 9, според д-р Бранка Јуричевиќ проценетиот максимален инвестициски потенцијал во хипотекарни обврзници изнесуваше помеѓу 6,6 милијарди евра и 12 милијарди евра. Доколку овој износ се спореди со вредноста на ненаплатените станбени кредити кон крајот на 2013-та година (8,05 милијарди евра), значителен дел од станбените кредити потенцијално би можел да биде рефинансиран преку емисија на обезбедени обврзници.

Табела бр. 9: Проценка на инвестицискиот потенцијал во хипотекарни обврзници на најголемите домашни институционални инвеститори во Република Хрватска

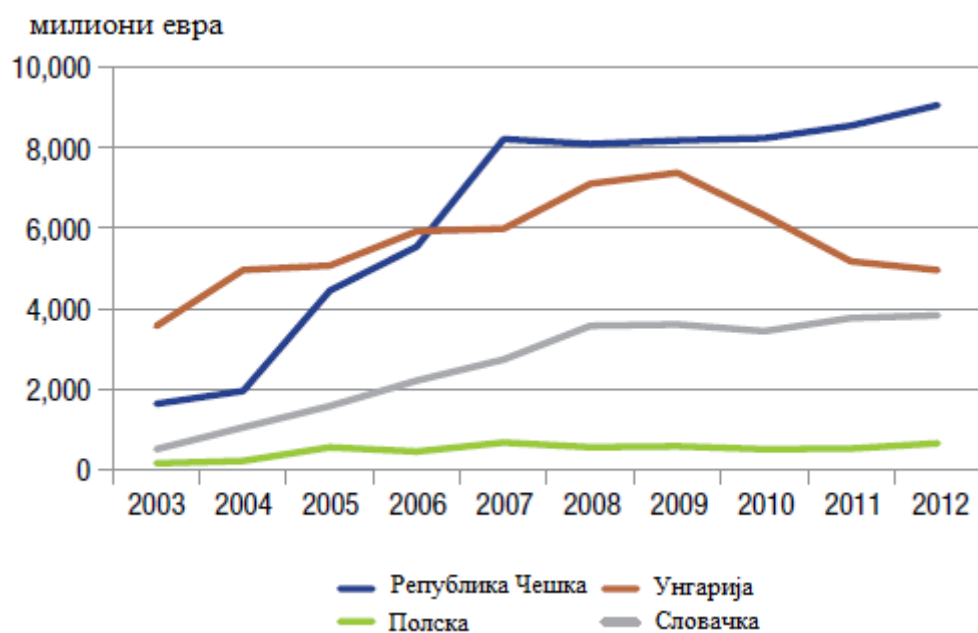
Инвеститори	Инвестиционен потенцијал, во милијарди евра
Кредитни институции	До 1,9
Пензиски фондови	До 2 (6,7*)
Осигурителни компании	До 0,9 (1,7*)
Инвестициски фондови	До 1,8
Вкупно	До 6,6 (12*)

Извор: Jurčević (2014, p.18)

Според д-р Бранка Јуричевиќ, резултатот од анализата на примери од некои од поранешните социјалистички земји, кои веќе ги користат обврзниците со покрите на хипотека за станбено кредитирање (Унгарија, Чешката Република, Полска и Словачка), ги потврди придобивките на оваа практика (Jurčević, 2014, p.19). Така, вкупната емисија на обврзниците со покрите на хипотека и вкупните ненаплатени обврзници со покрите на хипотека во Полска и Словачка, во периодот после почетокот на последната финансиска криза го задржа континуитетот како и во периодот пред кризата (види графикон бр. 27/ графикон бр. 28) (Jurčević, 2014, p.19). Во периодот после 2003-та година, како

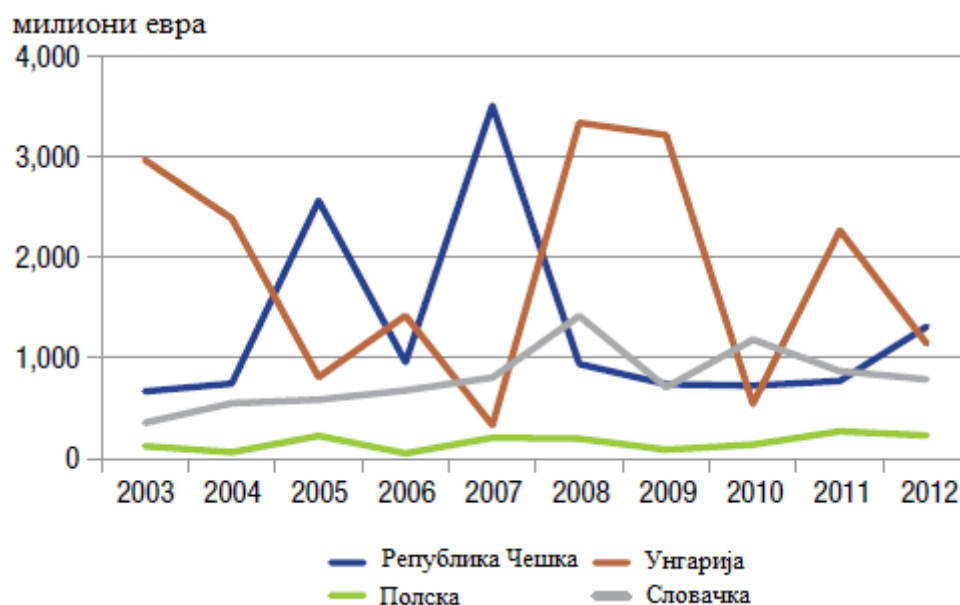
што е прикажано на графиконот бр. 27, износот на вкупните ненаплатени обврзници со покрите на хипотека во Унгарија и Чешката Република значително се зголеми, но во периодот после почетокот на кризата овој тренд премина во состојба на стагнација и намалување (Jurčević, 2014, p.19).

Графикон бр. 27: Вкупно ненаплатени обврзници со покрите на хипотека (во милиони евра)



Извор: Jurčević (2014, p.20)

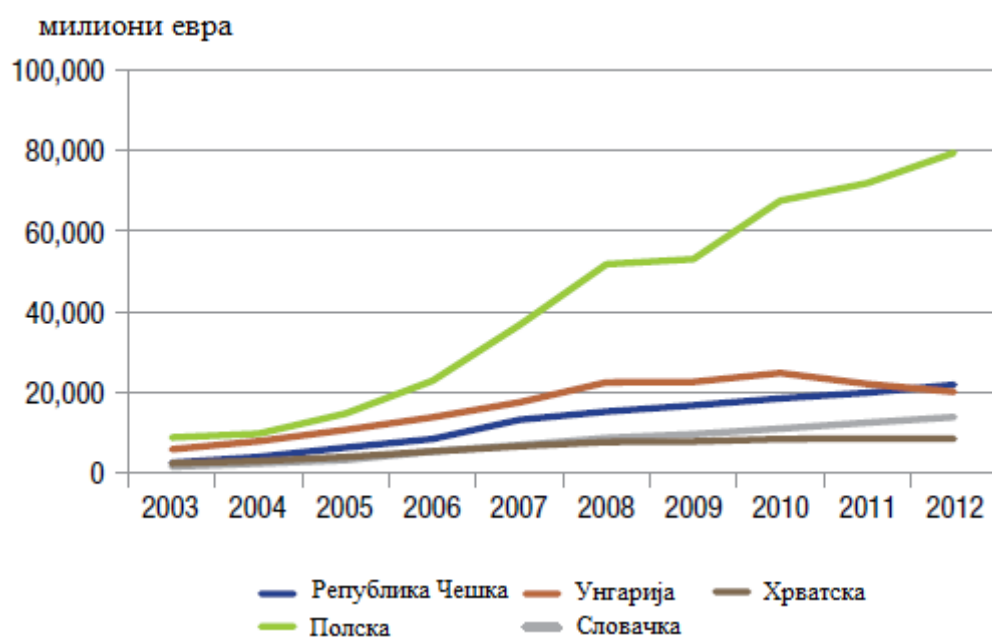
Графикон бр. 28: Вкупна емисија на обврзниците со покрите на хипотека (во милиони евра)



Извор: Jurčević (2014, p.20)

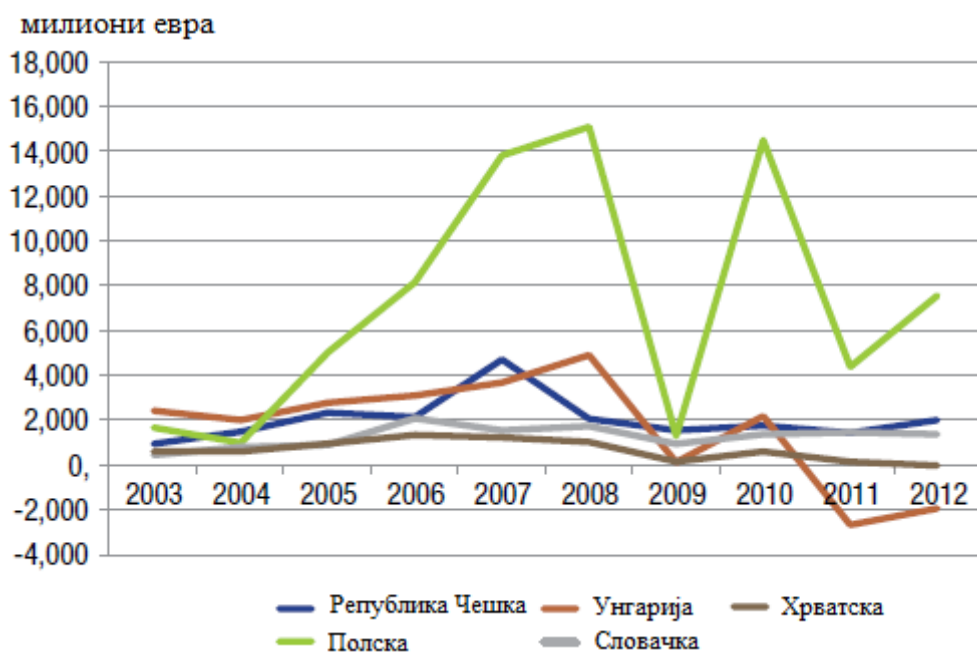
Во периодот од 2003-та година до 2012-та година, износот на вкупните ненаплатени станбени кредити значително се зголеми во сите поранешни социјалистички земји кои беа опфатени во анализата, но после 2005-та година ова зголемување беше поизразено во Полска (види графикон бр. 29). Во истиот период, износите на нето станбените кредити бележеа позитивни вредности се до 2009-та година. Во текот на 2009-та година и после истата година имаше значително намалување на износот на нето станбените кредити (види графикон бр. 30). Во периодот после 2010-та година, Унгарија забележа остар пад на износот на вкупните ненаплатени станбени кредити како последица на негативните вредности на нето станбените кредити (види графикон бр. 29/ графикон бр. 30). Во истиот период, исто така се намали износот на нето станбените кредити како последица на намалувањето на кредитните активности на банките. Според податоците за 2003-та година, износите на вкупните ненаплатени станбени кредити во Словачка, Чешката Република и Полска беа на најблиско ниво со износите во Хрватска, додека во следниот период до 2012-та година овие три земји постигнаа значително зголемување на износите на вкупните ненаплатени станбени кредити (помеѓу 800 % и 900 %) за разлика од Хрватска која имаше значително помал пораст (272 %) (Jurčević, 2014, p.19).

Графикон бр. 29: Вкупно ненаплатени станбени кредити (во милиони евра)



Извор: Jurčević (2014, p.20)

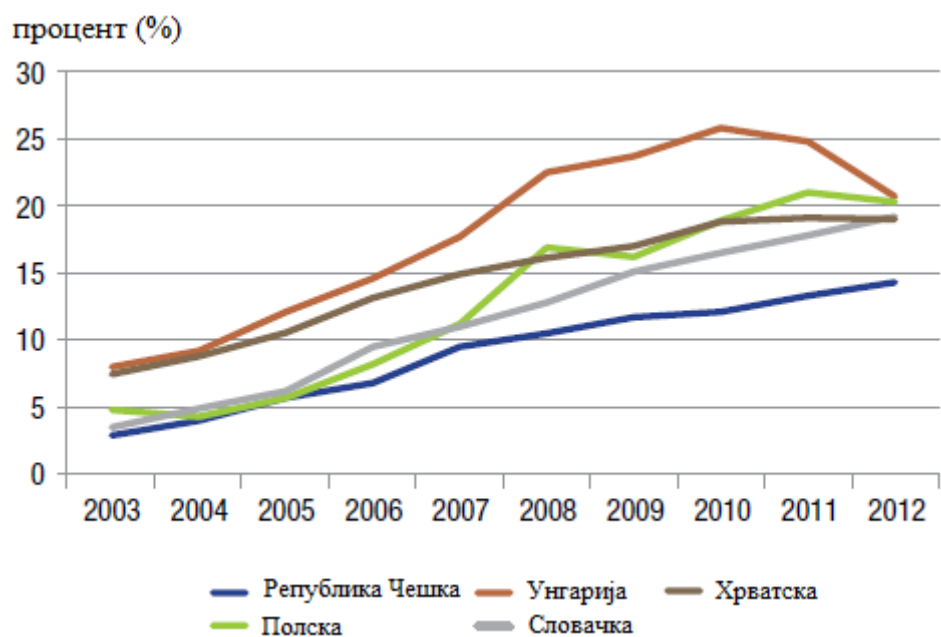
Графикон бр. 30: Нето станбени кредити (во милиони евра)



Извор: Jurčević (2014, p.20)

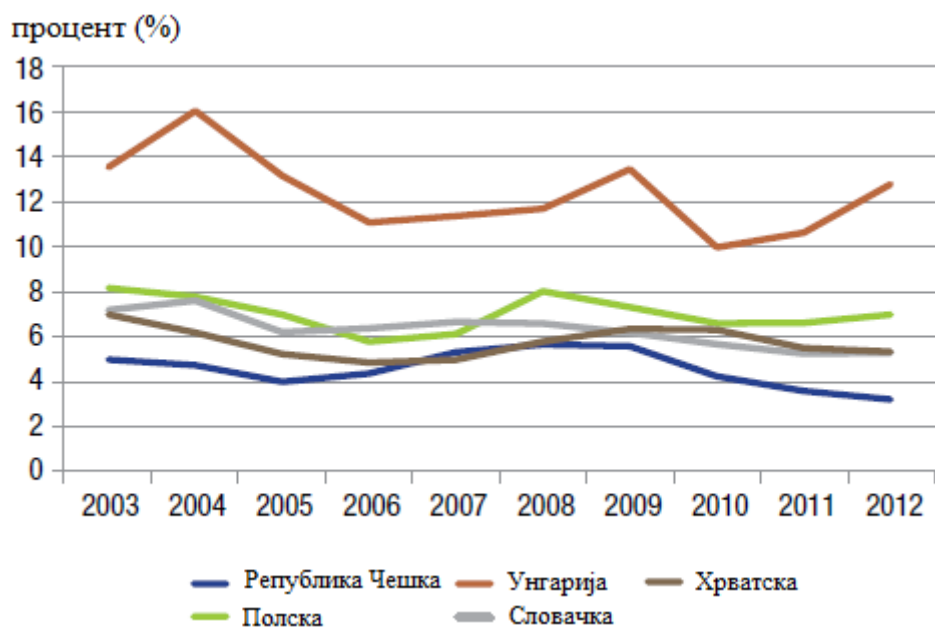
Во истиот период од 2003-та година до 2012-та година, износот на вкупните ненаплатени станбени кредити во однос на БДП во Словачка и во Чешката Република се зголемија за 500 % додека во Хрватска имаше зголемување за 250 % и покрај фактот што во 2003-та година Хрватска го имаше највисокиот сооднос меѓу анализираните земји (види графикон бр. 31). Според д-р Бранка Јуричевиќ, доколку Хрватска во истиот период користеше обврзници со покрите на хипотека во станбеното кредитирање без да се земеа предвид кои било други околности, индикаторите на станбеното кредитирање можеа да прикажат значително различни вредности. Притоа треба да се има предвид дека следните проценки исклучиво претставуваат груба демонстрација на потенцијалните ефекти од спроведувањето во практика на обврзниците со покрите на хипотека во хрватскиот систем на станбено финансирање. Така на пример, зголемувањето на станбеното кредитирање за 800 % во периодот од 2003-та година до 2012-та година ќе резултираше со одобрени кредити во износ од 17,6 милијарди евра, наместо 8,2 милијарди евра, додека соодносот на ненаплатените станбени кредити во однос на БДП ќе резултираше со значителен поостар раст од реално евидентираните 7,5 % во 2003-та година на 37,5 % во 2012-та година (Jurčević, 2014, p.19). На крајот на 2013-та година, соодносот на ненаплатените станбени кредити во однос на БДП изнесуваше 18,1 % (Jurčević, 2014, p.19). Во однос на каматните стапки на станбените кредити, како што е прикажано на графиконот бр. 32, во Чешката Република и Словачка тие забележаа пад од 35 % до 40 % во истиот период, додека во Хрватска овој пад беше помал од 25 % (Jurčević, 2014, p.19).

Графикон бр. 31: Вкупно ненаплатените станбени кредити во однос на БДП (во %)



Извор: Jurčević (2014, p.20)

Графикон бр. 32: Каматни стапки на нови станбени кредити (во %)



Извор: Jurčević (2014, p.20)

Спроведувањето на хипотекарното кредитирање преку емисија на хипотекарните обврзници ќе претставува не само потенцијално нов извор на финансирање за кредитните институции инволвирани во хипотекарното кредитирање, туку исто така ќе претставува важна промена во севкупната бизнис-стратегија и политика на овие кредитни институции. Освен промените во инвестициските политики на институционалните инвеститори и другите заинтересирани инвеститори, потребен ќе биде понатамошен развој на инфраструктурата и прилагодувања на тековната законска рамка заедно со посилна и рedefинирана улога на државата. Искуството на другите поразвиени земји во тој поглед ќе биде многу корисно и ќе служи како пример за имплементација.

3. Расправа за досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија

Од макроекономски аспект, Република Македонија, во периодот од 2004-та до 2015-та година достигна највисока стапка на реален пораст на БДП (6,5 %) и највисока стапка на инфлација (6,1 %) во 2007-та година. Во 2005-та година, како што е прикажано во табелата бр.10, беше регистрирана највисоката стапка на невработеност (37,3 %) додека во 2015-та година беше регистрирана најниската стапка на невработеност од 26,1 %.

Табела бр. 10: Макроекономски преглед на Република Македонија во периодот од 2004 до 2015 година

МАКРОЕКОНОМСКИ ПРЕГЛЕД НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА				
Година	БДП (стапка на реален пораст, во %)	Инфлација (крај на период, на годишна основа, во %)	Стапка на невработеност (во %)	Буџетски биланс (салдо на централен буџет и фондови, % од БДП)
2004	4,7 %	-1,9 %	37,2 %	0,0 %
2005	4,7 %	1,2 %	37,3 %	0,2 %
2006	5,1 %	2,9 %	36,0 %	-0,5 %
2007	6,5 %	6,1 %	34,9 %	0,6 %
2008	5,5 %	4,1 %	33,8 %	-0,9 %
2009	-0,4 %	-1,6 %	32,2 %	-2,6 %
2010	3,4 %	3,0 %	32,1 %	-2,4 %
2011	2,3 %	2,8 %	31,4 %	-2,5 %
2012	-0,5 %	4,7 %	31,0 %	-3,8 %
2013	2,9 %	1,4 %	29,0 %	-3,8 %
2014	3,5 %	-0,5 %	28,0 %	-4,2 %
2015	3,7 %	-0,3 %	26,1 %	-3,5 %

Извор: Народна Банка на Република Македонија

Според податоците на НБРМ, поточно од билансот на состојбата, може да се видат износите на реализираните хипотеки и залози т.е. преземените средства врз основа на ненаплатени побарувања. Така, според табелата бр. 11, во 2012-та година во Република Македонија беше забележан највисокиот износ на реализирани хипотеки и залози т.е. преземени средства врз основа на ненаплатени побарувања додека во 2008-та година беше забележан најнискиот износ на реализирани хипотеки и залози т.е. преземени средства врз основа на ненаплатени побарувања.

Табела бр. 11: Реализирани хипотеки и залози во Република Македонија во периодот од 2003 до 2015 година

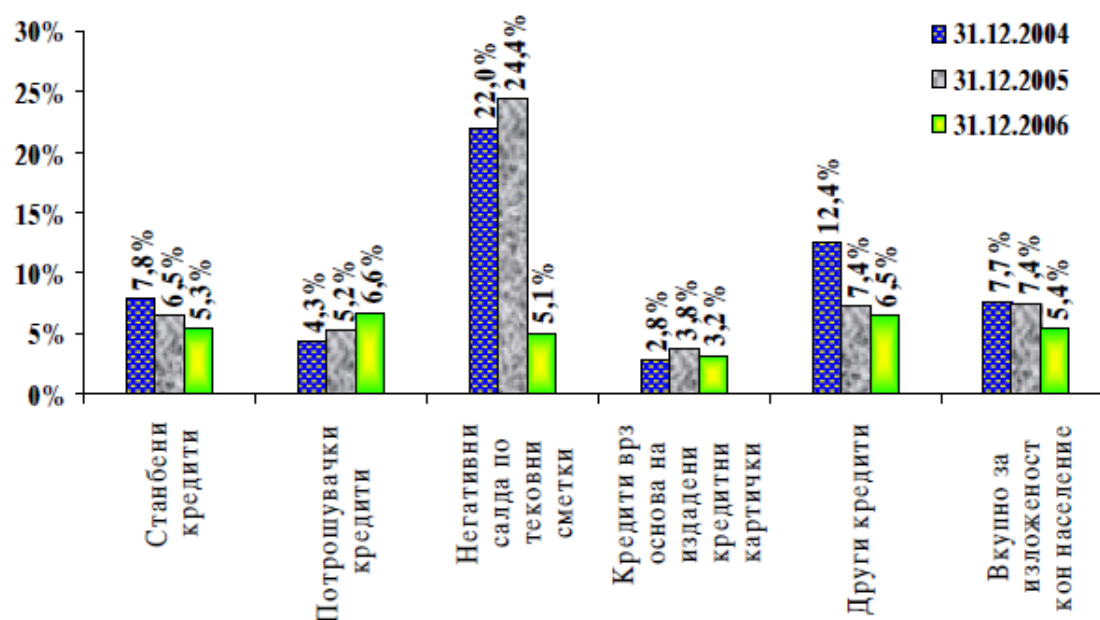
Реализирани хипотеки и залози	
Година	Износ (во милиони денари)
2003	4.430
2004	4.800
2005	4.348
2006	3.660
2007	2.712
2008	2.541
2009	3.223
2010	5.181
2011	6.823
2012	6.929
2013	5.846
2014	4.146
2015	2.685

Извор: Народна банка на Република Македонија

Во 2004-та година, според податоците од НБРМ, кредитната изложеност спрема физичките лица изнесуваше 13,5 % од вкупната кредитна изложеност додека

станбените кредити учествуваа со 17,4 % во структурата на кредитната изложеност на банките спрема физички лица според намената (Народна банка на Република Македонија, 2005). Станбените кредити се наоѓаа на второто место, веднаш после потрошувачките кредити кои учествуваа со 52,1 % во структурата на кредитната изложеност на банките спрема физички лица според намената (Народна банка на Република Македонија, 2005). Во 2005-та година, како што е прикажано во табелата бр. 12, станбените кредити учествуваа со 14,8 % во структурата на кредитната изложеност на банките спрема физички лица според намената додека во 2006-та овој процент изнесуваше 14,7 % што беше најнизок процент во анализираниот период од 2004-та година до 2015-та година. Станбените кредити се наоѓаа на третото место, веднаш после потрошувачките кредити кои учествуваа со 45,4 % (2005 година) и 37,2 % (2006 година) и кредитите врз основа на издадени кредитни картички кои учествуваа со 16 % (2005 година) и 23,4 % (2006 година) во структурата на кредитната изложеност на банките спрема физички лица според намената (Народна банка на Република Македонија, 2006; Народна банка на Република Македонија, 2007). Во 2006-та година беше евидентен трендот на подобрување на квалитетот на кредитната изложеност на банките во делот на кредитната изложеност кон населението (види графикон бр. 33). Така, кај станбените кредити процентот се намали од 7,8 % во 2004-та година на 5,3 % во 2006-та година (види графикон бр. 33).

Графикон бр. 33: Учество на категории на ризик „В“, „Г“ и „Д“ во вкупната кредитна изложеност кон секторот население



Извор: Народна банка на Република Македонија

Во 2007-та година, според податоците на НБРМ, кредитите за станбен и деловен простор учествуваа со 16,3 % во структурата на кредитите на населението и беа на трето место, веднаш после кредитите врз основа на издадени кредитни картички (32 %) и потрошувачките кредити (30,2 %) (Народна банка на Република Македонија, 2008). Во однос на валутната структура на кредитите за станбен и деловен простор, 13 % беа девизни кредити, 72,3 % беа денарски кредити со валутна клаузула додека 14,7 % од кредитите за станбен и деловен простор беа денарски кредити (Народна банка на Република Македонија, 2008). Намалувањето на нивото на ризичност е присутно кај изложеноста по основ на кредити за набавка и реновирање на станбен и деловен простор (Народна банка на Република Македонија, 2008). Највисок степен на обезбеденост е присутен кај станбените кредити кои речиси во целост се обезбедени со недвижен имот и во моментот на одобрувањето на овие кредити, соодносот меѓу износот на одобриениот кредит и вредноста на воспоставеното обезбедување е најмалку 1:1,5, што дополнително придонесува за зголемување на степенот на сигурноста

на банките при одобрување на овој тип на кредити (Народна банка на Република Македонија, 2008).

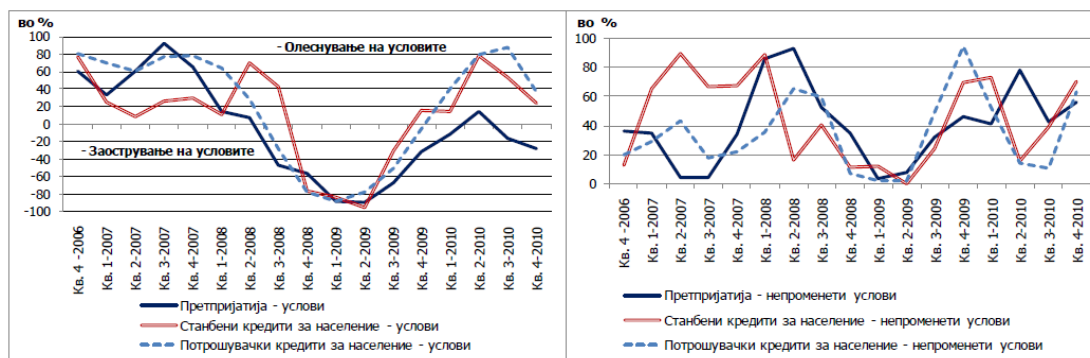
Во 2008-та година, според податоците на НБРМ, кредитите за станбен и деловен простор учествуваа со 17,9 % во структурата на кредитна изложеност на населението по тип на кредитен производ и беа на трето место, веднаш после кредитите врз основа на издадени кредитни картички (30,9 %) и потрошувачките кредити (28,5 %) (Народна банка на Република Македонија, 2009). Во однос на валутната структура на кредитите за станбен и деловен простор, 13,1 % беа девизни кредити, 75,5 % беа денарски кредити со валутна клаузула додека 11,4 % од кредитите за станбен и деловен простор беа денарски кредити (Народна банка на Република Македонија, 2009). Исто така, оваа година продолжи трендот на подобрување на квалитетот на изложеноста врз основа на кредитите за набавка и реновирање станбен и деловен простор (Народна банка на Република Македонија, 2009). Изложеноста врз основа на кредити за станбен и деловен простор главно беше покриена со обезбедување во форма на недвижен имот (90,4 % од овој кредитен производ) (Народна банка на Република Македонија, 2009).

Во 2009-та година, според податоците на НБРМ, кредитите за станбен и деловен простор учествуваа со 19,1 % во структурата на кредитна изложеност на населението по тип на кредитен производ и беа на трето место, веднаш после потрошувачките кредити (32,3 %) и кредитите врз основа на издадени кредитни картички (30,1 %) (Народна банка на Република Македонија, 2010). Во однос на валутната структура на кредитите за станбен и деловен простор, 11,5 % беа девизни кредити, 77,9 % беа денарски кредити со валутна клаузула додека 10,7 % од кредитите за станбен и деловен простор беа денарски кредити (Народна банка на Република Македонија, 2010). Изложеноста врз основа на кредити за станбен и деловен простор главно е покриена со обезбедување во форма на недвижен имот (89,6 % од овој кредитен производ) (Народна банка на Република Македонија, 2010).

Од третиот квартал на 2008-та година до третиот квартал на 2009-та година беше забележано затегнување на кредитните услови на ниво на банкарскиот систем во однос на станбените кредити за населението додека од последниот

квартал на 2009-та година беше забележано олеснување на условите за одобрување станбени кредити за населението од страна на банките достигнувајќи кулминација во вториот квартал на 2010-та година (види графикон бр. 34). Во втората половина на 2010-та година најголем дел од банките укажаа на непроменети услови за одобрување на станбени кредити за населението (види графикон бр. 34).

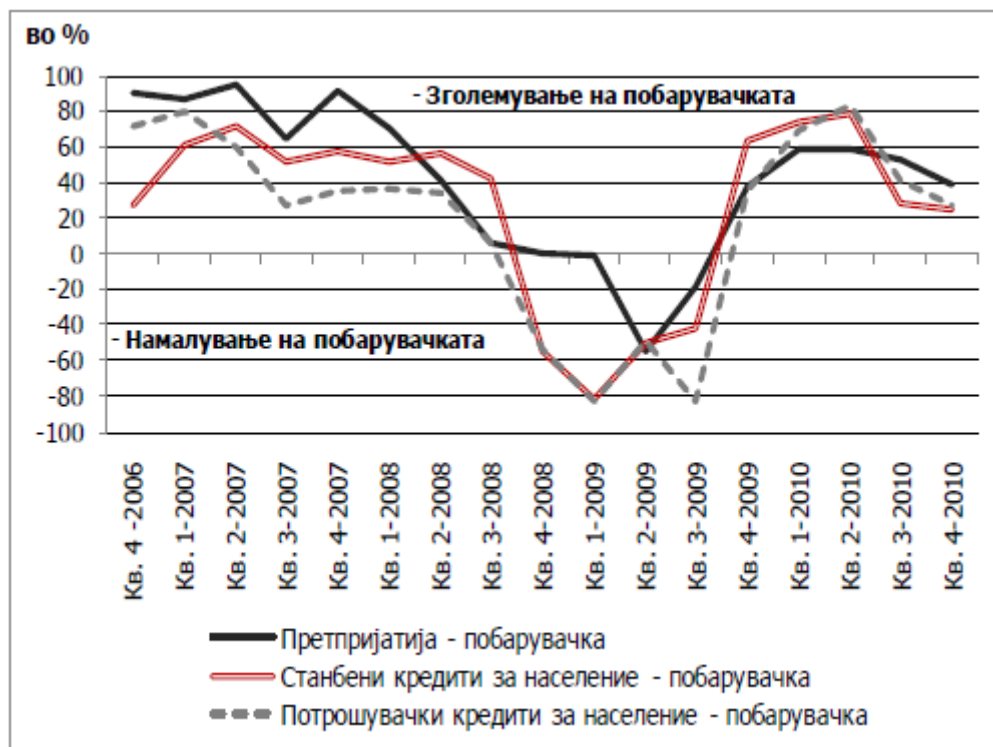
Графикон бр. 34: Промени во условите (лево) и непроменети услови (десно) при одобрувањето кредити на претпријатијата и населението



Извор: Народна банка на Република Македонија

Од четвртиот квартал на 2008-та година до третиот квартал на 2009-та година побарувачката за станбени кредити за населението на ниво на банкарскиот систем во Република Македонија беше намалена (види графикон бр. 35).

Графикон бр. 35: Промени во побарувачката за кредитите на претпријатијата и населението

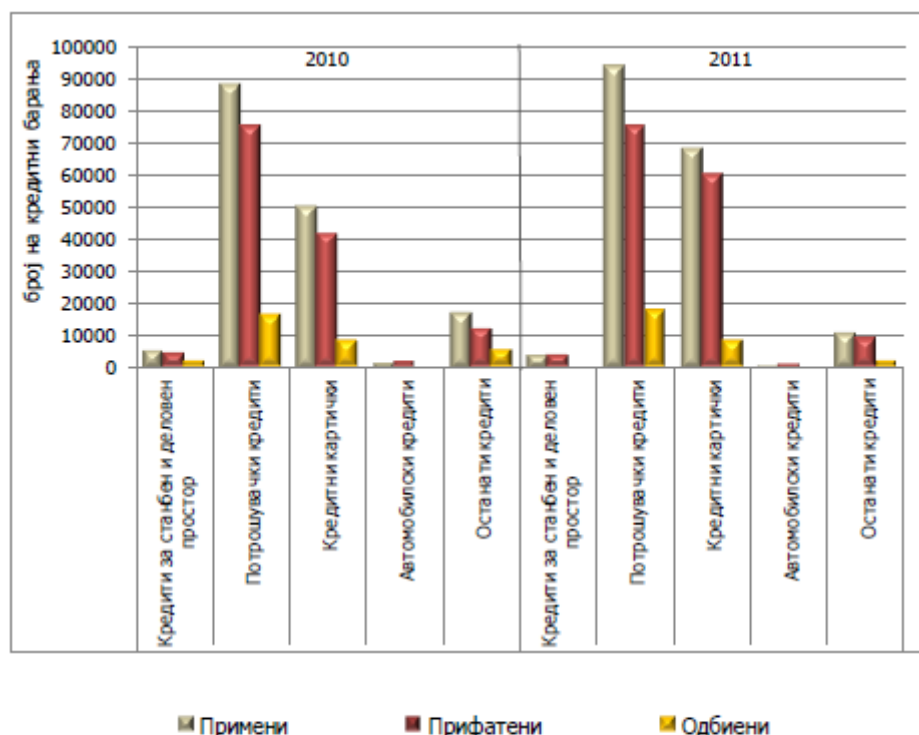


Извор: Народна банка на Република Македонија

На 31.12.2010 година, пондерираната просечна преостаната рочност (изразена како просечен период до достасување во години) беше најдолга кај кредитите за набавка и реновирање станбен и деловен простор и изнесуваше 14,6 години додека на 31.12.2009 година изнесуваше 14,7 години (Народна банка на Република Македонија, 2011). Во вредносната структура на преземените средства заради наплата на побарувања во 2010-та година, 92,6 % произлегуваа од преземениот недвижен имот при што деловниот простор учествуваше со 46,9 % додека становите со 8,6 % (Народна банка на Република Македонија, 2011).

Во 2011-та година, според податоците на НБРМ, нема одбиени кредитни барања за физички лица за кредити за станбен и деловен простор т.е. бројот на примените е еднаков на бројот на прифатените кредитни барања за физички лица за кредити за станбен и деловен простор (види графикон бр. 36).

Графикон бр. 36: Примени, прифатени и одбиени кредитни барања на домаќинствата во периодот од 2010 до 2011 година



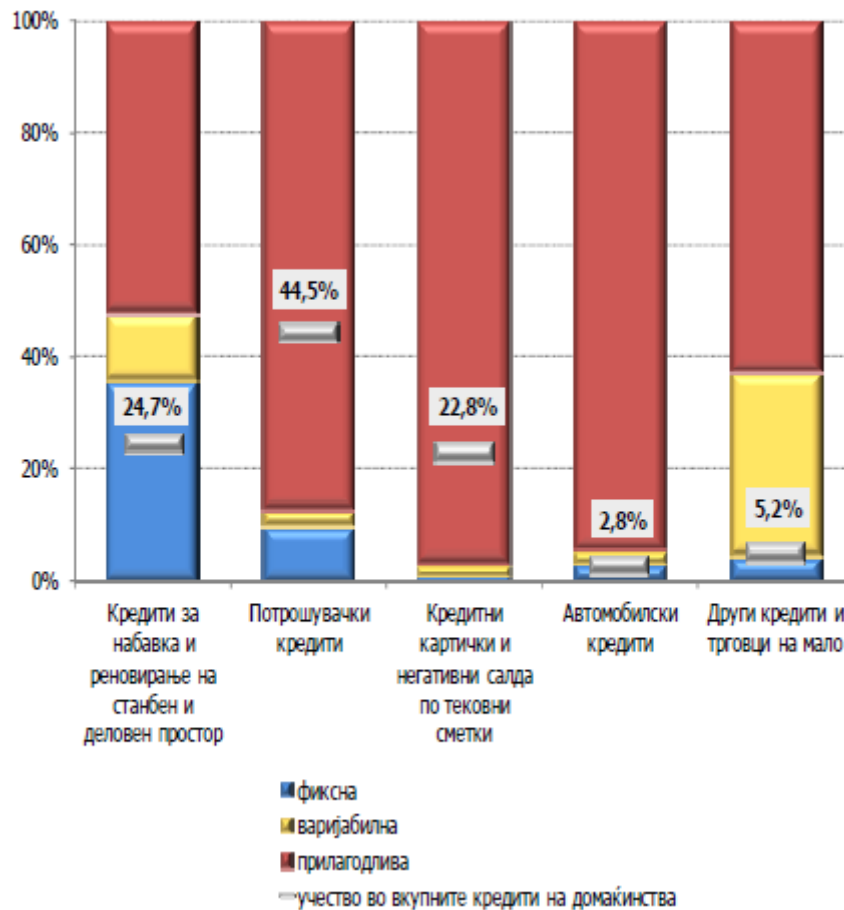
Извор: Народна банка на Република Македонија

Просечната каматна стапка на кредитите за набавка и реновирање на станбен и деловен простор за физички лица изнесуваше 7,5 % во 2011-та година и беше иста како и претходната година додека во 2009-та година беше повисока и изнесуваше 8,6 % (Народна банка на Република Македонија, 2012). На 31.12.2011 година, пондерираната просечна преостаната рочност (изразена како просечен период до достасување во години) беше најдолга кај кредитите за набавка и реновирање станбен и деловен простор и изнесуваше 14,4 години додека на 31.12.2010 година изнесуваше 14,6 години (Народна банка на Република Македонија, 2012). Просечното ниво на соодносот меѓу кредитната изложеност и износот на месечните примања на кредитокорисниците (физичките лица) на кредитите за набавка и реновирање на станбен простор изнесуваше 43,4 % додека просечното ниво на покриеноста на кредитната изложеност со обезбедување кај кредитокорисниците (физичките лица) на

кредитите за набавка и реновирање на станбен простор изнесуваше 63,6 % (Народна банка на Република Македонија, 2012).

Во 2012-та година, според податоците на НБРМ, кај кредитите за набавка и реновирање на станбен и деловен простор најзастапена е прилагодливата каматна стапка додека фиксната каматна стапка најчесто важи само за првите години од отплатата на кредитот (види графикон бр. 37). Како што може да се види од графиконот бр. 37, фиксната каматна стапка е најчесто присутна кај кредитите обезбедени со одреден тип на обезбедување и подолг рок на отплата како што е случајот со кредитите за набавка и реновирање на станбен и деловен простор. Согласно со Одлуката за управување со ризикот од промена на каматните стапки во портфолиото на банкарските активности (Службен весник на Република Македонија бр. 163/2008, 144/2009), позициите кај коишто каматната стапка е фиксна за одреден временски период, а не за целиот период до нивниот рок на достасување, имаат третман на позиции со фиксна каматна стапка (Народна банка на Република Македонија, 2013).

Графикон бр. 37: Структура на кредитите на домаќинствата според типот на каматната стапка



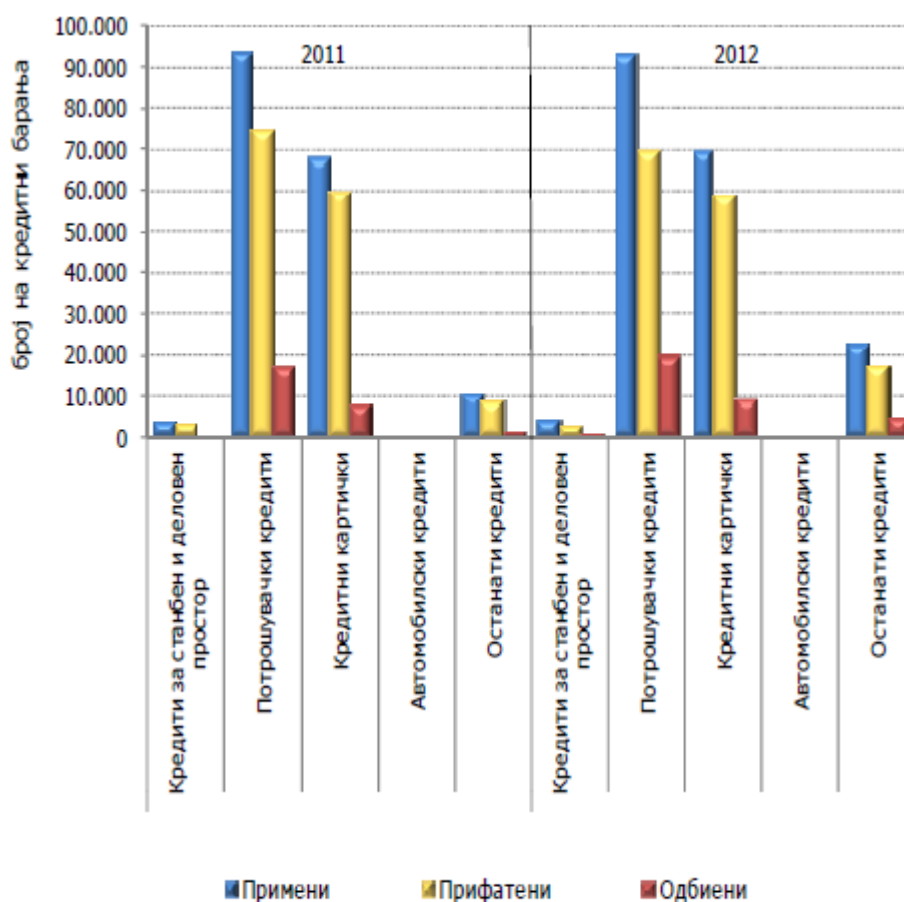
Извор: Народна банка на Република Македонија

Просечната каматна стапка на кредитите за набавка и реновирање на станбен и деловен простор за физички лица изнесуваше 7,2 % во 2012-та година додека во претходната година беше малку повисока и изнесуваше 7,5 % (Народна банка на Република Македонија, 2013). На 31.12.2012 година, пондерираната просечна преостаната рочност (изразена како просечен период до достасување во години) беше најдолга кај кредитите за набавка и реновирање станбен и деловен простор и изнесуваше 14,8 години додека на 31.12.2011 година изнесуваше 14,4 години (Народна банка на Република Македонија, 2013).

Во 2012-та година, според податоците на НБРМ, бројот на примените кредитни барања за физички лица за кредити за станбен и деловен простор беше поголем

во однос на претходната година и оваа година беа забележани одбиени кредитни барања за физички лица за кредити за станбен и деловен простор за разлика од претходната година кога немаше одбиени кредитни барања за овој тип кредити (види графикон бр. 38).

Графикон бр. 38: Примени, прифатени и одбиени кредитни барања на домаќинствата во периодот од 2011 до 2012 година



Извор: Народна банка на Република Македонија

Во 2013-та година, според податоците на НБРМ, кредитната изложеност кон нефинансиските субјекти (без изложеноста кон финансиските институции и државата) оствари годишен раст од 14.677 милиони денари или 5,7 % (7,0 % во 2012 година) и придонесе со 68,6 % во растот на вкупната кредитна изложеност, при што две третини од овој раст произлегуваше од растот на кредитната изложеност кон домаќинствата (9.927 милиони денари или 10,3 %) во форма на

потрошувачки кредити (7.277 милиони долари) и кредити за набавка и реновирање станбен простор (2.538 милиони долари) (Народна банка на Република Македонија, 2014). Оваа година нефункционалните станбени кредити покажаа раст во рамките на нефункционалните кредити на домаќинствата (Народна банка на Република Македонија, 2014). Просечниот месечен ануитет на кредитите за станбен и деловен простор оваа година изнесуваше 11.125,00 денари (Народна банка на Република Македонија, 2014).

Во 2014-та година, според податоците на НБРМ, во однос на нефункционалните кредити на домаќинствата, нагорното движење беше најзначајно кај нефункционалните станбени и потрошувачки кредити (Народна банка на Република Македонија, 2015). Во годишниот раст на кредитите со фиксни каматни стапки кон секторот домаќинства, станбените кредити придонесоа со 28 % (Народна банка на Република Македонија, 2015). Станбените кредити оваа година, како што е прикажано во табелата бр. 12, учествуваа со 22,8 % во структурата на кредитите на домаќинствата додека претходната година учествуваа со 24,2 % што беше највисок процент во анализираниот период од 2004-та година до 2015-та година.

Во 2015-та година, според податоците на НБРМ, најбрзо растечка категорија во рамките на секторот домаќинства се станбените кредити, со стапка на раст од 18,4 % на годишно ниво (Народна банка на Република Македонија, 2016). Во однос на нивото на учество на нефункционалните станбени кредити беше забележано намалување од 2,9 % на 2,4 % (Народна банка на Република Македонија, 2016). Станбените кредити оваа година, како што е прикажано во табелата бр. 12, учествуваа со 23,9 % во структурата на кредитите на домаќинствата додека претходната година учествуваа со 22,8 %.

Табела бр. 12: Учество во проценти (%) на станбените кредити во структурата на кредитите на домаќинствата

Година	Учество во % на станбените кредити во структурата на кредитите на домаќинствата
2004	17,4 %
2005	14,8 %
2006	14,7 %
2007	16,3 %
2008	17,9 %
2009	19,1 %
2010	20,5 %
2011	22 %
2012	22 %
2013	24,2 %
2014	22,8 %
2015	23,9 %

Извор: Народна банка на Република Македонија

Република Македонија е една од поранешните социјалистички земји која добро ги издржа првите удари на глобалната финансиска криза (хипотекарната криза) не само поради нејзината структурна неразвиеност туку и поради (Петковски, 2009, стр. 287):

1. Малиот процент на учеството на кредитите во БДП на Република Македонија (36 %) на крајот на 2007-та година во однос на развиените земји (132 %).
2. Кредитите се главно финансирани од депозитите во Македонија. Така, коефициентот кредити/депозити изнесува околу 88 % во Македонија за разлика од развиените земји каде е 135 %.
3. Хипотекарните кредити кај нас изнесуваат 2-3 % од БДП, додека во развиениот свет на нив отпаѓаат 59 % од БДП.
4. Во Македонија коефициентот на адекватност на капиталот во 2007-та година изнесуваше 17 % и е повисок од сите транзициони економии, што го прави отпорен на различните видови на шокови.

3.1. Минати и актуелни движења на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија – анализа со помош на прашалник

Со цел да се добие попрецизна слика за хипотекарното кредитирање во Република Македонија беше подготвен и спроведен прашалник кој беше испратен до 14 банки и 2 штедилници. На прашалникот одговорија 12 банки (една банка од овие 12 банки кои одговорија достави делумно одговорен прашалник) и една штедилница. Доколку финално ја земеме предвид бројката од 11 банки и една штедилница што одговориле комплетно на доставениот прашалник, тогаш тоа претставува одзив од 75 %. Прашалникот беше спроведен во периодот од септември 2015 година до април 2016 година.

Како критериум за добивање на резултатите од спроведениот прашалник кај некои од прашањата е користен критериумот - големина на банките. Според класификацијата на НБРМ, како што е прикажано во табелата бр. 13, направена е поделба на банките во Република Македонија според вкупната актива. Во случајов класификацијата е направена според параметрите од 31.12.2015 година. Така, доколку износот на активата на банката е поголем од 32,1 милијарди

денари, тогаш таа влегува во групата на големи банки. Доколку износот на активата на банката се движи помеѓу 8 и 32,1 милијарди денари, тогаш таа влегува во групата на средни банки додека доколку износот на активата на банката е помал од 8 милијарди денари, тогаш станува збор за мала банка и влегува во групата на мали банки. Според овој критериум од групата на големи банки на доставениот прашалник одговорија 3 банки т.е. 75 %, од групата на средни банки одговор дадоа 5 банки т.е. 71 % (или 6 банки т.е. 86 % доколку се земе предвид делумно одговорениот прашалник на едната банка) додека од групата на мали банки одговорија 3 банки т.е. 100 % од вкупниот број банки во групата. Со оглед на тоа што само една штедилница одговори на доставениот прашалник, во понатамошната анализа и сублимираните заклучоци таа ќе биде вклучена во групата на мали банки во делот каде како критериум за добивање на резултатите од спроведениот прашалник кај некои од прашањата е користен критериумот - големина на банките.

Табела бр. 13: Поделба на банките во Република Македонија според вкупната актива

Група големи банки (актива поголема од 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група средни банки (актива меѓу 8,0 и 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група мали банки (актива помала од 8,0 милијарди денари на 31.12.2015 година)
Комерцијална Банка АД Скопје	Шпаркасе банка Македонија АД Скопје	Алфа банка АД Скопје
Стопанска Банка АД Скопје	Халк банка АД Скопје	Капитал банка АД Скопје
НЛБ банка АД Скопје	Централна кооперативна банка АД Скопје	ТТК банка АД Скопје
Охридска банка АД Охрид	Универзална инвестициона банка АД Скопје	
	Стопанска банка АД Битола	
	ЕуроСтандард банка АД Скопје	
	ПроКредит банка АД Скопје	

Извор: Народна банка на Република Македонија

Од спроведениот прашалник во врска со хипотекарното кредитирање во Република Македонија и доставените одговори од страна на банките (Прилог бр. 1) и штедилниците (Прилог бр. 2) во Република Македонија кои работат со хипотекарни и станбени кредити, може да се сублимираат следните заклучоци:

- Една од банките од групата на големи банки започна со понудата на хипотекарните кредити во 60-тите години на минатиот век додека другата голема банка започна со понуда на хипотекарните кредити во 1990 година, веднаш по создавањето законска можност (покрај веќе постоечките начини – законска и судска хипотека) за засновање хипотека врз основа на спогодбен предлог на странките (хипотекарниот доверител и хипотекарниот должник). Имено, странките договорно ги утврдуваа условите и спогодбено засноваа хипотека врз недвижностите на хипотекарниот должник, со што доверителот се стекна со поголема сигурност во наплатата на своите побарувања. Законската рамка повеќе пати претрпе измени, со цел за надминување на слабостите што се појавуваа во праксата и за поефикасна примена на хипотеката. Сè до формирањето и почетокот на работа на нотаријатот, постапката се одвиваше кај надлежните судови со седиште на местото каде што се наоѓаше недвижноста, а по почетокот на работата на нотарите, оваа постапка премина во надлежност на нотарите, по принципот на месна надлежност. Инаку, во праксата во текот на примената на законските решенија за хипотеката се јавуваа проблеми, но најголемиот проблем беше од системска природа – мал дел сопственост на имоти со запишани правата на недвижностите во Катастарот. Сè до 1997 година процентот на запишани права на недвижности во Катастарот на недвижности на подрачјето на целата територија на Р Македонија изнесуваше не повеќе од 30 %. Поради тоа, постоеше двојство на запишување на хипотеката - во Интабулационите книги што ги водеа судовите и во Катастарот за малиот број запишани права на недвижности. Третата банка од групата на големи банки започна со понудата од 2003 до 2004 година. Една од банките која ѝ припаѓа на групата на средни банки од 2002-та година започна поинтензивно со понуда на хипотекарните кредити во споредба со периодот пред 2002-та година додека друга средна банка започна со понуда на станбени кредити од 2004-та година. Друга банка од оваа група на средни банки започна со понудата на хипотекарните кредити од 2007-та година. Еден од субјектите од групата на мали банки започна со понуда на хипотекарни кредити од 2000-та година додека друг субјект од оваа група на мали банки започна со понудата од 2002-та година. Сите

останати анкетирани субјекти започнаа од своето основање со понуда на хипотекарните кредити (една средна банка од 2001 година, друга средна банка од 1993 година, еден субјект од групата на мали банки од 1996 година и друг субјект од групата на мали банки од 2006-та година).

- Во однос на методологијата на кредитен ризик која ја употребуваат при одобрувањето на хипотекарните кредити, анкетираните субјекти ги следат пропишаните услови согласно регулативата на НБРМ и секако согласно нивните интерни процедури и политики. Со Одлуката за управување со кредитниот ризик („Службен весник на Република Македонија“ бр. 50/13), Одлуката за изменување и дополнување на Одлуката за управување со кредитниот ризик („Службен весник на Република Македонија“ бр. 157/13) и Одлуката за изменување и дополнување на Одлуката за управување со кредитниот ризик („Службен весник на Република Македонија“ бр. 223/15), НБРМ ја пропишува методологијата за управување со кредитниот ризик.
- Во Република Македонија една голема банка, четири средни и една мала банка како членки на банкарски групации исто така се обврзани да ги применуваат методологиите на кредитен ризик на нивните банкарски групации при одобрувањето на хипотекарните кредити.
- Процентот на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2004 до 2014 година бил најголем во најголемиот број случаи во 2014-та година (една голема, три средни и еден субјект од групата на мали банки). Во анализираниот период од 2004 до 2014 година, една голема банка имала најголем процент на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во 2004-та година, два субјекта од групата на мали банки во 2008-та година, една средна банка во 2010-та година и еден субјект од групата на мали банки во 2011-та година. Една од големите банки во 2006-та година покажува најголем процент како износ на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити додека во 2011-та година покажува најголем процент како број на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2006 до 2014

година. Една средна банка поради недостаток на статистички податоци во својата база не беше во можност да одговори на ова прашање.

Табела бр. 14: Најголем процент на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2004 до 2014 година

Година	Група големи банки (актива поголема од 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група средни банки (актива меѓу 8,0 и 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група мали банки (актива помала од 8,0 милијарди денари на 31.12.2015 година) и штедилницата
2004	1	/	/
2006	1 (како износ)	/	/
2008	/	/	2
2010	/	1	/
2011	1 (како број)	/	1
2014	1	3	1
Вкупно	3	4	4

Извор: Сопствени истражувања

- Процентот на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2004 до 2014 година бил најмал во најголемиот број случаи во 2007-та година (две големи банки и еден субјект од групата на мали банки). Во анализираниот период од 2004 до 2014 година, две средни банки имале најмал процентот на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во 2004-та година, два субјекта од групата на мали банки во 2009-та година, еден субјект од групата на мали банки во 2010-та година, една средна банка во периодот од 2010-та до 2012-та година и една средна банка во 2013-та година. Една од големите банки во 2009-та година покажува најмал процент како износ на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити додека во 2011-та година покажува најмал процент како број на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2006 до 2014 година. Една средна банка поради недостаток на статистички податоци во својата база не беше во можност да одговори на ова прашање.

Табела бр. 15: Најмал процент на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените кредити во периодот од 2004 до 2014 година

Година	Група големи банки (актива поголема од 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група средни банки (актива меѓу 8,0 и 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група мали банки (актива помала од 8,0 милијарди денари на 31.12.2015 година) и штедилницата
2004	/	2	/
2007	2	/	1
2009	1 (како износ)	/	2
2010	/	1	1
2011	1 (како број)	1	/
2012	/	1	/
2013	/	1	/
Вкупно субјекти	3	4	4

Извор: Сопствени истражувања

- Процентот на уредно исплатени хипотекарни кредити во однос на вкупниот број на одобрени хипотекарни кредити во досегашното работење во најголемиот број на случаи е над 90 % додека само кај една мала и една средна банка е над 80 % и кај една од големите банки процентот на нефункционалните хипотекарни кредити во однос на вкупно одобрените хипотекарни кредити е 32 %.
- Побарувачката на хипотекарни кредити во досегашното работење била најголема во најголемиот број на случаи во 2014-та година (една голема банка, две средни банки и еден субјект од групата на мали банки). Исто така, едниот субјект од групата на мали банки освен во 2014-та година бележи најголема побарувачка на хипотекарни кредити во досегашното работење и во 2015-та година заедно со уште еден субјект од групата на мали банки и две средни банки. Еден субјект од групата на мали банки имал најголема побарувачка на хипотекарни кредити во досегашното работење во 2007-та и 2008-та година, друг субјект од групата на мали банки и една голема банка во 2008-та година и една средна банка во 2010-та година. Една од големите банки во 2006-та година покажува најголема побарувачка на хипотекарни кредити како износ во досегашното работење додека во 2011-та година покажува најголема побарувачка на хипотекарни кредити како број во досегашното работење.

Табела бр. 16: Најголема побарувачка на хипотекарни кредити во досегашното работење

Година	Група големи банки (актива поголема од 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група средни банки (актива меѓу 8,0 и 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група мали банки (актива помала од 8,0 милијарди денари на 31.12.2015 година) и штедилницата
2006	1 (како износ)	/	/
2007	/	/	1
2008	1	/	2
2010	/	1	/
2011	1 (како број)	/	/
2014	1	2	1
2015	/	2	2
Вкупно субјекти	3	5	4

Извор: Сопствени истражувања

- Понудата на хипотекарни кредити во досегашното работење била најповолна во најголемиот број случаи во 2015-та година (две големи банки, две средни и четири субјекти од групата на мали банки). Во 2014-та година понудата била најповолна кај една голема банка, две средни банки од која едната имала најповолна понуда исто така и во 2015-та година и еден субјект од групата на мали банки кој се јавува исто така и во 2015-та година со најповолна понуда. Понудата на хипотекарни кредити во досегашното работење била најповолна во 2016-та година кај три средни банки од кои едната имала најповолна понуда исто така и во 2015-та и 2014-та година и еден субјект од групата на мали банки кој се јавува исто така и во 2015-та година со најповолна понуда. Ова пред сè се должи на поволните каматни стапки.

Табела бр. 17: Најповолна понуда на хипотекарни кредити во досегашното работење

Година	Група големи банки (актива поголема од 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група средни банки (актива меѓу 8,0 и 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	Група мали банки (актива помала од 8,0 милијарди денари на 31.12.2015 година) и штедилницата
2014	1	2	1
2015	2	2	4
2016	/	3	1
Вкупно субјекти	3	5	4

Извор: Сопствени истражувања

- Кај хипотекарните кредити со варијабилна каматна стапка, каматната стапка е фиксна за определен временски период после кој периодично

(на пример, годишно или месечно) се прилагодува над и под некој пазарен индекс. Така, од доставените одговори на анкетираниите субјекти, кај хипотекарните кредити со варијабилна каматна стапка, прилагодувањето на каматната стапка се врши врз основа на референтната каматна стапка на НБРМ, ЕУРИБОР - Европската меѓубанкарска стапка или ЛИБОР - Лондонската меѓубанкарска стапка.

➤ Различни видови хипотекарни кредити се нудат во досегашното работење на банките и штедилниците:

- Така, кредитите кои ги нуди една од банките во групата на големи банки и кои се обезбедени со залог на недвижен имот се: станбените кредити за купување стан / куќа; станбените кредити за градба / доградба / надградба на куќа; станбените кредити за купување градежно земјиште; станбените кредити за купување деловен простор и ненаменските потрошувачки кредити со обезбедување на недвижен имот додека кај другата голема банка се нудат готовински ненаменски кредити обезбедени со хипотека на недвижен имот и станбени кредити. Третата голема банка нуди хипотекарни готовински кредити во МКД, хипотекарни готовински кредити во ЕУР, хипотекарни потрошувачки кредити во МКД и станбени кредити;
- Една од банките од групата на средни банки нуди ненаменски хипотекарни кредити додека кај другата средна банка се нудат ненаменски хипотекарни кредити за клиентите со плата во банката како и хипотекарни кредити за клиенти со плата во друга банка. Оваа средна банка нуди и станбени кредити за физички лица (клиенти со плата во банката) и станбени кредити за физички лица со плата во други банки. Третата банка од оваа група нуди хипотекарни кредити и за тие што примаат и за тие што не примаат плата во оваа банка. Исто така, овие два кредитни продукти се делат на денарски кредити и кредити со девизна (ЕУР) клаузула. Станбените кредити исто така се нудат во оваа банка. Четвртата банка од оваа група нуди хипотекарни

потрошувачки кредити или ненаменски кредити со залог на недвижен имот и станбени кредити додека петтата банка од оваа група на средни банки нуди станбени и кредити за реновирање за физички лица;

- Еден од субјектите од групата на мали банки нуди хипотекарни потрошувачки кредити и станбени кредити исто како и вториот субјект од оваа група. Исто така, овие кредитни продукти се делат на денарски кредити и кредити со девизна клаузула. Третиот од субјектите од оваа група нуди ненаменски потрошувачки хипотекарни кредити за физички лица, но и станбени кредити обезбедени со хипотека на недвижен имот додека четвртиот субјект од оваа група на мали банки нуди станбени кредити за физички лица и хипотекарни кредити за различни целни групи (вработени за плата, бизнис, земјоделие).

Табела бр. 18: Видови хипотекарни кредити на анкетираните банки и штедилници

Реден број на субјектот	Група големи банки (актива поголема од 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)
1	станбени кредити за купување на стан / куќа; станбени кредити за градба / доградба / надградба на куќа; станбени кредити за купување на градежно земјиште; станбени кредити за купување на деловен простор и ненаменскиот потрошувачки кредит со обезбедување на недвижен имот
2	готовински ненаменски кредити обезбедени со хипотека на недвижен имот и станбени кредити
3	хипотекарни готовински кредити во МКД, хипотекарни готовински кредити во ЕУР, хипотекарни потрошувачки кредити во МКД и станбени кредити
Реден број на субјектот	Група средни банки (актива меѓу 8,0 и 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)
1	ненаменски хипотекарни кредити
2	ненаменски хипотекарни кредити и станбени кредити
3	хипотекарни кредити и станбени кредити
4	хипотекарни потрошувачки кредити и станбени кредити
5	станбени и кредити за реновирање за физички лица
Реден број на субјектот	Група мали банки (актива помала од 8,0 милијарди денари на 31.12.2015 година) и штедилницата
1	хипотекарни потрошувачки кредити и станбени кредити
2	хипотекарни потрошувачки кредити и станбени кредити
3	ненаменски потрошувачки хипотекарни кредити за физички лица и станбени кредити обезбедени со хипотека на недвижен имот
4	хипотекарни кредити за различни целни групи и станбени кредити

Извор: Сопствени истражувања

➤ Рокот на доспевање на хипотекарните кредити (најкраткиот и најдолгиот рок на враќање на хипотекарниот кредит) во банките и штедилниците во нашава земја е различен:

- Кај една банка од групата на големи банки рокот на враќање на станбените кредити може да биде од 5 до 30 години. Просечниот рок на враќање кај станбените кредити е 20 години. Кај ненаменскиот потрошувачки кредит со обезбедување на недвижен имот, рокот на враќање може да биде до 20 години. Просечниот рок на враќање изнесува 16 години. Кај втората банка од оваа група максимален рок на враќање на станбените кредити е до 30 години. Максимален рок на враќање на готовинските ненаменски кредити врз основа на хипотека на недвижен имот е до 90 месеци. Минималниот рок не е предвиден. Кај третата банка од оваа група се движи од 12 до 120 месеци;
- Кај едната банка од групата на средни банки најкраткиот рок на враќање на хипотекарниот кредит е 2 години, додека најголемиот рок на враќање е 30 години. Вообичаено рокот на отплата на хипотекарните кредити е 240 месеци. Кај втората банка од оваа група рокот се движи од 0 до 240 месеци. Согласно побарувачката на клиентите, третата банка од групата на средни банки од 2014 година изврши измена (зголемување) во рочноста на хипотекарните кредити што подразбира порелаксираност за идните кредитокорисници. Максималниот рок кој банката го нуди е 240 месеци со грејс период до 6 месеци, а претходно максималниот рок бил 180 месеци без грејс период. Оваа банка нема одреден минимален рок на измирување на кредит. Кај четвртата банка од оваа група рокот се движи од 1 до 20 години (12 до 240 месеци) додека кај петтата банка се движи од 12 до 300 месеци;
- Во групата на мали банки доминира рокот кој се движи од 12 до 240 месеци. Така, кај едниот субјект од групата на мали банки рокот се движи од 12 до 240 месеци додека кај другиот субјект се

движи од 12 до 240 месеци. Хипотекарните ненаменски потрошувачки кредити, третиот субјект од оваа група ги нуди со рок на доспевање до 15 години, додека станбените кредити ги нуди со рок на доспевање до 20 години. Кај четвртиот субјект од оваа група рокот се движи од 12 до 300 месеци.

Табела бр. 19: Рок на доспевање на хипотекарните кредити (најкраткиот и најдолгиот рок на враќање на хипотекарниот кредит) кај анкетираниите банки и штедилници

Реден број на субјектот	Група големи банки (актива поголема од 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	
	најкраток рок на враќање на хипотекарниот кредит	најдолг рок на враќање на хипотекарниот кредит
1	60	360
2	минималниот рок не е предвиден	360
3	12	120
Реден број на субјектот	Група средни банки (актива меѓу 8,0 и 32,1 милијарди денари на 31.12.2015 година)	
	најкраток рок на враќање на хипотекарниот кредит	најдолг рок на враќање на хипотекарниот кредит
1	24	360
2	0	240
3	нема одреден минимален рок	240
4	12	240
5	12	300
Реден број на субјектот	Група мали банки (актива помала од 8,0 милијарди денари на 31.12.2015 година) и штедилницата	
	најкраток рок на враќање на хипотекарниот кредит	најдолг рок на враќање на хипотекарниот кредит
1	12	240
2	12	240
3	/	240
4	12	300

Извор: Сопствени истражувања

- Анкетираниите субјекти нудат различни видови хипотекарни кредити со различни видови каматни стапки. Така, видовите каматни стапки кои се применуваат во однос на хипотекарниот кредит се: променлива (варијабилна) каматна стапка за целиот период на отплата, фиксна каматна стапка за одреден период и променлива (варијабилна) каматна стапка за останатиот период на отплата, фиксна каматна стапка за одреден период и прилагодлива каматна стапка за останатиот период на отплата и прилагодлива каматна стапка. Од анкетираниите банки и штедилници најголем број од хипотекарните кредити се со променлива

каматна стапка за цел период додека на второ место по застапеност се хипотекарни кредити со фиксна каматна стапка за одреден период, по што се применува променлива (варијабилна) каматна стапка. На трето место се хипотекарни кредити со фиксна каматна стапка за одреден период и прилагодлива каматна стапка за останатиот период на отплата додека на четврто место се хипотекарни кредити со прилагодлива каматна стапка.

- Во однос на начинот на утврдување на вредност на имотот кај хипотекарното кредитирање, најчесто се утврдува вредноста на имотот според проценетата вредност на имотот. Само кај една средна банка се применува методот на пресметана вредност (интерни пресметки) на имотот. Кај една мала банка се применуваат сите три начина на утврдување на вредноста на имотот: сегашната вредност (куповната цена) на имотот, проценетата вредност на имотот и пресметаната вредност (интерни пресметки) на имотот.
- Хипотекарните кредити главно се финансирани од депозитите во најголемиот дел од анкетираниите субјекти. Само во три средни банки од анкетираниите не е таков случајот.
- Повеќе од 5 години во банките/штедилницата се воспоставени пишани политики и процедури за работа со хипотекарните кредити. Овој одговор е очекуван со оглед на првото прашање од прашалникот каде се добива одговор за почетоците на понудата на хипотекарните кредити од страна на анкетираниите банки и штедилницата.
- Организационата единица / организационите единици одговорна / одговорни за подготовка на извештаите кои се доставуваат до Народна банка на Република Македонија во поглед на хипотекарните кредити се различни. Тоа се Службата за логистика на продажба, Дирекцијата за контролинг и стратешко планирање, Секторот за буџетирање и финансиско известување, Секторот управување со ризици, Секторот финансии, Секторот за управување на ризици и планирање, кредитирање

- back office, Дирекцијата за поддршка за работа со правни лица и Одделот за банкарска супервизија.

3.2. Клучни параметри кои влијаат на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија

Постојат *надворешни* и *внатрешни* клучни параметри кои влијаат на процесот на хипотекарно кредитирање во Република Македонија. *Надворешните* фактори, поточно странските банки и странските развиени финансиски пазари имаат силно влијание на преродбата на хипотекарниот пазар во нашата земја. Така, што се однесува до надворешните клучни параметри/фактори, поважно влијание имаат:

1. Состојбата на глобалната економија и глобалниот финансиски пазар (Janković, 2016, p.276).
2. Силната поврзаност со долгите економски и финансиски циклуси, во чиј склоп се менуваат фазите на позитивниот економски раст и фазите на негативните економски активности, кога се смалува приливот на странските инвестиции и новиот хипотекарен кредит, додека растат загубите на банките и хипотекарните должници (Janković, 2016, p.276).
3. Влијанието на глобалните пазарни лидери на македонскиот хипотекарен пазар, имајќи ја предвид нивната зрелост, блискост со развиените пазари и странските инвеститори (Janković, 2016, p.276).
4. Различните политички, социјални, економски модели на развој, традицијата и религијата влијаат на изборот на моделот на развој на националниот хипотекарен пазар (Janković, 2016, p.276). Така, во Република Македонија, исто како и кај нашиот северен сосед (Република Србија), најадекватен е мешовитиот модел на развој, со ефикасен пазар и нагласена регулаторна улога на државата.

Внатрешните клучни економски фактори, кои ја дефинираат понудата и побарувачката на финансиските инструменти на хипотекарниот пазар, се однесуваат на макроекономските движења, како и на движењата на пазарот на труд, капитал и недвижности (Ljumović i Marinković, 2014; Janković, 2016, p.276). Така, „понудата на хипотекарните инструменти е поврзана со развојот на конкуренцијата на кредитно-финансиските институции (банкарски, небанкарски и сл.) и понудата на алтернативните хипотекарни производи, монетарно-кредитните и финансиските фактори, како и улогата на државата во поддршката и субвенционирањето на хипотекарните станбени кредити и хипотекарните хартии од вредност“ (Janković, 2016, p.276).

Имајќи предвид дека во Република Македонија имаме само примарен хипотекарен пазар, сепак недостасува секундарниот хипотекарен пазар, со сите пропратни елементи кои би го правеле комплетен. За да биде комплетен овој пазар потребни се соодветни институции, инструменти како хипотекарните хартии од вредност, секјуритизацијата на хипотекарните кредити и соодветната правна регулација. На примарниот хипотекарен пазар, според листата на банки кои имаат дозвола за работа издадена од Народна банка на Република Македонија, од вкупно 15 банки, 14 банки се активни на примарниот хипотекарен пазар во нашата земја. Во однос на штедилниците, според листата на банки кои имаат дозвола за работа издадена од Народна банка на Република Македонија, од вкупно 3 штедилници, 2 штедилници се активни на примарниот хипотекарен пазар во нашата земја. Сепак, со оглед дека понудата на хипотекарните инструменти е поврзана со развојот на конкуренцијата на кредитно-финансиските институции (банкарски, небанкарски и сл.), во Република Македонија потребна е поголема конкуренција на хипотекарниот пазар.

Во однос на монетарно-кредитните фактори, мерките на политиката на НБРМ имаа благотворно влијание во нашата земја. Поточно, „намалувањето на задолжителната резерва на банките, намалувањето на референтната каматна стапка, стандардизацијата и надзорот“ (Janković, 2016, p.276) придонесоа за тоа влијание. Општо познато е дека колку е поголема задолжителната резерва, толку се намалува понудата на пари која банките може да ја позајмуваат и

обратно, колку е помала задолжителната резерва, толку се зголемува понудата на пари која банките може да ја позајмуваат. Така, во нашата земја од 11.9.2013 година имаме намалување на стапката на задолжителна резерва на банките на обврските во домашна валута од 10 % на 8 % (Народна банка на Република Македонија, 2016). Овој процент (8 %) продолжува да фигурира до денес. До 10.8.2009 година, исполнувањето на обврската за задолжителна резерва се вршеше во денари (за денарските обврски) и во евра (за девизните обврски) (Народна банка на Република Македонија, 2016). Од 11.8.2009 година, под влијание на ефектите од глобалната финансиска и економска криза, НБРМ вовеле обврската 23 % од задолжителната резерва на девизните обврски да се издвојува во денари (Петревски, 2011, стр. 182). Во однос на референтната каматна стапка, како што може да се види од табелата бр. 20, референтната каматна стапка во Република Македонија има тенденција на намалување од 1.7.2009 кога изнесувала 9 % достигнувајќи 3,25 % на 1.1.2016 година.

Табела бр. 20: Референтна каматна стапка на НБРМ

Датум на објавување	Референтна стапка за пресметување на стапката на казнена камата
1.1.2009	7.00 %
7.1.2009	9.00 %
1.1.2010	8.50 %
7.1.2010	5.00 %
1.1.2011	4.00 %
7.1.2011	4.00 %
1.1.2012	4.00 %
7.1.2012	3.75 %
1.1.2013	3.75 %
7.1.2013	3.50 %
1.1.2014	3.25 %
7.1.2014	3.25 %
1.1.2015	3.25 %
7.1.2015	3.25 %
1.1.2016	3.25 %
7.1.2016	4.00 %

Извор: Народна банка на Република Македонија

Сепак, постојат и лимитирачки фактори, како во поглед на асортиманот (недостасуваат бројни алтернативни механизми на амортизација на кредитот, кои ги задоволуваат потребите на заемобарателот), така и поради растот на обемот на проблематичните и ненаплатливи станбени кредити (Janković, 2016, p.277). Како што веќе е наведено погоре во истава глава од трудов, во 2013-та

година нефункционалните станбени кредити покажаа раст во рамките на нефункционалните кредити на домаќинствата. Во 2014-та година, според податоците на НБРМ, во однос на нефункционалните кредити на домаќинствата, нагорното движење беше најзначајно кај нефункционалните станбени и потрошувачки кредити. Дури во 2015-та година, според податоците на НБРМ, во однос на нивото на учество на нефункционалните станбени кредити беше забележано намалување од 2,9 % на 2,4 %. Кон проблематичните станбени кредити потребно е да се пристапи со огромна сериозност. За да може да се наплатат овие кредити, како прво, потребно е банката и клиентот да ја разберат реалната позиција на другата договорна страна со што би обезбедиле со новиот договор заемна корист, без продажба на хипотеката со долг и неизвесен исход и како второ, преку прилагодување на механизмот на нормативно-правната рамка во услови на криза и ограничена финансиска поддршка, државата треба да ја поттикне ефикасноста на процесот на решавање на проблемот со проблематичните станбени кредити (Janković, 2016, p.277).

Според податоците на НБРМ, засилена беше склоноста на домашните економски субјекти за штедење на долг рок во посткризниот период (Народна банка на Република Македонија, 2015). Со развојот на наменското штедење за стан, со субвенциите на државата и развојот на секундарниот хипотекарен пазар (емисијата на хипотекарните хартии од вредност) значително би се придонело во зголемување на понудата на хипотекарните инструменти (Janković, 2016, p.277).

Исто така, од суштинско значење за зголемување на понудата на хипотекарните производи е развивањето на градежната индустрија и претприемништвото со што би се зголемила понудата на нови објекти т.е. изградба на нови станбени објекти со соодветни цени и достапност на становите, особено на припадниците на средната класа (Janković, 2016, p.277).

Од друга страна пак, „побарувачката на хипотекарните инструменти, која е одредена од спремноста и финансиските можности на граѓаните да купат стан на кредит, пред сè, зависи од економскиот систем и повеќе макроекономски фактори, од кои најважни се: движењето на БДП, вработеноста, доходот на населението, инфлацијата, каматните стапки, девизниот курс и цените на

недвижностите“ (Janković, 2016, p.277). Бруто домашниот производ претставува главен показател за развиеноста на економијата на една земја. Така, поголем БДП значи дека земјата повеќе произведува, граѓаните имаат повисоки приходи и како резултат на тоа трошат повеќе. Со други зборови, поголем БДП е во прилог на зголемување на побарувачката на хипотекарни инструменти. Табелата бр. 21 го покажува номиналниот БДП во Република Македонија во периодот од 2004 до 2015 година, кој од 2010 година до 2015 година бележи постепен нагорен раст. Реалната стапка на раст на БДП бележи постепен нагорен раст во нашата земја во периодот од 2013 година до 2015 година (види табела бр. 21).

Табела бр. 21: Номинален БДП и реалната стапка на раст на БДП во Република Македонија во периодот од 2004 година до 2015 година

Година	БДП во тековни цени (во милиони денари)	БДП (стапка на реален пораст, во %)
2004	280.786	4,7 %
2005	308.432	4,7 %
2006	334.840	5,1 %
2007	372.889	6,5 %
2008	414.890	5,5 %
2009	414.622	-0,4 %
2010	437.296	3,4 %
2011	464.187	2,3 %
2012	466.703	-0,5 %
2013	501.891	2,9 %
2014	527.631	3,5 %
2015	558.240	3,7 %

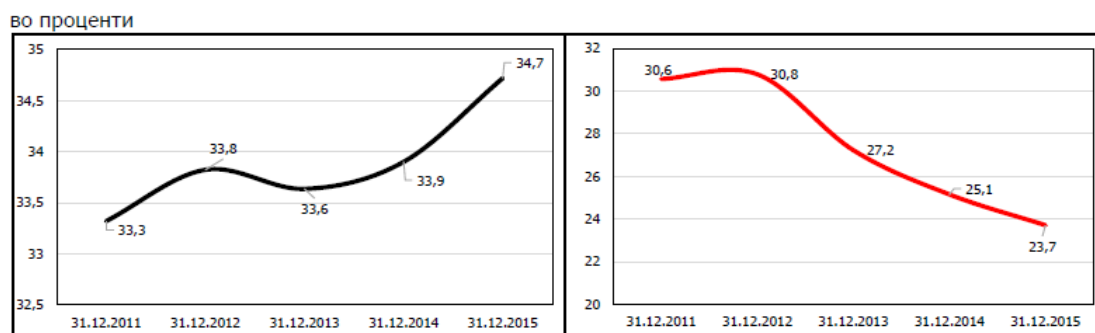
Извор: Државен завод за статистика на Република Македонија и Народна банка на Република Македонија

Другите важни фактори, поточно стапката на невработеност и стапката на инфлација, се прикажани во табелата бр. 10. Имено, поголемата стапка на невработеност секако не е во прилог на зголемување на побарувачката на хипотекарни инструменти. Така, во Република Македонија стапката на невработеност од 2005 година до денес има тенденција на намалување, но и покрај тоа сè уште е многу висока. Стапката на инфлација, пак, доколку е

висока го отежнува функционирањето на финансиските пазари. Поточно, високата стапка на инфлација ја зголемува склоноста на населението и претпријатијата да имаат потреба од кредити, со што се намалува нивната склоност кон штедењето и како резултат на тоа доаѓа до ограничување на понудата на кредитите (во случајов, на хипотекарните кредити).

Останатите фактори, поточно доходот на населението, хипотекарните каматни стапки и цените на недвижностите, се исто така доста значајни поради зависноста на побарувачката на хипотекарни инструменти од нив. Од графиконот бр. 39 може јасно да се види прикажаното учество на хипотекарните кредити во вкупните кредити кај физичките лица и просечната цена на м² во Р Македонија во однос на расположливиот доход по жител во периодот од 31.12.2011 до 31.12.2015 година. Од средината на 2013 година до крајот на 2015 година се забележува постепено зголемување на учеството на хипотекарните кредити во вкупните кредити кај физичките лица, додека просечната цена на м² во Р Македонија во однос на расположливиот доход по жител покажува евидентен постепен пад почнувајќи од средината на 2012 година и продолжувајќи сè до крајот на 2015 година. Така, според податоците на Народна банка на Република Македонија, „во 2015 година, станбените кредити се зголемија за 16,1 %, при пониски каматни стапки за 0,9 процентни поени, а и пониска просечна цена за метар квадратен. Ова засега не предизвикува растечки ризици за банките, пред сè поради нивната покриеност со квалитетно обезбедување, коешто релативно лесно се продава при евентуална ненаплатливост на станбениот кредит“ (Народна банка на Република Македонија, 2016, стр. 28).

Графикон бр. 39 Учество на хипотекарните кредити во вкупните кредити кај физичките лица (лево) и просечна цена на м² во Р Македонија / расположлив доход по жител (десно)



Извор: Народна банка на Република Македонија

4. Расправа околу предлозите за идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во Република Македонија

Иако Република Македонија не може да се пофали со развиен хипотекарен пазар како во развиените економии, ниту пак со голем процент на хипотекарни кредити како инструмент на примарниот хипотекарен пазар, сепак оваа неразвиеност во екот на глобалната економска криза ни ја покажа единствената добра страна на неразвиеноста која придонесе добро да се издржат првите удари на глобалната финансиска криза (хипотекарната криза). Сепак, факт е дека е неопходно и од големо значење воспоставувањето на ефикасен хипотекарен пазар и во нашата земја кој креира извонредни позитивни екстерни ефекти и претставува добар индикатор дека земјата економски добро се развива.

Од круцијално значење е пазарот на недвижностите ефикасно да функционира бидејќи овој пазар го стимулира градежништвото кое придонесува во изградбата на недвижностите кои се користат како колатерал во процесот на хипотекарното кредитирање. За да функционира ефикасно овој пазар потребни се (Дишлиеска, 2008, стр. 170): „правна регулатива која овозможува транспарентност на сопственичката структура над недвижностите и пазар на хипотеки кој што обезбедува финансирање на изградбата и купопродажбата на

недвижностите“. Така, во месец мај 2016-та година беше објавено дека според податоците на Агенцијата за катастар на недвижности „според последната статистика, моментално се запишани 950.752 стана, што значи дека под хипотека се 9,6 % од запишаната станбена површина. Вкупната вредност на становите што се натоварени со хипотека е над 2,8 милијарди евра“ (Telegraf.mk, 2016). Понатаму е наведено дека „анализата на податоците за домовите што се ставени под хипотека покажува дека хипотеките се застапени со најголем процент од запишаните станови во Скопје, а најмалку во Македонски Брод. Така, ако во Скопје 15 % од домовите се под хипотека, во Македонски Брод се само 1,4 %. Процентите варираат од град во град, а малку повисоки се запишаните хипотеки во Гевгелија, каде што 13,4 % од домовите се со хипотекарен товар, додека во Кавадарци се 13,9 %. Над 10 % се и во Штип и во Кавадарци. Инаку, во главниот град се заложени вкупно 40.439 домови, во Битола 5.509 стана, во Охрид 4.022 стана“ (Telegraf.mk, 2016). Исто така наведено е дека „има тренд на раст на ставените хипотеки, особено во периодот од 2005 година до 2015 година, период за кој бројот на хипотеки пораснал за фантастични 188 %“ (Telegraf.mk, 2016). Во однос на валутната структура на хипотеките е наведено дека „анализите на валутната структура на хипотеките покажуваат дека најголем дел од нив се врзани во евра, или околу 2,3 милијарди евра отпаѓаат на хипотеки во евра. Околу 450 милиони евра се хипотеките што се врзани во денари. Од нив 630.000,00 евра се врзани со долари, а има хипотеки за кои се земени кредити и во швајцарски франци, па и во јапонски јени“ (Telegraf.mk, 2016). Пазарот на хипотеки иако сè уште мал, сепак има простор за развој. Колку за споредба, наведено е дека „во Словенија, на пример, 70 % од становите се под хипотека“ (Telegraf.mk, 2016).

Кредиторот кај хипотекарното кредитирање се сретнува со повеќе ризици кои се поврзани со промената на економските случувања и однесувањето на должникот (кредитниот ризик, каматниот ризик, ликвидносниот ризик, ризикот од предвремена отплата, оперативниот ризик, девизниот ризик, ризикот поврзан со вредноста на хипотеката, ризикот поврзан со сопственоста, даночниот ризик, пазарниот ризик, ризикот на земјата и други). За ублажување на некои од ризиците потребно е создавање на секундарен хипотекарен пазар во Република Македонија. Секундарниот хипотекарен пазар не само што

овозможува ефикасно распределување на ризикот туку овозможува и ослободување на ресурсите за нови вложувања. Исто како и кај некои од поранешните социјалистички земји, спроведувањето на хипотекарното кредитирање преку емисија на хипотекарните обврзници во Република Македонија ќе претставува не само потенцијално нов извор на финансирање за кредитните институции инволвирани во хипотекарното кредитирање, туку исто така ќе претставува важна промена во севкупната бизнис-стратегија и политика на кредитните институции. Исто така, хипотекарните заложници ќе можат да се користат како инструмент за привлекување на странски капитал со нивната продажба на меѓународниот пазар. Со воведувањето на системот на хартии од вредност врз основа на хипотека се овозможува отстранување на ризикот од чување на значаен дел од активата на банките во форма на хипотекарни кредити поточно има подобра диверзификација на ризикот. Во Република Македонија од правен аспект, владата треба пред сè да донесе неколку закони за да се поддржат трансакциите со хартии од вредност врз основа на хипотека. Тие закони се:

- Законот за хипотекарни обврзници,
- Законот за хипотекарни банки и
- Законот за секјуритизација.

Исто така, исто како и кај некои од поранешните социјалистички земји, потребна е посилна и рedefинирана улога на државата. Имено, преку самиот процес на секјуритизација, дел од хипотекарните кредити во Република Македонија може да биде преземен од банките и нивните биланси од страна на Владата која се јавува како гарант на хипотекарните кредити. Овој преземен дел на хипотекарни кредити од банките и нивните биланси од страна на Владата може да се претвори во нови инструменти поточно хипотекарни обврзници кои понатаму можат да се продаваат на други финансиски учесници. Значи и самата држава може да биде двигател за многу позитивни промени во нашата земја. За нашава земја да тргне на правиот пат на економски развој, претходно треба да се отстранат правните и даночните пречки и да се воведат рејтинг-агенции. Со оглед на сегашната состојба на пазарот на капитал, секјуритизацијата е таа која

не само што ќе овозможи појава на поголем број хартии од вредност на пазарот на капитал туку ќе им овозможи и на пензиските фондови и осигурителните компании да имаат поголема можност за вложување, за оплодување на нивниот капитал со што ќе креираат диверзифицирано портфолио.

Исто така, искуствата на развиените земји и искуствата на некои од поранешните социјалистички земји во доменот на хипотекарното кредитирање кои го имаат поминато процесот на транзиција, поточно тие кои имаат поголемо искуство во тој поглед, ќе бидат многу корисни за Република Македонија и ќе послужат како пример за имплементација. Од овие искуства можат да се извлечат појдовните основи за развивање на примарниот хипотекарен пазар и создавање на секундарниот хипотекарен пазар во Република Македонија. Така, имајќи ја предвид сегашната состојба во Република Македонија, потребно е:

- Решавање на заостанатите законски компликации на пазарот на недвижности поточно заостанатите судски спорови како резултат на промените во законодавството со уписите во катастарот на правото на сопственост на недвижностите и запишувањата на другите стварни права на недвижностите (правата на хипотеките, правата на службеностите, правата на реалните товари и правата на долготраен закуп на градежното земјиште согласно со Законот за градежно земјиште). Инаку, во Република Македонија имотниот лист претставува јавна исправа со која се докажува запишаното право на сопственост и другите стварни права на недвижностите во согласност со законот.
- Иницијатива за донесување на Законот за хипотекарни обврзници, Законот за хипотекарни банки и Законот за секјуритизација со цел поддржување на трансакциите со хартии од вредност врз основа на хипотека.
- „Да се забрза со неопходната законска регулатива за создавање на примарен и секундарен хипотекарен пазар, кој ќе биде во целост компатибилен со директивите на Европската Унија.
- Рамноправен пристап во механизмот од страна на сите издавачи (оригинатори) и корисници на хипотекарни кредити.

- Да се намали бројот на инвеститори кои се однесуваат на шпекулативен начин и без доволен обем на капитал настапуваат на пазарот на недвижности.
- Флексибилност на системот за прифаќање на различни форми и иновативни механизми.
- Експлицитна гаранција на државата.
- Државна супервизија на процесот.
- Создавање на државни агенции за емисија на хипотекарни заложници, со отворена можност за приватизација во иднина.
- Управување од страна на приватни менаџери и
- Поттикнување на конкуренцијата“ (Дишлиеска , 2008, стр. 176).

ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА

Анализата на хипотекарното кредитирање, неговата улога за време на глобалната економска криза, можните решенија и поуки од хипотекарната криза и перспективите на хипотекарното кредитирање после глобалната финансиска криза, овозможуваат формулирање на неколку заклучоци и препораки.

Хипотекарниот кредит претставува најстар облик на кредит, обезбеден со недвижност. Суштината на хипотеката е во тоа што доколку должникот не ја исполни обврската во однос на исплатување на кредитот, тогаш „одговорност“ презема заложената недвижност. Постојат три света кога говориме за хипотекарното кредитирање. Едниот е оној на заеmobаратели кои се спремни за *prime time кредити* (најбарани кредити) т.е. тие лесно се квалификуваат и влегуваат во групата каде работодавателите им нудат најповолни (повластени) каматни стапки. Другиот свет е „Алтернатива-А“ *хипотекарен свет*. Овие заеми се даваат на луѓе кои се сметаат за помалку ризични од *subprime*

заемобарателите, но не се кредитоспособни како оние од категоријата на најкредитоспособни заемобаратели и затоа каматните стапки на овие заеми се пониски од оние на subprime заемите. *Subprime пазарот* е третиот свет на хипотекарно кредитирање. Заемите се даваат на највисокоризични заемобаратели кои немаат сигурни приходи и затоа каматните стапки на овие заемобаратели се највисоки.

Еден од првите индикатори на подоцнежната финансиска криза беше американската „subprime“ хипотекарна криза, карактеризирана со пораст на неплаќањата на „subprime“ хипотекарните долгови и заплenuвањата на недвижностите. Вредноста на американските „subprime“ хипотекарни кредити беше проценета на 1,3 трилиони долари во март 2007-та година, со над 7,5 милиони долари неотплатени „subprime“ хипотекарни кредити со приоритетно право на ретенција (first-lien subprime mortgages). Приближно половина од заплenuвањата на недвижностите во САД беа „subprime“ хипотекарните заеми.

„Subprime“ хипотекарната криза беше предизвикана од неколку главни причини. Така, subprime заемите беа главни придонесувачи за зголемување на стапката на сопствениците на домови и на целокупната побарувачка на домови, кое доведе до зголемување на цените на недвижностите. Помеѓу 1997-та и 2006-та година, според S & P, цените на куќите во САД се зголемија и до 124 %. Како што цените на куќите растеа, потрошувачите сè повеќе позајмуваа. Така, долгот на домаќинствата порасна на 14,28 трилиони долари на крајот на 2008-та година, што беше 129,87 % од расположливиот личен доход (вкупниот расположлив личен доход на крајот од 2008-та година изнесувал околу 11 трилиони долари). Пред кризата, кредитните стандарди беа евидентно ниски и заеодавачите нудеа сè повеќе и повеќе заеми на заемобарателите кои спаѓаа во групата на поризични кредитобаратели, вклучувајќи ги и илегалните имигранти. Со други зборови, заеодавачите нуделе *високоризични хипотекарни кредити* како што се НИНЦА заемите, subprime хипотекарните кредити, Алт-А хипотекарните кредити, хипотекарните кредити со второ право на залог итн. *Неточниот кредитен рејтинг* беше исто така една од главните причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза. Така, неколку тужби беа поднесени од страна на инвеститорите против „големата тројка“ - Moody's Investors Service,

Standard & Poor's и Fitch Ratings. S&P и другите агенции за кредитен рејтинг ги оценуваа пуловите на станбените кредити со највисокиот рејтинг (AAA), иако хипотеците беа екстремно ризични и често беа давани на должници кои не беа способни да ги отплатат заемите. Друга причина беше поризичната верзија на *секјуритизација* која беше развиена од страна на приватните банки кои правеа пулови на нестандартни хипотекарни кредити, ги продаваа како обврзници на инвеститорите и главно не гарантираа за нив. Имено, секјуритизацијата на приватно етикетираните (инвестициските и комерцијалните банки) значеше трансферирање на двата ризика на инвеститорите, каматниот и ризикот од неизвршување на обврската т.е. кредитниот ризик. Така, секјуритизираниот дел на „subprime“ хипотекарни кредити беше зголемен од 54 % во 2001-та година на 75 % во 2006-та година. За време на бумот на недвижностите (housing boom), *кредитните „default“ свопови (Credit default swaps – CDS)* беа продавани од страна на фирми кои не успеале да обезбедат резерви или иницијален колатерал или да ја заштитат нивната изложеност. Вредноста на основните ненамирани побарувања на кредитните „default“ свопови во светски рамки порасна од 6,4 трилиони долари на крајот на 2004-та година на 58,2 трилиони долари на крајот на 2007-та година. Значаен дел од овие кредитни „default“ свопови беа очигледно спекулативни или „голи“ кредитни „default“ свопови. Во 2004-та година имаше предупредување од страна на ФБИ за можност од „епидемија“ на *хипотекарна измама* која доколку не се спречи, има потенцијал да предизвика „следна криза на штедни влогови и кредити“. Во 2005-та година бројот на извештаите на сомнителни активности - Suspicious Activity Report (FinCEN SAR) кои беа доставувани до FinCEN и беа во врска со хипотекарна измама изнесуваше 25.988, додека во 2009-та година достигна цифра од 67.507. *Владините политики* (Актот на паритет на алтернативните хипотекарни трансакции, укинувањето на четирите посебни одредби од американскиот Банкарски акт од 1933-та година итн.) беа исто така една од главните причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза, кои го поттикнаа развојот на масовниот станбен меур помеѓу 1997-та и 2007-та година, како и создавањето на 27 милиони „subprime“ и „Алт-А“ хипотекарни кредити. *Политиките на централните банки* беа исто така една од главните причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза според некои критичари. Така, политиката на каматни стапки на Системот на федералните национални банки во САД (Federal

Reserve System) во текот на раните 2000-ти години била погрешна бидејќи измерената инфлација во тие години била под вистинската инфлација што довело до монетарна политика која придонела во креирањето на станбениот меур. Исто така, Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System) на чело со Алан Гринспан (Alan Greenspan) како претседател, ги држеше каматните стапки премногу ниски предолго време што доведе до креирањето на станбениот меур. Доколку стапката на федералните фондови (federal funds rate) ја следеше вообичаената шема според правилото на Тејлор (Taylor rule), станбениот бум и последователниот пад би биле многу помали. *Нивото на задолженост на финансиските институции* беше исто така една од главните причини за појавата на „subprime“ хипотекарната криза. Така, петте големи инвестициони банки - Беар Стернс (Bear Stearns), Голдман Сакс (Goldman Sachs), Леман Брадерс (Lehman Brothers), Мерил Линч (Merrill Lynch) и Морган Стенли (Morgan Stanley) во периодот помеѓу 2004-та и 2007-та година значајно го зголемија нивниот финансиски левериџ и пријавија над 4,1 трилион долари долг за фискалната 2007 година, што беше 30 % од номиналниот бруто домашниот производ - БДП (GDP) во САД за 2007-та година. Средствата во заедничките фондови на пазарот на пари (money market mutual funds) скокнаа од 3 милијарди долари во 1977-та година на 1,8 трилиони долари до 2000-та година. До 2000-та година, комерцијалните хартии пораснаа до 1,6 трилиони долари, додека во 1980-та година беа помалку од 125 милијарди долари. Така, Пол Кругман (Paul Krugman) го опиша функционирањето на „банкарскиот систем во сенка“ како „сржта на она што се случи“ за да предизвика криза.

Влијанието на „subprime“ хипотекарната криза имаше катастрофални последици врз економијата во САД. Влијанието на „subprime“ хипотекарната криза врз финансискиот сектор почна во февруари 2007-та година, кога HSBC, светски најголемата банка, го отпушти директорот одговорен за работењето со хипотекарно кредитирање во САД бидејќи загубите достигнаа 10,5 милијарди долари. За време на 2007-та година најмалку 100 хипотекарни компании беа продадени, затворени или банкротираа. Така, вкупната нето-вредност на имотите на домаќинствата во САД имаше надолан тренд, берзите во САД, како и глобално, сигнализираа претстојечки тежок економски период, стапката на невработеност во САД се зголеми, цените на становите за домување во САД

според индексот S&P/Case-Shiller 20-city composite home-price index достигнуа пад од 31,86 % во мај 2009 година, вкупниот национален долг како процент на бруто домашниот производ се зголеми, додека буџетскиот дефицит од 458,55 милијарди долари во 2008-та година достигна рекорден износ од 1,4 трилиони долари наредната година што претставуваше најголемиот буџетски дефицит во светски рамки. Проценките укажуваат дека средствата наменети за стоково берзанско тргување се зголемија од 13 милијарди долари во 2004-та година на 260 милијарди долари во март 2008-та година. Имено, со колапсот на станбениот меур, не само во САД туку и насекаде во светот, инвеститорите го пренасочија својот интерес кон стоковиот пазар, поточно стоковото берзанско тргување. Замрзнувањето на кредитите кое го доведе глобалниот финансиски систем на работ на колапс беше причина Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System), Европската централна банка (European Central Bank) и другите централни банки да вбризгаат вкупно 2,5 трилиони долари ликвидни средства во кредитните пазари, што претставуваше до тој момент најголемата монетарна интервенција во светската историја. Американската влада и европските влади доделија додатни 1,5 трилиони долари за директни вложувања во акции во нивните локални финансиски институции.

Американската „subprime“ хипотекарна криза имаше тешки последици врз европските пазари, особено врз инвеститорите и институциите во Европа кои инвестираа во хартии од вредност обезбедени со „subprime“ хипотекарни заеми емитувани од американските банки и финансиските институции. Од крајот на 2009-та година Европа се соочи со должничка криза или т.н. криза на јавен долг. Буџетските дефицити на многу европски земји беа на незавидно ниво. Многу од европските земји, меѓу кои и Велика Британија, Грција и Шпанија, се свртеа кон штедење, како начин да се ублажат буџетските проблеми. Во периодот од 2007-та до 2013-та година Грција покажува најголем процент во однос на останатите земји и е лидер во однос на јавниот долг како процент во однос на БДП. Во повеќето макроекономски модели мерките за штедење во принцип ја зголемуваат невработеноста (Шпанија од 8,2 % во 2007-та година достигна невработеност од 27,5 % во 2013-та година, Грција од 7.8 % во 2008-та година достигна невработеност од 26,1 % во 2013-та година). Мерките за штедење или политиката на аустеритет се наметнаа во првата половина на 2010-та година во

Европа. Како економистот Мартин Вулф (Martin Wolf) така и Пол Кругман (Paul Krugman) беа строги критичари на мерките за штедење.

„Subprime“ хипотекарната криза предизвика многу дебати поврзани со детално разгледување и анализа на можните решенија и поуки кои треба да се земат предвид во иднина. Секоја од понудените можни решенија има свои предности и слабости. Нивното правилно комбинирање и употреба имајќи ги предвид сите предности и слабости може да биде добитна комбинација. Така, со цел да се подобри ликвидноста на пазарите потребно е кредитно олеснување и намалување на каматните стапки како едно од можните решенија. Кредитно олеснување т.е. зголемување на паричната понуда со цел стимулирање на економијата беше извршено според програмата ТАЛФ, кога Федералната национална банка на Њујорк (Federal Reserve Bank of New York) им даде кредит од 200 милијарди долари на имателите на одредени хартии од вредност обезбедени со актива со кредитен рејтинг AAA. Понатаму, според програмата ТАФ (Term Auction Facility - TAF) од почетокот на своето создавање па сè до ноември 2008-та година биле дадени кредити во износ од 1,6 трилиони долари во замена на колатерал. Сепак, од друга страна пак, ова зголемување на паричната понуда создава ризик од инфлација со што би ослабел доларот и би го направил помалку пожелен како резервна валута. *Намалените каматни стапки* ја стимулираат економијата на тој начин што го прават позајмувањето помалку скапо. Во САД, Системот на федералните национални банки во САД (Federal Reserve System), стапката на федералните фондови (federal funds rate) која на 29.6.2006 година изнесувала 5,25 %, ја намалил и на 16.12.2008 година изнесувала 0-0,25 % и така продолжила сè до крајот на 2012-та година. Исто така, намалените каматни стапки им помагаат на банките да профитираат на тој начин што банките можат да позајмуваат по многу ниски каматни стапки од депонентите, а да даваат кредити со повисоки каматни стапки за хипотекарните кредити или кредитните картички. Од друга страна пак, намалувањето на каматните стапки во однос на другите земји ја ослабува домашната валута. Одржувањето на каматните стапки на ниско ниво го обесхрабрува штедењето, а ја поттикнува потрошувачката. Исто така, со намалувањето на каматните стапки постои ризик од инфлација предизвикана од побарувачката веднаш штом економијата ќе почне да расте.

Доколку компанијата или институцијата е несолвентна, има повеќе алтернативи за справување со оваа состојба. Така, *национализацијата* претставува ефикасен начин за да се одржи стабилноста на финансискиот систем и да се спречат идни кризи. Традиционалната економска теорија општо укажува дека поголемата конкуренција помеѓу финансиските институции води кон поголемо преземање на ризик и почести финансиски кризи. Друга предност на национализацијата е тоа што го елиминира моралниот хазард својствен за системски важните финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) во приватна сопственост. Сепак национализацијата или рекапитализацијата има и свои критичари. Според Алан Стјуард Блајндер (Alan Stuart Blinder), како прво, контролата на менаџментот на десетици, стотици или можеби илјадници национализирани банки претставува тешка задача. Како второ, средствата со низок квалитет (dodgy assets) во банките е многу тешко да се процени колку вредат, правејќи да е невозможно да се знае колку капитал им треба на банките, при што голема веројатност е дека многу е скапо да се обезбеди капиталот. Така, според Алан Стјуард Блајндер, национализацијата не прави овие проблеми да исчезнат. Исто така Алан Стјуард Блајндер (Alan Stuart Blinder) го објаснува пристапот „добра банка, лоша банка“: „Добрата банка ги добива добрите средства, веројатно сите депозити и дел од преостанатиот банкарски капитал. Како здрава институција, може веројатно да подигне свеж капитал и да продолжи среќно како приватна компанија. Лошата банка наследува лоши средства и остатокот од капиталот, кои по соодветните намалувања на средствата, нема да бидат доволни. Така, повторно, некој ќе мора да ја пополни дупката. И реално, со оглед на нередот во кој сме ние, голем дел од тој нов капитал најверојатно ќе дојде од даночните обврзници.“ Друг начин за разрешување на проблемот со несолвентноста на институциите е кога владата или приватните инвеститори купуваат „токсични“ средства (хипотекарните обврзници, колатералните должнички обврзници и кредитните „default“ свопови), кои не можеа да се продадат откако ги изложија нивните сопственици на огромни загуби. Со купувањето на „токсични“ средства се отстрануваат проблематични средства од банките во замена за пари со што се подобрува финансиската состојба на самата банка и се подобрува довербата во банката. Сепак, економистот Joseph Stiglitz е еден од критичарите на оваа програма. Според економистот Joseph Stiglitz купувањето на „токсичните“ средства

претставува „вештачки капитализам каде имаме приватизација на добивките и социјализација на загубите.“ Со други зборови, според економистот Joseph Stiglitz ова е ситуација каде банките и инвеститорите победуваат, а даночните обврзници губат. Друго решение за разрешување на проблемот со несолвентноста на банките е конвертирањето на долгот во капитал преку т.н. *кратења (haircuts) т.е. намалување на главницата и каматата на обврзниците*. На тој начин даночните обврзници не мора да контрибуираат долари и секако се зголемува довербата во финансиската институција. Сепак ова решение има и свои негативни аспекти. Имено, даночните обврзници во овој случај се заштитени за разлика од сопствениците на обврзниците. Поради ова, постои опасност инвеститорите да одбијат да ги финансираат финансиските институции.

Актот за економски стимул од 2008 (Economic Stimulus Act of 2008) значеше пакет од 168 милијарди долари за спасување на американската економија вклучувајќи намалувања на даноците на даночните обврзници и даночни ослободувања за претпријатијата. Понатаму, Актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) значеше пакет од 832 милијарди долари за стимулирање на економијата вклучувајќи намалувања на даноците, задолжителни трошења на програми како Medicaid и бенефиции за невработеност и дискрециони трошења почнувајќи од помош на индивидуалци па сè до инвестиции во инфраструктура, енергија, образование и здравствена заштита. Овој акт до крајот на 2012-та година создаде околу 6 милиони работни места и го зголеми нивото на бруто домашниот производ - БДП (GDP) од 2 до 3 проценти од крајот на 2009-та година до средината на 2011-та година. *Стимулирањето на економијата преку зголемувањето на владиното трошење* секако има и критики. Така, според економистот Питер Шиф (Peter Schiff) кога „ефектите од ова стимулирање на економијата ќе исчезнат, истата неурамнотежена економија ќе остане, само сега со многу поголемо оптоварување со долгови.“ *Стимулирањето на економијата преку намалувањата на даноците* исто така беше подложно на некои анализи. Имено, економистот Марк Занди (Mark Zandi) демонстрираше дека трошењата како дел од актот за американска обнова и реинвестирање од 2009 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) имаа повисок

фискален мултипликатор за разлика од намалувањата на даноците. Со други зборови, од приложеното може да се заклучи дека инфраструктурните инвестиции и трошењата се многу поефективни мерки за стимулирање во споредба со намалувањата на даноците што се должи на нивните повисоки мултипликатори. Според Центарот за буџетски и политички приоритети (Center on Budget and Policy Priorities - CBPP) со намалувањата на даноците „се намалуваат приходите и се зголемува дефицитот.“

Во однос на *владината финансиска помош*, со донесувањето и потпишувањето на Актот за итна економска стабилизација од 2008 година (Emergency Economic Stabilization Act of 2008), законодавството ја создаде програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) и Министерството за финансии (Treasury Department) беше овластено да купи или гарантира до 700 милијарди долари проблематични средства со цел да се стабилизира економијата, да се подобри ликвидноста и да се врати довербата во финансиските институции. Владината финансиска помош, од друга страна пак, има свои негативни аспекти и свои критичари. Така, дадената владина финансиска помош на системски важни финансиски институции (systemically important financial institution - SIFI) во основа функционира како механизам за пренесување на загубите од приватните инвеститори и другите кредитори на даночните обврзници. Владината финансиска помош т.е. програмата за помош на проблематичните средства (TARP - Troubled Asset Relief Program) го зголеми моралниот хазард на пазарите преку вбризување на капитал во банките кои ја предизвикаа кризата. Беше изразена загриженост во врска со конфликтите поврзани со зависноста на програмата од кредитните рејтинг-агенции и беше истакнато дека нивниот главен извор на приходи се состои од надоместоци наплатени од издавачите на хартиите од вредност кои тие ги рангираат.

Во САД како последица на „subprime“ хипотекарната криза беа донесени акти, планови, формирани алијанси итн. со цел *помош на сопствениците на домови*. Такви беа: Актот за домување и економско закрепнување (Housing and Economic Recovery Act - HERA), Алијансата надеж сега (Hope Now Alliance) и Планот за достапност и стабилност на сопствениците на домови (Homeowners Affordability and Stability Plan). На сопствениците на домовите може да им се помогне преку

намалување на каматните стапки, намалување на главниците на кредитите, зголемување на периодот на отплата на хипотекарните кредити или конвертирање на хипотекарните заеми со променлива каматна стапка (ARM) во хипотекарни кредити со фиксна каматна стапка. Во почетокот на 2009-та година беше лансираше програмата „Правејќи го домот достапен“ (Making Home Affordable Program - МНА) која се состоеше од две програми: едната за *модификации на кредитите* (Програма за модификација за достапен дом - Home Affordable Modification Program - HAMP) и другата за *рефинансирање на кредитите* (Програма за рефинансирање за достапен дом - Home Affordable Refinance Program - HARP). И ова решение има критики кои треба да се земат предвид. Така, помошта на сопствениците на домови би создала морален хазард. Друго што треба да се земе предвид се инвеститорите. Имено, историски гледано кредитите беа оригинирани и чувани од страна на банките. Сепак, хипотекарните кредити оригинирани во текот на изминатите неколку години беа во сè поголем број пакувани и продавани на инвеститори преку комплексни инструменти како што се хипотекарните заложници (mortgage backed securities, MBS) или колатералните должнички обврзници (collateralized debt obligations, CDO). Банките беа загрижени поради можноста да бидат соочени со тужби од страна на инвеститорите доколку унилатерално и систематски ги конвертираат големиот број хипотекарни кредити во кредити со поповолни услови. Во случајот на САД, со воспоставувањето на стандардизиран пристап на модификација на хипотекарните договори кој експлицитно ги максимизира приносите на инвеститорите како група, програмата за модификација за достапен дом (Home Affordable Modification Program - HAMP) ја намали изложеноста на сервисерите, кои ги спроведуваа модификациите на кредитите, на тужби од страна на инвеститорите.

Многу *судии на интереси* придонесоа за оваа криза. Критичарите тврдат дека рејтинг-агенциите страдаа од судир на интереси бидејќи тие беа платени од страна на инвестиционите банки и другите претпријатија кои организираа и продаваа структурирани хартии од вредност на инвеститорите. Друго што треба да се земе предвид, што беше во случајот на САД, е дека постоеше т.н. „врата што се врти“ („revolving door“) поточно движење на вработените на високи позиции од работни позиции на јавниот сектор на работни позиции на

приватниот сектор и обратно. Така, Актот Сарбејнс-Оксли (Sarbanes-Oxley Act) може да послужи како добар пример за разрешување на проблемот поврзан со судирот на интереси.

Дениз Иган (Deniz Igan), Прачи Мишра (Prachi Mishra) и Тиери Тресел (Thierry Tresselt) преку својот истражувачки труд ни презентираат како „лобирањето“ можеби придонесе за акумулација на ризикот, покажувајќи го патот кон актуелната финансиска криза.“ Во самото истражување се донесува заклучок дека „спречувањето на идни кризи може да бара слабеење на политичкото влијание на финансиската индустрија или поблиско следење на лобирачките активности за да се разберат подобро мотивите кои стојат зад тоа.“

Адекватната регулаторна структура е од големо значење за една економија. Така, можните решенијата во врска со *регулацијата* се поврзани со постоењето на *регулатор на системскиот ризик, регулирањето на „банкарскиот систем во сенка“, построгите капитални барања за банките и ограничувања во однос на нивната задолженост, распарчувањето т.е. поделбата на финансиските институции кои се „преголеми за да пропаднат“ (too big to fail), рестрикциите во однос на шпекулативната продажба на хартии од вредност кои продавачите ги немаат, но подоцна ќе ги набават (short-selling) или како што уште се нарекува продажба без покривие, регулацијата на дериватите, регулацијата на хипотекарното кредитирање поточно воспоставување на минималниот износ на готовинско учество (капар) и стандарди на хипотекарното кредитирање и создавањето на Комисијата за безбедност на финансиските производи (Financial Products Safety Commission - FPSC).*

„Subprime“ хипотекарната криза го откри недостатокот на имажинацијата на дел од лидерите во иницирањето на потребните реформи за да се изградат нови институционални основи за побезбедна економска средина. Според Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller), американски економист и Нобелов лауреат, институционалната реформа започнува со разбирањето на *технологијата* која е на располагање, поточно *информационата технологија*. Понатаму, промовирањето на подобрена *информациска инфраструктура* не претставува само добра политика, туку исто така претставува и добра економија. Информациската инфраструктура се подобрува со промовирање на *сеопфатен*

*финансиски совет, воспоставување на нов финансиски чувар (watchdog) од страна на владата, усвојување на основни конвенции и стандарди кои ќе функционираат добро и во корист на поединците, подобрувања во однос на откривањето на информациите во врска со хартиите од вредност, создавање големи национални бази на податоци на точни податоци кои се однесуваат на економската состојба на поединците и сите деловни објекти, според протокол кој дозволува овие информации да бидат искористени за да се усовршат договорите за управување со ризик, а во исто време да се осигури приватноста и создавање на нов систем на економски мерни единици. Исто така, потребно е создавање пред сè на нови пазари на недвижности, како и други нови пазари кои се неопходни како што се движи и стреми општеството кон поразвиен финансиски сектор. Според Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller), најитно потребен е вистински ликвиден пазар на недвижен имот, особено на домови за едно семејство (single-family homes) кои го сочинуваат најголемиот имот на повеќето домаќинства. Така, во 2006-та година Трговската берза на Чикаго (Chicago Mercantile Exchange - CME) започна со тргување на фјучерс (термински) договори (futures contracts) користејќи го индексот кој е официјално познат како S&P/Case-Shiller home-price index. Конечно, потребен е нов концепт за управување со ризиците на кои се изложени поединците. Така, Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller) предлага нов вид на станбен хипотекарен кредит кој го нарекува *хипотекарен кредит кој континуирано ќе се разработува (continuous-workout mortgage)* т.е. ќе има услови кои ќе бидат прилагодени континуирано (во практиката веројатно на месечно ниво) како одговор на доказот во однос на способноста да се плати и променливите услови на пазарот за домување. Втор предлог на Роберт Џејмс Шилер (Robert James Shiller) е *осигурувањето на домовите* и исто така го наведува *осигурувањето на средствата за живеење (livelihood insurance)* како трет предлог. Клучот за решение на прашањето поврзано со „subprime“ хипотекарната криза лежи во демократизирањето на финансиите преку проширување на примената на здрави финансиски принципи врз сè поголем и поголем сегмент од општеството, притоа користејќи ја сета модерна технологија која е на располагање за да се достигне таа цел. Повејќи го тоа, ќе се намали на долг рок зачестеноста на шпекулативните меури како што беше станбениот меур кој се*

случи пред неколку години. Така, фундаментална институционална реформа не е само можна туку е неопходна.

Изложените искуства на земји како Романија, Бугарија и Хрватска ни даваат појасна слика за досегашните и актуелните движења на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји. Хипотекарниот пазар во Романија започна уште во 2003-та година. Во 2009-та година, романската економија беше силно погодена од меѓународната финансиска криза. После 9 години на економски раст, во 2009-та година економијата влезе во сериозна рецесија. Падот на цените на имотите за живеење почнувајќи од 2009-та година престана во 2013-та година, но повторно продолжи во првиот квартал на 2014-та година. Хипотекарното кредитирање остана еден од неколкуте столбови на кредитната активност во Романија, кое сè уште беше поддржано преку програмата „Прва куќа“ („Prima casa“ program). За време на кризата и после неа, делумно поради значителното намалување на вредноста на имотите и намалените каматни стапки, многу Романци одлучија да инвестираат во недвижности. Така, само во 2014-та година беа доделени 25.000 гаранции од страна на државата за програмата, со вкупен износ на финансирање од 900 милиони евра. Гаранциите претставуваа не повеќе од 50 % од вредноста на кредитот додека просечната вредност на кредитот во рамките на програмата „Прва куќа“ („Prima casa“ program) изнесуваше 36.000,00 евра. Во четвртото тримесечје од 2014-та година се забележа заживување на инвестициите во Романија од 1,4 %, што претставуваше првата позитивна бројка во изминатите две години. Ова се должеше на растот на новите градежни работи. Во Романија, највообичаен начин на финансирање на хипотекарното кредитирање е од депозитите. Исто така, објавените регулативи во врска со емисиите на хипотекарните обврзници (mortgage-backed bonds) ја утврдуваат рамката за пристап до долгорочно финансирање и по пониски трошоци.

Бугарскиот хипотекарен пазар почна да се развива веќе неколку години пред 2004-та година. Во 2009-та година, бугарската економија беше силно погодена од глобалната макроекономска и финансиска криза. Стапката на раст на БДП бележеше голем пад и бугарската економија беше во рецесија оваа година после шест последователни години кога економскиот раст надминуваше 5 %. Во 2014-

та година, цените на куќите првпат забележаа раст од 2,8 % после пет години последователен пад, додека каматните стапки на новите хипотекарни станбени кредити продолжија да се намалуваат достигнувајќи годишен просек од 6,7 %. Законот за хипотекарни обврзници од 2000-та година обезбедуваше правна основа за условите и постапките при издавањето и откупот на хипотекарните обврзници. Обемот на издадени хипотекарни обврзници изнесуваше вкупно 273,3 милиони евра од страна на 11 емисиони банки. Сепак, финансирањето на хипотекарните кредити се базира во поголем дел од депозитите. Иако имало емисии на хипотекарни обврзници, тие не се користат како примарен извор на финансирање од страна на банките иако ова се менува и емисиите на хипотекарните обврзници сè повеќе се во конкуренција со финансирањето од депозитите.

Хрватската влада одигра активна и важна улога во изградбата на станбените објекти и нивното финансирање. Како прво, каматните стапки платени за станбените хипотекарни кредити на банките и станбените штедилници беа признати како даночни олеснувања во оданочувањето на годишниот приход до износ од 12.000,00 хрватски куни. Како второ, преку различни програми за обновување беа изградени или обновени повеќе од 100.000 станови и куќи до крајот на 2004-та година. Така, околу 40 % од нив беа изградени или обновени со неповратни парични средства, додека останатите 60 % беа финансирани преку различни модели на субвенционирани кредити. Во годините помеѓу 2007-та година и 2011-та година, Хрватска како и останатите земји од Европа беше погодена од глобалната макроекономска и финансиска криза. Во 2012-та година, хрватската економија беше заглавена во стагфлација, со економска рецесија, растечка невработеност и повисока инфлација. Како и во претходните неколку години, така и во 2014-та година најголемиот проблем на хрватскиот станбен пазар беше недостатокот на ликвидноста особено во помалку развиените и рурални области. Оваа година комерцијалните банки сè уште играа доминантна улога во станбеното кредитирање. Така, банкарските станбени кредити во 2014-та година сочинуваа речиси 94 % од сите одобрени станбени кредити во Хрватска. Оваа година станбените кредити во Хрватска претставуваа 50 % од вкупните кредити одобрени на секторот домаќинства или 15,1 % од вкупното банкарско кредитно портфолио. Во 2014-та година продолжи трендот

на опаѓање на просечните каматни стапки на станбените кредити, додека станбените штедилници, кои беа воведени во хрватскиот финансиски пазар во 1998-та година, учествуваа само со околу 6 % од вкупно одобрените станбени кредити. Во Хрватска, највообичаен начин на финансирање на хипотекарното кредитирање е од депозитите. Сепак, во Хрватска има потенцијал за финансирање на станбените кредити преку емисија на хипотекарни обврзници.

Во однос на идниот развој на процесот на хипотекарното кредитирање во некои од поранешните социјалистички земји, Ханс Јоаким Дубел (Hans-Joachim Dübel) изнесува неколку интересни предлози. Така, според него, „специфични предложени сфери за понатамошен политички дијалог врз база на студијата на ЕБРД (European Bank for Reconstruction and Development - EBRD) би биле:

- Регулација на примарниот пазар: Закон за заштита на потрошувачот (регулација на производот, гаранција/тестови за достапност), принудна продажба на недвижностите под хипотека/реструктурирање и развој на Законот за несолвентност на потрошувачот.
- Опциите за фискална поддршка на хипотекарниот продукт со преференцијали за намалување на иницијалниот товар на хипотекарните продукти во локална валута и доколку е потребно дизајнирање на хипотекарни продукти заштитени од инфлација. Во однос на продуктите во странска валута, развојот на механизмите за заштита (на пример, износот на дозволената горна граница на негативната амортизација) би требало да претставува приоритет. Тековните субвенции би требало да бидат фискално рационализирани (ограничувања на условните одговорности), рефокусирани на продуктите во локална валута и насочени кон редуцирање на ризикот (на пример, преку поддршка на создавањето капитал на должникот).
- Инфраструктурата на примарниот пазар, со фокус на цените на куќите и создавањето на индекс на наем, како и подобрување на стандардите за кредитирање поточно, вреднување на колатералот.“

Според Ханс Јоаким Дубел (Hans-Joachim Dübel), „регулацијата на секундарниот хипотекарен пазар како еден од основните столбови на

хипотекарниот пазар треба да претставува следна фаза. Можните исклучоци во тоа се Полска, каде прописите на примарниот пазар се понапредни и каде пазарот на обврзниците обезбедени со имот не заживува, и Романија, со тековната дискусија за реформа на обврзниците обезбедени со имот. Понатаму, со цел да се одговори на сериозниот недостаток на станови за изнајмување, потребни се поголеми напори во политиката за градење на станови на национално и локално ниво. За таа цел, јавните инвестиции и капацитетот за позајмување во регионот треба да зајакнат, на пример, во соработка со меѓународни банки за развој. Креаторите на политиката на регионално ниво и нивниот поддржувач на европско и меѓународно ниво треба да разберат дека доволно разновиден и здрав сектор за домување претставува централен столб за стабилноста на финансискиот сектор и економскиот просперитет.“

Од 2006 па сè до 2013 година, во Република Македонија регистрирано е постепено зголемување на процентот на учество на станбените кредити во структурата на кредитите на домаќинствата во нашата земја достигнувајќи највисок процент (24,2 %) во 2013 година. Според податоците на НБРМ, во 2012-та година во Република Македонија беше забележан највисокиот износ на реализирани хипотеки и залози т.е. преземени средства врз основа на ненаплатени побарувања додека во 2008-та година беше забележан најнискиот износ на реализирани хипотеки и залози т.е. преземени средства врз основа на ненаплатени побарувања. Како што беше потенцирано од страна на проф. д-р Михаил Петковски, нашата земја е една од поранешните социјалистички земји која добро ги издржа првите удари на глобалната финансиска криза (хипотекарната криза) поради нејзината структурна неразвиеност, малиот процент на учество на кредитите во БДП на Република Македонија на крајот на 2007-та година во однос на развиените земји, кредитите беа главно финансирани од депозитите, хипотекарните кредити кај нас изнесуваа 2-3 % од БДП, додека во развиениот свет на нив отпаѓаше 59 % од БДП и коефициентот на адекватност на капиталот во 2007-та година беше повисок од сите транзициони економии, што го направи отпорен на различните видови на шокови.

Во Република Македонија поставена е правна рамка и инфраструктура за функционирање на современиот примарен хипотекарен пазар. Нашата земја, низ досегашните реформи, правно и економски овозможи и во праксата го поттикна функционирањето само на традиционалниот депозитно-банкарски механизам. Притоа, не се искористени сите можности во поглед на развој на нови хипотекарни производи и модификувани модели на отплата на кредитот, како во поглед на нивниот асортиман, така и во поглед на намалување на трошоците на кредитирањето, кои треба да бидат во склад со заработката на корисниците на хипотекарни станбени кредити во Македонија, како не би се направил голем проблем со проблематични кредити. Споредбата на нашата земја со искуствата на другите земји недвосмислено укажува дека врз основа на достигнатиот степен на развој на домашниот примарен хипотекарен пазар, потребна е државна поддршка во развојот и секундарен хипотекарен пазар. Потребно е ширење на знаењето и популаризација на новиот механизам на рефинансирање меѓу инвеститорите и намалување на притисокот на капиталот на банките, кои ќе бидат принудени да ги формулираат соодветните стратегии за секјуритизација на своите хипотекарни активи. За да се случи ова, секако потребна е законодавната улога на државата. Со други зборови, за да се развие Република Македонија во земја со модерен и ефективен хипотекарен пазар, потребен е развој на адекватна структура на хипотекарни институции, механизми и инструменти, како и развој на адекватна регулација.

ЛИТЕРАТУРА

Altman, R. (2009). The great crash, 2008. Foreign Affairs. [online] Available at: <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2009-01-01/great-crash-2008> [Accessed 20 Feb. 2016].

Andrejeva, V. (2006). Development of Latvian mortgage lending system. problems and solutions. PhD thesis. Riga Technical University.

Avery, R., Beeson, P. And Sniderman, M. 1992. *Cross-lender variation in home mortgage lending*. ClevelandFed working paper 9219. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Avery, R., Beeson, P. and Sniderman, M. (1993). *Home mortgage lending by numbers*. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Avery, R., Beeson, P. And Sniderman, M. 1994. *Posted rates as signals in mortgage lending markets*. ClevelandFed working paper 9419. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Avery, R., Beeson, P. And Sniderman, M. 1994. *Neighborhood information and home mortgage lending*. ClevelandFed working paper 9620. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Avery, R., Brevoort, K. and Canner, G. (2007). The 2006 HMDA data. *Federal Reserve Bulletin*, [online] 93. Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2007/articles/hmda/default.htm#f11r> [Accessed 9 Nov. 2015].

Bansal, A., Phatak, Y., Gupta, I. and Jain, R. (2009). *Transcending horizons through innovative global practices*. New Delhi: Excel Books Pvt. Ltd.

Barr, C. (2009). The \$4 trillion housing headache. *Fortune*. [online] 27 May. Available at: <http://archive.fortune.com/2009/05/27/news/mortgage.overhang.fortune/index.htm> [Accessed 30 Nov. 2015].

Barron, L. (2012). *Moody's downgrade of big banks highlights need for ongoing financial reforms*. [online] MintPress News. Available at: <http://www.mintpressnews.com/moodys-downgrade-of-big-banks-highlights-need-for-ongoing-financial-reforms/30965/> [Accessed 11 Apr. 2016].

BBC news. (2007). *The downturn in facts and figures*. [online] Available at: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm> [Accessed 27 Dec. 2015].

BBC News. (2008). *Timeline: sub-prime losses*. [online] Available at: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm> [Accessed 22 Feb. 2016].

'Bear raid' stock manipulation: how and when It works, and who benefits. (2008). *Knowledge@Wharton*. [online]. 16 April. Available at: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/bear-raid-stock-manipulation-how-and-when-it-works-and-who-benefits/> [Accessed 02 Jun. 2016].

Berkshire Hathaway Inc., (2003). *2002 Annual report*. (s.l.): (s.n.), p.15. Available at: <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf> [Accessed 25 May 2016].

Berkshire Hathaway Inc., (2009). *Annual letter*. (s.l.): (s.n.), p.12. Available at: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf> [Accessed 25 May 2016].

Bernanke, B. (2007). *The subprime mortgage market*. [Online]. 17 May, Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm> [Accessed 5 Nov. 2015].

Bernanke, B. (2008). *Fostering sustainable homeownership*. [Online]. 14 March, National Community Reinvestment Coalition Annual Meeting, Washington, D.C.. Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080314a.htm> [Accessed 5 Nov. 2015].

Bernanke, B. (2009). *Semiannual monetary policy report to the Congress*. [online]. 24 February, Washington, D.C. Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090224a.htm> [Accessed 04 Jan. 2016].

Bernanke, B. (2009). *American International Group*. [online]. 24 March, Washington, D.C.. Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090324a.htm> [Accessed 07 Apr. 2016].

Bernanke, B. (2012). *Some reflections on the crisis and the policy response*. [Online]. 13 Apr, New York. Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm> [Accessed 16 Mar. 2016].

Blinder, A. (2009). Nationalize? Hey, not so fast. *The New York Times*. 7 March. [online]. Available at: http://www.nytimes.com/2009/03/08/business/08view.html?_r=3&adxnnl=1&ref=business&adxnnlx=1237795472-geXMmEg9S/niQ1l0Bn6fOg [Accessed 04 Mar. 2016].

Board of Governors of the Federal Reserve System, (2008). *Flow of funds accounts of the United States*. Washington DC: (s.n). Available at: <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20080918/z1.pdf> [Accessed 30 Nov. 2015].

Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, (2008). *Press release*. [press release] 14 July 2008. Available at:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20080714a.htm> [Accessed 07 Jun. 2016].

Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System, (2009). *Press release*. [press release] 18 March 2009. Available at:

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm> [Accessed 05 Mar. 2016].

Board of Governors of the Federal Reserve System, (2015). *Financial accounts of the United States*. Washington DC: (s.n). Available at:

<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a2005-2014.pdf> [Accessed 30 Nov. 2015].

Board of Governors of the Federal Reserve System, (2015). *Open market operations*. Washington DC: (s.n). Available at:

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm> [Accessed 30 Nov. 2015].

Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System. (2015). *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*. [online] Available at:

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm> [Accessed 02 Mar. 2016].

Board of Governors of the Federal Reserve System, (2016). *Financial accounts of the United States*. Washington DC: (s.n). Available at:

<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1965-1974.pdf> [Accessed 30 Nov. 2015].

Board of Governors of the Federal Reserve System, (2016). *Financial accounts of the United States*. Washington DC: (s.n). Available at:

<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf> [Accessed 30 Nov. 2015].

Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System. (2016). *Term Auction Facility (TAF)*. [online] Available at:

http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.htm [Accessed 02 Mar. 2016].

Boleat, M. (1985). *National housing finance systems*. London: Croom Helm.

Bond, P., Musto, D. and Yilmaz, B. 2008. *Predatory mortgage lending*. Philadelphia, PA.: Federal Reserve Bank of Philadelphia. Available at:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1288094 [Accessed 15 Jan. 2016].

Browning, L. (2007). The subprime loan machine. *The New York Times*. [online]. 23 March. Available at:

http://www.nytimes.com/2007/03/23/business/23speed.html?_r=2&partner=rssnyt&mc=rss&oref=slogin& [Accessed 1 Dec. 2015].

Bush, G. (2002). *President hosts Conference on Minority Homeownership*. [Online]. 15 Oct, Washington, D.C.. Available at: <http://georgewbush->

whitehouse.archives.gov/news/releases/2002/10/20021015-7.html [Accessed 15 Jan. 2016].

Butler, C. (2009). *Accounting for financial instruments*. 1st ed. Chichester: John Wiley and Sons, Inc.

Census.gov. (n.d.). *Homeownership rates for the United States:1965 to 2007*. [online] Available at: <https://www.census.gov/housing/hvs/files/qtr107/q107tab5.txt> [Accessed 25 Nov. 2015].

Center on Budget and Policy Priorities. (2008). *Tax cuts: myths and realities*. Washington, D.C.: (s.n.), p.2 Available at: <http://www.cbpp.org/sites/default/files/atoms/files/9-27-06tax.pdf> [Accessed 06 Apr. 2016].

Clifford, C. (2008). *85,000 homes lost in October*. [online] CNNMoney.com. Available at: http://money.cnn.com/2008/11/13/real_estate/foreclosures_october/index.htm?postversion=2008111303 [Accessed 15 Nov. 2015].

Comptroller of the Currency, (1995). *Commercial real estate and construction lending*. Washington, D.C.: (Author).

Congressional Budget Office, (2009). *The Troubled Asset Relief Program: report on transactions through December 31, 2008*. Washington, D.C.: (s.n.), p.1 Available at: <https://www.cbo.gov/sites/default/files/111th-congress-2009-2010/reports/01-16-tarp.pdf> [Accessed 05 Apr. 2016].

Congressional Budget Office, (2013). *Report on the Troubled Asset Relief Program-May 2013*. Washington, D.C.: (s.n.), p.3 Available at: https://www.cbo.gov/sites/default/files/113th-congress-2013-2014/reports/44256_TARP.pdf [Accessed 05 Apr. 2016].

Consumer Financial Protection Bureau. (n.d.). *The Bureau*. [online] Available at: <http://www.consumerfinance.gov/the-bureau/> [Accessed 11 Jun. 2016].

Council of Economic Advisers, (2014). *The economic impact of the American Recovery and Reinvestment Act five years later*. (s.n.).

Credit and blame. (2007). *The Economist*. [online]. 06 September. Available at: <http://www.economist.com/node/9769471> [Accessed 21 Dec. 2015].

Credit InfoCenter. (2016). *Loan modification - home loan modification, HAMP, mortgage loan modification*. [online] Available at: <http://www.creditinfocenter.com/mortgage/loan-modification.shtml> [Accessed 08 Apr. 2016].

CSI: credit crunch. (2007). *The Economist*. [online]. 18 October. Available at: <http://www.economist.com/node/9972489> [Accessed 21 Nov. 2015].

Cullen, J. (2009). *Taleb sees \$40 to \$70 trillion needed in global deleveraging*. [online] AOL.com. Available at: <http://www.dailyfinance.com/2009/07/03/taleb-sees-40-to-70-trillion-needed-in-global-deleveraging/> [Accessed 06 Mar. 2016].

Cummings, J. (2008). *Real estate finance and investment manual*. 9th ed. Hoboken: John Wiley and Sons, Inc.

Cutler, D., Slater, S. and Comlay, E. (2011). *FACTBOX-European, U.S. bank writedowns, credit losses*. [online] Reuters. Available at: <http://www.reuters.com/article/banks-writedowns-losses-idUSLDE71N1J720110224> [Accessed 21 Feb. 2016].

Demyanyk, Y. and Van Hemert, O. (2008). *Understanding the subprime mortgage crisis*. 2nd draft. (s.l): (s.n.). Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396 [Accessed 7 Oct. 2016].

Dimon, J. (2009). A unified bank regulator is a good start. *The Wall Street Journal*. [online]. 29 June. Available at: <http://www.wsj.com/articles/SB124605726587563517> [Accessed 15 May. 2016].

Doney, D. (n.d). The effect of SOX on internal control, risk management and corporate governance best practice. *QFINANCE Newsletter*. pp.1-2 Available at: <http://www.financepractitioner.com/contentFiles/QF02/g26fs3i7/11/0/the-effect-of-sox-on-internal-control-risk-management-and-corporate-governance-best-practice.pdf> [Accessed 28 Apr. 2016].

Dübel, H. (2014). *Mortgage lending boom-bust and regulation response in transition countries: results of a six country study*. Berlin: (s.n.).

Engelen, E., Ertuk, I., Froud, J. and Sukhdev, J. (2011). *After the great complacency: financial crisis and the politics of reform*. Oxford: Oxford University Press.

European Mortgage Federation, (2005). *Hypostat 2004: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/content/download/1317/6506/file/Hypostat%202004.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].

European Mortgage Federation, (2006). *Hypostat 2005: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/content/download/1322/6531/file/Hypostat%202005.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].

European Mortgage Federation, (2007). *Hypostat 2006: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: <http://www.hypo.org/objects/6/files/hypostat%202006%20-%20web%20version.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].

- European Mortgage Federation, (2007). *Annual report activities 2007*. Brussels: (s.n.). Available at: <http://www.betterregulation.com/external/2008-00152.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2008). *Hypostat 2007: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/content/download/1320/6521/.../Hypostat%202007.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2009). *Hypostat 2008: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/content/download/1319/6516/file/Hypostat%202008.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2010). *Hypostat 2009: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: http://https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Hypostat_2009__europe_s_mortgage_and_housing_markets.pdf [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2011). *Hypostat 2010: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: http://hb.betterregulation.com/external/EU27%20mortgage%20market%20grows%20to%20EUR%206.4%20trillion%20in%202010.pdf [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2012). *Hypostat 2011: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/content/download/2430/.../HYPOSTAT%202011.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2013). *Hypostat 2013: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: http://www.hypo.org/PortalDev/Objects/6/Files/HYPOSTAT_2013.pdf [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2014). *Hypostat 2014: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: http://www.hypo.org/PortalDev/Objects/6/Files/Hypostat_2014.pdf [Accessed 1 Apr. 2016].
- European Mortgage Federation, (2015). *Hypostat 2015: a review of Europe's mortgage and housing markets*. Brussels: (s.n.). Available at: http://www.hypo.org/PortalDev/Objects/6/Files/Hypostat_2015.pdf [Accessed 1 Apr. 2016].
- Eurostat. (n.d.). *Database*. [online] Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> [Accessed 16 Jan. 2016].
- Eurostat. (n.d.). *General government deficit (-) and surplus (+) as percentage of GDP - annual data*. [online] Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/graph.do?tab=graph&plugin=1&pcode=teina200&language=en&toolbox=data> [Accessed 16 Jan. 2016].

Eurostat. (n.d.). *General government gross debt as percentage of GDP*. [online] Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/graph.do?tab=graph&plugin=1&pcode=tsdde410&language=en&toolbox=sort> [Accessed 16 Jan. 2016].

Eurostat. (n.d.). *Total unemployment rate in percentages*. [online] Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/graph.do?tab=graph&plugin=1&pcode=tsdec450&language=en&toolbox=data> [Accessed 16 Jan. 2016].

Evans-Pritchard, A. and Waterfield, B. (2010). EU 'haircut' plans rattle bondholders. *The Telegraph*. [online]. 28 October. Available at: <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8094324/EU-haircut-plans-rattle-bondholders.html> [Accessed 07 Apr. 2016].

Fabozzi, F. (1993). *The handbook of mortgage-backed securities*. Chicago: Probus Publishing Company.

Fabozzi, F. (1995). *Mortgage-backed securities*. Chicago: Probus Publishing Company.

Fabozzi, F. (2004). *Bond markets, analysis and strategies*. New Jersey: Prentice Hall.

Fannie Mae. (2016). *Fannie Mae Charter*. [online] Available at: <http://www.fanniemae.com/portal/about-us/governance/our-charter.html> [Accessed 07 Oct. 2016].

Fawley, B., Juvenal, L. and Petrella, I. (2012). *When oil prices jump, is speculation to blame?*. The Regional Economist. (s.l): Federal Reserve Bank of St. Louis. Available at: https://www.stlouisfed.org/~media/Files/PDFs/publications/pub_assets/pdf/re/2012/b/oil_prices.pdf [Accessed 15 Feb. 2016].

Federal Deposit Insurance Corporation, (2011). Insured Institution Performance. *FDIC Quarterly Banking Profile*, [online] 5(1). Available at: <https://www5.fdic.gov/qbp/qbpSelect.asp?menuItem=QBP> [Accessed 11 Mar. 2016].

Federal Housing Finance Agency Office of Inspector General. (n.d.). *History of the Government Sponsored Enterprises*. [online] Available at: http://fhfa.ig.gov/LearnMore/History#_edn39 [Accessed 18 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Bank regulatory capital to risk-weighted assets for United States*. [online] Available at: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDSI05USA156NWDB> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Civilian unemployment rate*. [online] Available at: <https://fred.stlouisfed.org/graph/?id=UNRATE> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Federal debt: total public debt as percent of gross domestic product*. [online] Available at: <https://fred.stlouisfed.org/graph/?id=GFDEGDQ188S> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Households and nonprofit organizations; net worth, level*. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=TNWBSHNO> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *3-month LIBOR, based on U.S. Dollar*©. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/USD3MTD156N> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Private nonresidential fixed investment*. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PNFI> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Private residential fixed investment*. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PRFI> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Real gross domestic product*. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=GDPC1> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *S&P 500*©. [online] Available at: <https://fred.stlouisfed.org/graph/?id=SP500> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index*©. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/SPCS20RSA> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *TED spread*. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/TEDRATE> [Accessed 16 Jan. 2016].

Federal Reserve Bank of St. Louis. (2016). *TED spread - daily*. [online] Available at: <https://fred.stlouisfed.org/data/TEDRATE.txt> [Accessed 16 Jan. 2016].

Ferguson, N. (2009). Beyond the age of leverage: new banks must arise. *The Financial Times*. [online]. 02 February. Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/85106daa-f140-11dd-8790-0000779fd2ac.html#axzz3zVzqBq5S> [Accessed 27 Apr. 2016].

Ferguson, N. (2009). A year after the financial crash. *Newsweek*. [online]. 11 September. Available at: <http://europe.newsweek.com/year-after-financial-crash-niall-ferguson-79467?rm=eu> [Accessed 28 May. 2016].

Financial Crisis Inquiry Commission, (2011). *The financial crisis inquiry report: final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.

- Foster, J. and Magdoff, F. (2009). *The great financial crisis: causes and consequences*. New York: Monthly Review Press.
- Frieden, T. (2004). *FBI warns of mortgage fraud 'epidemic'*. [online] CNN.com. Available at: <http://edition.cnn.com/2004/LAW/09/17/mortgage.fraud/> [Accessed 1 Dec. 2015].
- Fuchita, Y., Herring, R. and Litan, R. (2009). *Prudent lending restored: securitization after the mortgage meltdown*. Tokyo: Nomura Institute of Capital Markets Research.
- Galal, A. and Razzaz, O. (2001). *Reforming land and real estate markets*. Washington, D.C.: World Bank, Private Provision of Public Services Group, Private Sector Advisory Services.
- Gelinas, N. (2009). Can the Feds uncrunch credit?. *City Journal*. [online]. 21 January. Available at: http://www.city-journal.org/2009/19_1_credit.html [Accessed 29 Dec. 2015].
- Goldman, D. (2008). *Bailouts: \$7 trillion and rising*. [online] Money.cnn.com. Available at: http://money.cnn.com/2008/11/26/news/economy/where_bailout_stands/index.htm?postversion=2008112813 [Accessed 02 Mar. 2016].
- Gramlich, E. (2007). *Subprime mortgages: America's latest boom and bust*. Washington, D.C.: Urban Institute Press.
- Green, R. (2007). *Lehman shuts unit; toll of lenders tops 100: subprime scorecard*. [online] Bloomberg.com. Available at: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aQBUrPcefMtc> [Accessed 15 Feb. 2016].
- Greenlaw, D., Hatzius, J., Kashyap, A. and Shin, H. (2008). *Leveraged losses: lessons from the mortgage market meltdown*. (s.l.): (s.n.).
- Hallman, B. (2013). S&P lawsuit First Amendment Defense may fare poorly, experts say. *The Huffington Post*. [online]. 4 February. Available at: http://www.huffingtonpost.com/2013/02/04/sp-lawsuit-first-amendment_n_2618737.html [Accessed 18 Dec. 2015].
- Herszenhorn, D. (2008). Congress votes for a stimulus of \$168 billion. *The New York Times*. [online]. 8 February. Available at: http://www.nytimes.com/2008/02/08/washington/08fiscal.html?pagewanted=all&_r=0 [Accessed 07 Apr. 2016].
- Hondros Learning. (2009). *Mortgage lending principles and practices*. 3rd ed. (s.l.): Author.
- Hypo.org. (n.d.). *European Mortgage Federation official website*. [online] Available at: <http://www.hypo.org/Content/Default.asp?> [Accessed 18 Jul. 2016].

- Igan, D., Mishra, P. and Tressel, T. (2009). *A fistful of dollars: lobbying and the financial crisis*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Investopedia. (n.d.). *Credit default swap*. [online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/c/creditdefaultswap.asp> [Accessed 10 Feb. 2016].
- Investopedia. (n.d.). *Toxic assets*. [online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/t/toxic-assets.asp> [Accessed 1 Mar. 2016].
- Investopedia. (n.d.). *Revolving door*. [online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/r/revolving-door.asp> [Accessed 20 Mar. 2016].
- Investopedia. (n.d.). *Sarbanes-Oxley Act Of 2002 - SOX*. [online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp> [Accessed 20 Mar. 2016].
- Investopedia. (n.d.). *Long-term capital management*. [online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/l/longtermcapital.asp> [Accessed 05 Apr. 2016].
- Investopedia. (n.d.). *Short selling*. [online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/s/shortselling.asp> [Accessed 02 Apr. 2016].
- Jaffee, D. and Renaud, B. (1996). *Strategies to develop mortgage markets in transition economies*. Washington, DC: World Bank, Financial Sector Development Dept.
- Janković, M. (1999). *Hipotekarno trziste: razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje*. Beograd: Udruženje banaka Jugoslavije i Čigoja štampa.
- Janković, M. (2016). *Tendencije razvoja i mehanizmi regulacije hipotekarnih tržišta*. Ph.D thesis. Univerzitet UNION, Beograd.
- Jović, S. (1990). *Bankarstvo*. Beograd: Naučna knjiga.
- Kennard, F. and Hanne, A. (2015). *Boom and bust: a look at economic bubbles*. 1st ed. (s.l.): Lulu.com.
- Kirchhoff, S. and Judy, K. (2007). Minorities hit hard by rising costs of subprime loans. *USA Today*. [online]. 25 April. Available at: http://usatoday30.usatoday.com/money/economy/housing/2007-04-25-subprime-minorities-usat_N.htm [Accessed 10 Dec. 2015].
- Knox, N. (2006). 43% of first-time home buyers put no money down. *USA Today*. [online]. 17 January. Available at: http://usatoday30.usatoday.com/money/perfi/housing/2006-01-17-real-estate-usat_x.htm [Accessed 28 Dec. 2015].
- Kranish, M. and Wirzbicki, A. (2009). *Bailed-out banks lobby hard to stave off limits*. [online] Common Dreams. Available at:

<http://www.commondreams.org/news/2009/09/27/bailed-out-banks-lobby-hard-stave-limits> [Accessed 28 Apr. 2016].

Krugman, P. (2009). Wall Street voodoo. *The New York Times*. [online]. 18 January. Available at:

http://www.nytimes.com/2009/01/19/opinion/19krugman.html?_r=3&partner=rssnyt&emc=rss [Accessed 04 Mar. 2016].

Krugman, P. (2009). *The return of depression economics and the crisis of 2008*. New York: W.W. Norton.

Krugman, P. (2010). Block those economic metaphors. *The New York Times*. [online]. 12 December. Available at:

http://www.nytimes.com/2010/12/13/opinion/13krugman.html?_r=0 [Accessed 27 Nov. 2015].

Krugman, P. (2010). Financial reform 101. *The New York Times*. [online] 1 April. Available at: http://www.nytimes.com/2010/04/02/opinion/02krugman.html?_r=0 [Accessed 10 May. 2016].

Krugman, P. (2012). Austerity and growth, again (Wonkish). *Krugman Blog*. [Blog]. 24 April. Available at: http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/04/24/austerity-and-growth-again-wonkish/?_r=0 [Accessed 03 Mar. 2016].

Labaton, S. (2008). S.E.C. concedes oversight flaws fueled collapse. *The New York Times*. [online]. 26 September. Available at: http://www.nytimes.com/2008/09/27/business/27sec.html?em&_r=0 [Accessed 25 Jan. 2016].

Latest Singapore & Melbourne Property News and Insights for Investors in Singapore. (2007). *China to raise downpayment for second homes*. [online] Available at: <https://sgpropertypress.wordpress.com/2007/09/19/china-to-raise-downpayment-for-second-homes-sources/> [Accessed 30 Nov. 2015].

Lawder, D. (2009). *U.S. bailout program increased moral hazard: watchdog*. [online] Reuters. Available at: <http://www.reuters.com/article/us-usa-bailout-watchdog-idUSTRE59K0UQ20091021> [Accessed 11 Apr. 2016].

Lederman, J. (1993). *The Handbook of mortgage banking*. Chicago: Probus Pub. Co.

Legrain, P. (2010). *Aftershock: reshaping the world economy after the crisis*. London: Little, Brown.

Leonhardt, D. (2011). Why budget cuts don't bring prosperity. *The New York Times*. [online]. 22 February. Available at: http://www.nytimes.com/2011/02/23/business/economy/23leonhardt.html?_r=0 [Accessed 8 Feb. 2016].

- Leonnig, C. (2008). How HUD mortgage policy fed the crisis. *The Washington Post*. [online] 10 June. Available at: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/06/09/AR2008060902626.html> [Accessed 13 Jan. 2016].
- Lewis, M. and Einhorn, D. (2009). The end of the financial world as we know it. *The New York Times*. [online]. 3 January. Available at: http://www.nytimes.com/2009/01/04/opinion/04lewiseinhorn.html?_r=0 [Accessed 13 Apr. 2016].
- Liebowitz, S. (2009). New evidence on the foreclosure crisis. *The Wall Street Journal*. [online] 03 July. Available at: <http://www.wsj.com/articles/SB124657539489189043> [Accessed 04 Jun. 2016].
- Ljumović, I., Marinković, S. (2014). *Ekonomija tržišta stambenih kredita u Srbiji*. Niš: Ekonomske teme. Available at: http://ekonomске-теме.срб/рdf/et20143_05.pdf [Accessed 1 Oct. 2016].
- Macwhirter, I. (2008). The trading frenzy that sent prices soaring. *New Statesman*. [online]. 17 April. Available at: <http://www.newstatesman.com/world-affairs/2008/04/haiti-food-price-commodities> [Accessed 15 Feb. 2016].
- Massad, T. (2012). Expanding our efforts to help more homeowners and strengthen hard-hit communities. *Treasury Notes Blog*. [Blog]. 27 January. Available at: <https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Expanding-our-efforts-to-help-more-homeowners-and-strengthen-hard-hit-communities.aspx> [Accessed 12 Apr. 2016].
- McDonald, S. (2008). Australian short selling ban goes further than other bourses. *The National Business Review*. [online]. 22 September. Available at: <http://www.nbr.co.nz/article/australian-short-selling-ban-goes-further-other-bourses-35494> [Accessed 02 Jun. 2016].
- McSherry, M. (2008). *Similar deals expected to follow Countrywide sale*. [online] Reuters. Available at: <http://www.reuters.com/article/us-countrywide-consolidation-idUSN1128267820080111> [Accessed 15 Feb. 2016].
- Merrill, S., Rabenhorst, C. and Sacks, P. (2003). *Assessments of the mortgage markets in Bulgaria, Croatia, and Romania*. Washington, DC: Urban institute. Available at: http://pdf.usaid.gov/pdf_docs/Pnadf362.pdf [Accessed 1 Oct. 2016].
- Mortgage Bankers Association, (2007, 2008, 2009). *National Delinquency Survey*. [online] Available at: <http://www.mbaa.org/ResearchandForecasts/ProductsandSurveys/NationalDelinquencySurvey.htm> [Accessed 9 Nov. 2015].
- Mortgage Bankers Association, (2009). *Delinquencies continue to climb in latest MBA National Delinquency Survey*. [press release] 19 November 2009. Available at: <https://www.mba.org/olderpressreleases/2/delinquencies-continue-to-climb-in-latest-mba-national-delinquency-survey> [Accessed 8 Nov. 2015].

- Neate, R. (2011). Ratings agencies suffer 'conflict of interest', says former Moody's boss. *The Guardian*. [online]. 22 August. Available at: <http://www.theguardian.com/business/2011/aug/22/ratings-agencies-conflict-of-interest> [Accessed 18 Dec. 2015].
- Nkosk.rs. (2016). *Национална корпорација за осигурање стамбених кредита - HKOCK*. [online] Available at: <http://www.nkosk.rs/> [Accessed 20 Jul. 2015].
- Noeth, B. and Sengupta, R. (2011). *Is shadow banking really banking?*. The Regional Economist. (s.l): Federal Reserve Bank of St. Louis. Available at: https://www.stlouisfed.org/~media/Files/PDFs/publications/pub_assets/pdf/re/2011/d/shadow_banking.pdf [Accessed 30 Jan. 2016].
- Obama, B. (2009). *Remarks of the president on regulatory reform*. [Online]. 17 June, The White House, Washington D.C.. Available at: <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-regulatory-reform> [Accessed 29 Apr. 2016].
- Office of the Comptroller of the Currency, (2014). *OCC mortgage metrics report*. Washington, D.C.: (Author). Available at: [https://www.occ.gov/publications/publications-by-type/other-publications-reports/mortgage-metrics/mortgage-metrics-q4-2013.pdf](https://www OCC.gov/publications/publications-by-type/other-publications-reports/mortgage-metrics/mortgage-metrics-q4-2013.pdf) [Accessed 1 Mar. 2016].
- Pasha, S. (2005). *Banking on illegal immigrants*. [online] Money.cnn.com. Available at: http://money.cnn.com/2005/08/08/news/economy/illegal_immigrants/ [Accessed 15 Dec. 2015].
- Paulson, H. (2008). *Testimony by Secretary Henry M. Paulson, Jr. before the Senate Banking Committee on turmoil in US credit markets: recent actions regarding government sponsored entities, investment banks and other financial institutions*. [press release] 28 September 2008. Available at: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1153.aspx> [Accessed 07 Apr. 2016].
- Paulson, H. (2010). *On the brink*. New York: Business Plus.
- Pease, R. and Cherrington, H. (1953). *Mortgage banking*. New York: McGraw-Hill.
- Pedersen, L. and Roubini, N. (2009). A proposal to prevent wholesale financial failure. *The Financial Times*. [online]. 29 January. Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4d0add58-ee27-11dd-b791-0000779fd2ac.html#axzz42Y5aAgxD> [Accessed 1 May. 2016].
- Perisin, I. (1988). *Svjetski finansiski vrtlog*. Zagreb: ITRO Napred.
- Pollard, L. (2013). Treading in high tide: Examining moral hazard within foreclosure reform. *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, 27(2). Available at: <http://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1028&context=ndjlepp> [Accessed 1 Mar. 2016].
- Popov, A. and Van Horen, N. (2013). *The impact of sovereign-debt exposure on bank lending: evidence from the European debt crisis*. [online] Voxeu.org. Available at:

<http://www.voxeu.org/article/impact-sovereign-debt-exposure-bank-lending-evidence-european-debt-crisis> [Accessed 27 Feb. 2016].

Purnanandam, A. 2010. *Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis*. Federal Deposit Insurance Corporation working paper No. 2010-08. Washington, D.C.: Federal Deposit Insurance Corporation.

Rajan, R. (2009). Cycle-proof regulation. *The Economist*. [online]. 08 April. Available at: <http://www.economist.com/node/13446173> [Accessed 22 May. 2016].

RealtyTrac, (2008). *U.S. foreclosure activity increases 75 percent in 2007*. [press release] 30 January 2008. Available at: <http://www.realtytrac.com/content/press-releases/us-foreclosure-activity-increases-75-percent-in-2007-3604?acct=64847> [Accessed 5 Nov. 2015].

RealtyTrac, (2009). *Foreclosure activity increases 81 percent in 2008*. [press release] 15 January 2009. Available at: <http://www.realtytrac.com/content/press-releases/foreclosure-activity-increases-81-percent-in-2008-4551?acct=64847> [Accessed 5 Nov. 2015].

RealtyTrac, (2010). *Keystone Asset Management partners with RealtyTrac to market foreclosed property listings*. [press release] 23 February 2010. Available at: <http://www.realtytrac.com/content/press-releases/keystone-asset-management-partners-with-realtytrac-to-market-foreclosed-property-listings-5564> [Accessed 5 Nov. 2015].

Reilly, D. (2009). *Banks' hidden junk menaces \$1 trillion purge*. [online] Bloomberg.com. Available at: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=akv_p6LBNIIdw&refer=home [Accessed 27 Nov. 2015].

Reynolds, A. (2009). The foreclosure five. *New York Post*. [online]. 21 February. Available at: <http://nypost.com/2009/02/21/the-foreclosure-five/> [Accessed 20 Nov. 2015].

Richardson, M. and Roubini, N. (2009). Nationalize the banks! We're all Swedes now. *The Washington Post*. [online]. 15 February. Available at: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/02/12/AR2009021201602.html?nav=hcmoduletmv&sid=ST2009021502037> [Accessed 1 Mar. 2016].

Roberts, R. (2008). How government stoked the mania *The Wall Street Journal*. [online]. 03 October. Available at: <http://www.wsj.com/articles/SB122298982558700341> [Accessed 15 Feb. 2016].

Ross, S. (2014). *How do leverage ratios help to regulate how much banks lend or invest?*. [online] Investopedia. Available at: <http://www.investopedia.com/ask/answers/111414/how-do-leverage-ratios-help-regulate-how-much-banks-lend-or-invest.asp> [Accessed 10 Nov. 2016].

Roubini, N. (2009). Laissez-faire capitalism has failed. *Forbes*. [online]. 19 February. Available at: http://www.forbes.com/2009/02/18/depression-financial-crisis-capitalism-opinions-columnists_recession_stimulus.html [Accessed 13 Apr. 2016].

Rushe, D. (2011). Financial crisis was 'avoidable', says official US report. *The Guardian*. [online]. 27 January. Available at: <https://www.theguardian.com/business/2011/jan/27/financial-crisis-avoidable-fcic-report> [Accessed 20 Nov. 2015].

Salmon, F. (2009). Recipe for disaster: the formula that killed Wall Street. *WIRED Magazine*. [online]. 23 February. Available at: <http://www.wired.com/2009/02/wp-quant/> [Accessed 10 Jan. 2016].

Sanders telling Wall Street, 'greed is not good'. (2016). *New Jersey Today Newspaper*. [online]. 05 January. Available at: <http://njtoday.net/2016/01/05/sanders-telling-wall-street-greed-is-not-good/> [Accessed 29 May. 2016].

Scott, H. (2009). *The global financial crisis*. New York: Foundation Press.

Shiller, R. (2008). *The subprime solution*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Siegel, L. (2009). *Insights into the global financial crisis*. (s.l.): Research Foundation of CFA Institute.

Simkovic, M. (2013). Competition and crisis in mortgage securitization. *Indiana Law Journal*, 88(1). Available at: <http://www.repository.law.indiana.edu/ilj/vol88/iss1/4> [Accessed 13 Aug. 2015].

Singletary, M. (2007). The three worlds of mortgage lending. *The Washington Post*. [online]. 26 April. Available at: <https://www.highbeam.com/doc/1P2-5877551.html> [Accessed 30 Jul. 2015].

Sinki, J. (1994). *Upravljenie finansami v komerceskih bankah*. Moskva: Catallaxy.

Spaulding, W. (2016). *Quantitative easing*. [online] Thismatter.com. Available at: <http://thismatter.com/money/banking/quantitative-easing.htm> [Accessed 05 Mar. 2016].

Steverman, B., Bogoslaw, D. (2008). *The financial crisis blame game*. [online] Bloomberg.com. Available at: <http://www.bloomberg.com/bw/stories/2008-10-18/the-financial-crisis-blame-gamebusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice> [Accessed 25 Nov. 2015].

Stiglitz, J. (2008). Capitalist fools. *Vanity Fair*. [online]. 9 December. Available at: <http://www.vanityfair.com/news/2009/01/stiglitz200901-2> [Accessed 11 Feb. 2016].

Stiglitz, J. (2008). *Commentary: how to prevent the next Wall Street crisis*. [online] CNN.com. Available at: <http://edition.cnn.com/2008/POLITICS/09/17/stiglitz.crisis/index.html> [Accessed 25 May. 2016].

Stiglitz, J. (2009). Obama's ersatz capitalism. *The New York Times*. [online]. 31 March. Available at: http://www.nytimes.com/2009/04/01/opinion/01stiglitz.html?_r=2 [Accessed 12 Apr. 2016].

Stiglitz, J. (2009). *Interview: Joseph Stiglitz*. Interview by Frontline. [television program transcript]. 20 October 2009, (s.l.). Available at: <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/warning/interviews/stiglitz.html> [Accessed 2 Apr. 2016].

Stratfor. (2008). *Global market brief: the subprime crisis goes to Europe*. [online] Available at: <https://www.stratfor.com/analysis/global-market-brief-subprime-crisis-goes-europe> [Accessed 02 May. 2016].

Taibbi, M. (2013). *The last mystery of the financial crisis*. [online] Finance.yahoo.com. Available at: <http://finance.yahoo.com/news/the-last-mystery-of-the-financial-crisis-154447818.html?page=1> [Accessed 20 Dec. 2015].

Taylor, J. (2009). The art of persuasion at the G-20 Summit: valid complaints about spending. *The New York Times*. [online]. 1 April. Available at: <http://roomfordebate.blogs.nytimes.com/2009/04/01/the-art-of-persuasion-at-the-g-20-summit/> [Accessed 6 Apr. 2016].

Telegraf.mk. (2016). *Vredat 2,8 milijardu evra: 92.000 domovi vo drzavata se nod xunomeka*. [online] Available at: <http://telegraf.mk/aktuelno/ekonomija/ns-newsarticle-vredat-28-milijardi-evra-92000-domovi-vo-drzavata-se-pod-hipoteka.nsp> [Accessed 15 Sep. 2016].

The end of the affair. (2008). *The Economist*. [online]. 20 November. Available at: <http://www.economist.com/node/12637090> [Accessed 31 Oct. 2015].

The Associated Press. (2007). *Will subprime mess ripple through economy?*. [online] MSNBC.com. Available at: http://www.nbcnews.com/id/17584725/ns/business-real_estate/t/will-subprime-mess-ripple-through-economy/#.WCJUE8ln22s [Accessed 3 Nov. 2015].

The Associated Press. (2008). *New home sales fell by record amount in 2007*. [online] MSNBC.com. Available at: <http://www.nbcnews.com/id/22880294/#.VjRg7Su86VQ> [Accessed 3 Nov. 2015].

The Financial Services Authority, (2008). *FSA statement on short positions in financial stocks*. [online] Available at: <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/102.shtml> [Accessed 02 Jun. 2016].

The Tobin Project, (2009). *Considering a Financial Product Safety Commission*. Cambridge: (Author). Available at: <http://people.hmdc.harvard.edu/~dcarpent/finreg/FPSC-Tobin.pdf> [Accessed 1 Apr. 2016].

The United States House of Representatives. The Committee On Financial Services. (2009). *Perspectives on regulation of systemic risk in the financial services industry*. Hearing, 17 March. Washington D.C.: The U.S. Government Printing Office. Available at: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111hhrg48867/html/CHRG-111hhrg48867.htm> [Accessed 30 Apr. 2016].

The White House, (2012). *Economic report of the president together with the annual report of the Council of Economic Advisers*. Washington D.C.: (s.n.), p.120. Available at: https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/microsites/ERP_2012_Complete.pdf [Accessed 1 Mar. 2016].

The White House. (n.d.). *Historical tables*. [online] Available at: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals/> [Accessed 16 Jan. 2016].

Trehan, V. (2007). *The mortgage market: what happened?*. [online] NPR.org. Available at: <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=9855669> [Accessed 9 Dec. 2015].

United States Congress. (2015). *H.R.1266 - 114th Congress (2015-2016): Financial Product Safety Commission Act of 2015*. [online] Available at: <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/1266> [Accessed 11 Jun. 2016].

Unković, M., Milosavljević, M. and Stanišić, N. (2010). *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*. Beograd: Univerzitet Singidunum. Available at: <https://finansijskoposlovanje.files.wordpress.com/2013/09/us-savremeno-berzansko-i-elektronsko-poslovanje1.pdf> [Accessed 15 Oct. 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2009). *Treasury Department releases details on Public Private Partnership Investment Program*. [press release] 23 March 2009. Available at: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg65.aspx> [Accessed 06 Mar. 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2009). *Homeowner Affordability and Stability Plan fact sheet*. [press release] 18 February 2009. Available at: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/20092181117388144.aspx> [Accessed 07 Apr. 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2012). *Public-Private Investment Program*. Available at: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/credit-market-programs/ppip/Pages/purpose-and-overview.aspx> [Accessed 05 Mar. 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2013). *Making Home Affordable*. [online] Available at: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/housing/mha/Pages/default.aspx> [Accessed 07 Apr. 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2015). *Capital Purchase Program*. [online] Available at: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/overview.aspx> [Accessed 07 Apr. 2016].

Usgovernmentdebt.us. (n.d.). *Federal deficit*. [online] Available at: http://www.usgovernmentdebt.us/spending_chart_2005_2015USb_17s2li1111cn_G0f_Recent_Federal_Deficits [Accessed 16 Jan. 2016].

U.S Securities and Exchange Commission, (2008). *SEC proposes comprehensive reforms to bring increased transparency to credit rating process*. [press release] 11 June 2008. Available at: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm> [Accessed 23 Dec. 2015].

U.S Securities and Exchange Commission, (2008). *Securities Exchange Act of 1934 - release No. 58166*. [press release] 15 July 2008. Available at: <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58166.pdf> [Accessed 20 Mar. 2016].

U.S Securities and Exchange Commission, (2008). *SEC halts short selling of financial stocks to protect investors and markets*. [press release] 19 September 2008. Available at: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm> [Accessed 02 Jun. 2016].

U.S Securities and Exchange Commission, (2008). *SEC approves measures to strengthen oversight of credit rating agencies*. [press release] 03 December 2008. Available at: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm> [Accessed 23 Dec. 2015].

U.S Securities and Exchange Commission, (2015). *Derivatives*. [online] Available at: <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml> [Accessed 23 Dec. 2015].

Vasiljević, B. (1997). *Osnovi finansijskog tržišta*. Beograd: Diamond Hard.

Vasiljević, B. (1999). *Osnovi finansijskog tržišta*. Beograd: IP Princip.

Vučković, V. (2014). *Hipotekarno bankarstvo*. Graduate. Ekonomski Fakultet, Podgorica. Available at: http://www.cb-cg.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_o_nama/nagrada_cbcg/diplomski_vjera_vuckovic.pdf [Accessed 30 Oct. 2016].

Wallison, P. and Ely, B. (2000). *Nationalizing mortgage risk*. Washington, D.C.: AEI Press. Available at: https://www.aei.org/wp-content/uploads/2014/04/-nationalizing-mortgage-risk_102358598391.pdf [Accessed 8 Mar. 2016].

Wallison, P. (2008). *Everything you wanted to know about credit default swaps but were never told*. Washington, D.C.: American Enterprise Institute. Available at: http://www.aei.org/wp-content/uploads/2011/10/20090107_12DecFSOg.pdf [Accessed 8 Mar. 2016].

- Wallison, P. (2009). *Regulation without reason*. Washington, D.C.: American Enterprise Institute. Available at: https://www.aei.org/wp-content/uploads/2011/10/20090128_FSOg.pdf [Accessed 8 Mar. 2016].
- Wells Fargo Securities Economics Group, (2010). *Weekly Economic and Financial Commentary*. (s.l.): (s.n.). Available at: http://www.realclearmarkets.com/blog/WeeklyEconomicFinancialCommentary_9_17_2010Final.pdf [Accessed 13 Oct. 2016].
- Wolf, M. (2013). How austerity has failed. *The New York Review of Books*. [online]. 11 July. Available at: <http://www.nybooks.com/articles/2013/07/11/how-austerity-has-failed/> [Accessed 27 Feb. 2016].
- Xinhuanet. (2008). *Speculation is pushing up oil prices*. [online] Available at: http://news.xinhuanet.com/english/2008-06/09/content_8334426.htm [Accessed 15 Feb. 2016].
- Yglesias, M. (2010). *Nationalization and bailouts*. [online] ThinkProgress. Available at: <http://thinkprogress.org/yglesias/2010/12/06/199284/nationalization-and-bailouts/> [Accessed 10 Apr. 2016].
- Yuille, B. (2016). *Short selling: making the ban*. [online] Investopedia. Available at: <http://www.investopedia.com/articles/stocks/09/short-selling-ban.asp> [Accessed 30 Aug. 2016].
- Zandi, M. (2008). *Financial shock: A 360° look at the subprime mortgage implosion, and how to avoid the next financial crisis*. 1st ed. Upper Saddle River, N.J.: FT Press.
- Zandi, M. (2009). *Financial shock: global panic and government bailouts*. 1st ed. Upper Saddle River, N.J.: FT Press.
- Zandi, M. (2010). *The causes and current state of the financial crisis*. 13 January, Washington, D.C., p.5. Available at: <https://www.economy.com/getlocal?q=E502E1C2-6EDA-4BB9-B3F2-30ABE9E898B3&app=eccafile> [Accessed 14 Feb. 2016].
- Ćirović, M. (1995). *Bankarski menadžment*. Beograd: Ekonomski Institut.
- Ćirović, M. (2001). *Bankarstvo*. Beograd: Most.
- Дишлиеска, Р. (2008). *Процесот на секјуритизација на меѓународниот пазар на хартии од вредност и искуствата на Република Македонија*. Скопје: (s.n.).
- Државен завод за статистика на Република Македонија, (n.d.). *Соопштение: бруто домашен производ*. [online] Available at: <http://www.stat.gov.mk/PrethodniSoopstenijaOblast.aspx?id=32&rbrObl=7> [Accessed 15 Oct. 2016].

Комисија за хартии од вредност на Република Македонија. (2008). *Прирачник за подготвување и полагање на стручен испит за вршење на работи со хартии од вредност*. Скопје: (s.n.).

Народна банка на Република Македонија, (n.d.). *Задолжителна резерва*. [online] Available at: <http://www.nbrm.mk/?ItemID=7DD46E6A571EC94BA1D36781ADA5760A> [Accessed 25 Jun. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2005). *Извештај за банкарската супервизија и банкарскиот систем на Република Македонија во 2004 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Bankarskata_supervizija_i_bankarskiot_sistem_20041.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2006). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2005 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Bankarskata_supervizija_i_bankarskiot_sistem_20051.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2007). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2006 година*. Скопје: (s.n.). Available at: <http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/IZVESTAJ-bankarsk-i-a-sistem-supervizija-2006.pdf> [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2008). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2007 година*. Скопје: (s.n.). Available at: <http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen%20%20izvestaj%20za%20bankarski%20sistem%202007.pdf> [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2009). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2008 година*. Скопје: (s.n.). Available at: <http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen%202008%20za%20bankarskiot%20sistem%20i%20bankarskata%20supervizija2.pdf> [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2010). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2009 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisen_Izvestaj_BS_2009_MK D.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2011). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2010 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_bankarskiotsistem_bankarskatasupervizija_2010.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2012). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2011 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Regulativa_Godisen_Izvestaj_2011_MKD.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2013). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2012 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Regulativa_Izvestaj_Bankarski_Sistem_Godisen_20120.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2014). *Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2013 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Regulativa_Godisen_BS_31_12_20130.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2015). *Извештај за ризиците во банкарскиот систем на Република Македонија во 2014 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Regulativa_Godisen_BS_31_12_20142.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2016). *Извештај за ризиците во банкарскиот систем на Република Македонија во 2015 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Regulativa_Godisen_BS_31_12_20150.pdf [Accessed 15 Apr. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (2016). *Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2015 година*. Скопје: (s.n.). Available at: http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Regulativa_Godisen_BS_31_12_20150.pdf [Accessed 15 Oct. 2016].

Народна банка на Република Македонија, (n.d.). *Основни економски показатели за Република Македонија*. [online] Available at: <http://www.nbrm.mk/?ItemID=750FC531FC3D1B49B16440313562D400> [Accessed 25 Jun. 2016].

Петковски, М. (2009). *Финансиски пазари и институции*. 2nd ed. Скопје: Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Економски факултет.

Петревски, Г. (2011). *Управување со банките*. 2nd ed. Скопје: Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Економски факултет.

ПРИЛОЗИ

ПРИЛОГ БР.1

ПРАШАЛНИК ЗА ПЕРСПЕКТИВИТЕ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Име на банката: _____

Контакт-личност: _____

Телефон: _____

E-mail: _____

Датум: _____

МИНАТИ И АКТУЕЛНИ ДВИЖЕЊА НА ПРОЦЕСОТ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ

1. Која година вашата банка започна со понуда на хипотекарни кредити?

2. Која методологија на кредитен ризик ја употребувате при одобрувањето на хипотекарните кредити?

3. Доколку вашата банка е членка на банкарска групација, дали сте обврзани да ја применувате нивната методологија на кредитен ризик при одобрувањето на хипотекарните кредити?

- ☐ Да
☐ Не

4. Која година процентот на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупните одобрени кредити во периодот од 2004 до 2014 година е најголем?

5. Која година процентот на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупните одобрени кредити во периодот од 2004 до 2014 година е најмал?

6. Кој е процентот на уредно исплатени хипотекарни кредити во однос на вкупниот број на одобрени хипотекарни кредити во досегашното работење?

7. Која година е најголема побарувачката на хипотекарни кредити во досегашното работење?

8. Која година е најповолна понудата на хипотекарни кредити во досегашното работење?

9. Кај хипотекарните кредити со варијабилна каматна стапка, каматната стапка е фиксна за определен временски период после кој периодично (на пример, годишно или месечно) ќе се прилагодува над и под некој пазарен индекс. Кој пазарен индекс го употребува вашата банка?

10. Кои видови хипотекарни кредити се нудат во вашата банка во досегашното работење?

[illegible]

11. Од колку до колку години обично се движи рокот на доспевање на хипотекарниот кредит во вашата банка? Наведете го најкраткиот и најдолгиот рок на враќање на хипотекарниот кредит.

12. Наведете ги видовите каматни стапки кои ги применувате во однос на хипотекарниот кредит.

13. Штиклирајте го начинот на утврдување на вредност на имотот кај хипотекарното кредитирање.

- ☐ Сегашна вредност (куповна цена) на имотот
- ☐ Проценета вредност на имотот
- ☐ Пресметана вредност (интерни пресметки) на имотот

14. Дали кредитите(хипотекарните) се главно финансирани од депозитите?

- ☐ Да
- ☐ Не

15. Колку долго во вашата банка се воспоставени пишани политики и процедури за работа со хипотекарните кредити?

- ☐ Не се воспоставени
- ☐ Пократко од 1 година
- ☐ 1 до 3 години
- ☐ 3 до 5 години
- ☐ Повеќе од 5 години

16. Кој во вашата банка ги подготвува извештаите кои се доставуваат до Народна банка на Република Македонија во поглед на хипотекарните кредити? (Внесете ја/ги организационата единица/организациони единици одговорна/одговорни за подготовка на овие извештаи).

[illegible]

ПРИЛОГ БР.2

ПРАШАЛНИК ЗА ПЕРСПЕКТИВИТЕ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Име на штедилницата: _____

Контакт-личност: _____

Телефон: _____

E-mail: _____

Датум: _____

МИНАТИ И АКТУЕЛНИ ДВИЖЕЊА НА ПРОЦЕСОТ НА ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ

1. Која година вашата штедилница започна со понуда на хипотекарни кредити?

2. Која методологија на кредитен ризик ја употребувате при одобрувањето на хипотекарните кредити?

3. Доколку вашата штедилница е членка на некоја групација, дали сте обврзани да ја применувате нивната методологија на кредитен ризик при одобрувањето на хипотекарните кредити?

- ☐ Да
☐ Не

4. Која година процентот на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупните одобрени кредити во периодот од 2004 до 2014 година е најголем?

5. Која година процентот на одобрени хипотекарни кредити во однос на вкупните одобрени кредити во периодот од 2004 до 2014 година е најмал?

6. Кој е процентот на уредно исплатени хипотекарни кредити во однос на вкупниот број на одобрени хипотекарни кредити во досегашното работење?

7. Која година е најголема побарувачката на хипотекарни кредити во досегашното работење?

8. Која година е најповолна понудата на хипотекарни кредити во досегашното работење?

9. Кај хипотекарните кредити со варијабилна каматна стапка, каматната стапка е фиксна за определен временски период после кој периодично (на пример, годишно или месечно) ќе се прилагодува над и под некој пазарен индекс. Кој пазарен индекс го употребува вашата штедилница?

10. Кои видови хипотекарни кредити се нудат во вашата штедилница во досегашното работење?

[illegible]

11. Од колку до колку години обично се движи рокот на доспевање на хипотекарниот кредит во вашата штедилница? Наведете го најкраткиот и најдолгиот рок на враќање на хипотекарниот кредит.

12. Наведете ги видовите каматни стапки кои ги применувате во однос на хипотекарниот кредит.

13. Штиклирајте го начинот на утврдување на вредност на имотот кај хипотекарното кредитирање.

- ☐ Сегашна вредност (куповна цена) на имотот
- ☐ Проценета вредност на имотот
- ☐ Пресметана вредност (интерни пресметки) на имотот

14. Колку долго во вашата штедилница се воспоставени пишани политики и процедури за работа со хипотекарните кредити?

- ☐ Не се воспоставени
- ☐ Пократко од 1 година
- ☐ 1 до 3 години
- ☐ 3 до 5 години
- ☐ Повеќе од 5 години

15. Кој во вашата штедилница ги подготвува извештаите кои се доставуваат до Народна банка на Република Македонија во поглед на хипотекарните кредити? (Внесете ја/ги организационата единица/организациони единици одговорна/одговорни за подготовка на овие извештаи).

16. Коментари и забелешки (можат да се внесат генерални коментари или коментари по одделни прашања).
