

Dejan Živkov*
Ivan Pavkov**

PREDIMENZIONIRANJE SUBPRIMARNOG HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA KAO GLAVNI UZROK NJEGOVOG SLOMA

Sažetak: Hipotekarna kriza u Americi bila je jedna od prvih indikatora velike finansijske krize koja je eskalirala krajem 2008. godine. Glavnim uzrocima krize smatraju se pravna deregulacija i ljudska pohlepa. Međutim, neke novije analize ukazale su na još jedan uzrok hipotekarne krize koji bi mogao biti ključan – predimenzioniranje subprimarnog tržišta. S obzirom na to da je subprimarno hipotekarno tržište zavisno od primarnog, u nameri da se obezbedi njegova stabilnost i održiv rast, neka vrsta odnosa ukupnog broja subprimarnih i primarnih kredita morala je biti uzeta u obzir.

Ključne reči: hipotekarna kriza u Americi, odnos ukupnog broja subprimarnih i primarnih kredita.

OVERSIZING OF THE SUBPRIME MORTGAGE MARKET AS THE MAIN CAUSE OF ITS FALL

Abstract: The U.S. subprime mortgage crisis was one of the first indicators of the great financial crisis that escalated in late 2008. The law deregulation and human greed are considered to be the main causes of the crisis. However, some recent analyses have shown one more cause of the mortgage crisis, that seems to be crucial – oversizing of the subprime mortgage market. Due to the fact that the subprime mortgage market depends on the prime mortgage market, in an attempt to provide its stability and sustainable growth, some kind of the ratio between the number of subprime and the prime mortgages must have been taken into the consideration.

Keywords: subprime mortgage crisis, ratio between number of subprime and prime mortgages.

NAJVEĆA KRIZA SAVREMENOG SVETA

Pod pojmom hipotekarne krize u Sjedinjenim Američkim Državama podrazumevamo krizu koja je izazvana dramatičnim porastom hipotekarnih kašnjenja i izvršenih zaplana založene imovine u SAD, sa velikim štetnim posledicama za banke i finansijska tržišta širom sveta. Svetska ekonomija se u doba hipotekarne krize suočila sa najvećom krizom kapitalističke proizvodnje još od vremena Velike depresije 30-ih godina. Kriza je nastala u Sjedinjenim Američkim Državama u finansijskom sektoru, a prevashodno je uzrokovana ljudskom pohlepom i manjkom zakonske regulative. Finansijski instrumenti, koji su kreirani procesom sekjuritizacije na tržištu SAD-a, bili su toliko primamljivi da su se brzo počeli koristiti i u drugim zemljama, i zbog toga je kriza imala globalni karakter. Vrlo brzo nakon eskalacije problemi su se preneli sa finansijskog na realni sektor, a žrtve su bile kako zemlje koje su direktno učestvovala u rizičnim transakcijama tako i ostale zemlje koje su indirektno bile pogođene odlivom kapitala i smanjenjem inostrane tražnje. Pojava krize primorala je gotovo sve zemlje sveta na urgentnu primenu ekonomskih mera sa ciljem ublažavanja njenih razornih efekata. Globalni uticaj američke privrede, finansijska deregulacija, informatička povezanost finansijskih tržišta i špekulacije finansijskih investitora su glavni faktori koji su usloveli da se efekti krize vrlo brzo osete i u ostalim delovima sveta. Najpre se kriza proširila na zemlje koje imaju sličan mehanizam hipotekarnog kreditiranja (Velika Britanija i neke azijske zemlje), a zatim i na ostale zemlje koje nisu bile direktno uključene u trgovinu sumnjivim hartijama od vrednosti. Sigurno je da će mnogo knjiga i naučnih radova biti napisano na temu najveće ekonomske krize savremenog sveta, koji će pokušati da pruže razumno objašnjenje za njen uzrok i dati eventualna rešenja za prevenciju budućih kriza.

* Dejan Živkov, asistent, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad, email: dejanzivkov@gmail.com

** Ivan Pavkov, saradnik u nastavi, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

POZADINA I UZROCI KRIZE

Jedan od mogućih uzroka krize je u tome da je američki privredni rast u poslednjih desetak godina bio podstican prvenstveno potrošnjom stanovništva koja je bila omogućena jeftinim kreditima, pre svega hipotekarnim. To znači da su tokom ciklične faze ekspanzije kamatne stope niske, raste zaduženost potrošača, investicije cvetaju, a agregatna tražnja sve više podstiče proizvodnju. Na taj način nezaposlenost se smanjuje, a privreda beleži visoke stope rasta BDP-a. Drugim rečima, dokle god stanovništvo troši, nebitno da li iz tekućeg dohotka ili uzimajući kredite, privreda je stimulirana da sve više proizvodi.

U Tabeli 1 prikazana je stopa rasta američke ekonomije od 2000. godine. Osim u 2001. godini, kada se desio teroristički napad, SAD su ostvarivale relativno visoke stope rasta do 2008. godine, uzimajući u obzir apsolutnu veličinu američkog BDP-a koji iznosi više od 15.000 milijardi US\$.

Tabela 1. Procenat rasta američke ekonomije od 2000. godine

Godina	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Rast GDP-a	4,15	1,08	1,83	2,48	3,58	3,08	2,65	2,13	0,43

Izvor: www.tradingeconomics.com.

Najverovatniji uzročnik krize u finansijskom sektoru je fundamentalna promena u načinu na koji se finansiraju hipoteke. Tradicionalno, banke su finansirale svoje hipotekarne pozajmice kroz depozite koje primaju od svojih klijenata. Ovo je ograničavalo količinu hipotekarnog kreditiranja koju su banke mogle da podrže.

Nekoliko godina pre krize, usled sve veće potražnje za kreditima i nedostatka likvidnih sredstava, banke su prešle na novi model vanbilansne sekjuritizacije hipotekarnih kredita. Naime, banke su počele da prodaju hipoteke tržištu obveznica i na bazi hipotekarne aktive emitovane su hipotekarne obveznice (*Mortgage backed securities* – MBS) koje se zatim prodaju raznim investitorima uz kamatu, a banka ponovo dolazi u posed likvidnih sredstava koje može da plasira. Ovakve hartije od vrednosti se izdaju na bazi odobrenih dugoročnih hipotekarnih zajmova koji tek treba da budu vraćeni od strane dužnika, pa postoji potencijalni rizik urednog servisiranja hipotekarnih obveznica u slučaju da dužnik ne može da vrati kredit. Ovaj model je omogućio mnogo lakše finansiranje dodatnog zaduživanja i koristi se da bi se obezbedila likvidnost nelikvidnoj imovini, kao što su odobreni krediti. Ovakav model ne stvara probleme ako se njime pravilno upravlja. Međutim, zloupotrebe su nastale jer banke više nisu imale podsticaj da pažljivo provere hipoteke koje izdaju. Naime, u poslednjih nekoliko godina, privatni sektor je dramatično proširio svoju ulogu na tržištu hipotekarnih obveznica, na kome su ranije dominirale agencije sponzorirane od strane vlade, poput *Freddie Mac*-a. Privatne agencije su bile specijalizovane za nove vrste hipoteka i izdavale su drugorazredne kredite zajmoprimcima sa slabim kreditnim sposobnostima i lošom dokumentacijom prihoda. Njihova ciljna grupa bili su zajmoprimci koje su agencije sponzorirane od strane vlade izbegavale. Posao se pokazao kao veoma profitabilan za banke, koje su dobijale proviziju za svaku hipoteku koju bi prodale. One su stimulirale hipotekarne agente da prodaju sve više i više drugorazrednih hipoteka.

Pored toga, još jedan razlog je bitno uticao na stvaranje uslova za pojavu krize. Amerika je devedesetih godina prošlog veka doživljavala privrednu ekspanziju koja je bila uslovljena razvojem interneta, softvera i kompjuterske tehnologije. Euforija, podsticana prevelikim očekivanjima i špekulacijama na berzama, uzrokovala je da se stvori tzv. *Dot-com* špekulativni balon koji je doživeo krah krajem devedesetih godina. Americi je pretila recesija, pa je Američka centralna banka (FED) morala delovati ekspanzivno kako ekonomija ne bi ušla u recesiju. Jedan od glavnih instrumenata kojim centralne banke utiču na privredni sistem je tzv. referentna kamatna stopa. Američka centralna banka kao referentnu kamatnu stopu koristi kamatnu stopu federalnih fondova, međubankarsku kamatnu stopu za prekonoćne pozajmice koju kontroliše svojim operacijama na otvorenom tržištu, kupujući i prodajući vladine obveznice. Veličina ove stope na srednji rok direktno utiče na kamatne stope komercijalnih banaka i očekivanja privrednih subjekata, što znači da preko ove stope FED šalje signale tržištu kakvu politiku namerava da vodi. Ako postoje tendencije ka većoj nezaposlenosti i pojavi recesije FED smanjuje kamatnu stopu na novac iz primarne emisije i na taj

način omogućuje jeftinije zaduživanje. Sa druge strane, kada ekonomiji prete inflatorni pritisci FED povećava kamatnu stopu, što podiže kamatnu stopu komercijalnih banaka i destimuliše zaduživanje privrede i stanovništva. U nameri da spreči pojavu recesije nakon pucanja špekulativnog *Dot-com* balona početkom novog milenijuma, FED je u nekoliko navrata smanjio referentnu kamatnu stopu, tako da je ona u periodu jun 2003. – jun 2004. iznosila samo 1%. Mnogi kritičari smatraju da je u tom periodu referentna kamatna stopa bila „nedopustivo“ niska i da je stimulisala neodgovorno ponašanje nekih finansijskih institucija. Lako dostupan novac je doveo do ekspanzije kredita, što je uticalo na rast investicija i lične potrošnje stanovništva. To je rezultiralo rastom agregatne tražnje, zbog čega je američka ekonomija nastavila sa rastom. Međutim, priliv jeftinog novca omogućavao je kreditno zaduženje i ljudima koji u normalnim uslovima nisu mogli da dođu do kredita. Siromašni građani, oni sa niskim prihodima ili sa lošom kreditnom istorijom sada su mogli preko jeftinih kredita da kupe nekretninu. Sa rastom broja odobrenih kredita rasle su i cene nekretnina, tako da je, recimo, cena tipične američke kuće između 1997. i 2006. godine porasla za 124%, pa su špekulanti u tome videli priliku da kupe nekretninu sa namerom da je u budućnosti prodaju, uvereni da će njena cena stalno rasti. Nekritično odobravanje kredita dovelo je do rasta kreditnog rizika (rizik od neurednog servisiranja kredita). Mere FED-a su dale očekivane rezultate 2001. godine tako da je recesija američke privrede trajala od marta do novembra i bila je izuzetno blaga, jer stopa nezaposlenosti nije prelazila prirodnu stopu. Međutim, kao što će se ispostaviti te mere su doprinele pojavi znatno opasnije hipotekarne krize nekoliko godina kasnije.

Drugorazredne hartije od vrednosti, koje bile su široko rasprostranjene od strane finansijskih institucija, izgubile su na vrednosti. Rezultat je bio veliki pad u kapitalu mnogih banaka i preduzeća pod pokroviteljstvom američke vlade.

Efekte krize na globalnom tržištu akcija su bili dramatični. U periodu od 1. januara do 11. oktobra 2008. godine, vlasnici akcija u američkim korporacijama su pretrpeli oko osam milijardi dolara gubitaka, dok su gubici u drugim zemljama u proseku oko 40%.

Šta se u stvari desilo? Sekjuritizacija predstavlja postupak konverzije bankarskih zajmova u vrednosne papire. Mada deluje kao komplikovan proces, ona nosi i određene rizike koji se nikako ne smeju zanemariti. Sekjuritizacija ima niz prednosti za banku emitenta, kao što su veća likvidnost finansijske imovine, povećanje profitabilnosti i smanjenje kamatnog rizika. Emisijom hipotekarnih obveznica banka dolazi do novih novčanih sredstava koje može koristiti za nove plasmane, čime se povećava likvidnost banke. Na taj način banka povećava stopu prinosa na akcijski kapital, odnosno uvećava svoju profitabilnost. Konačno, putem sekjuritizacije banka stiče mogućnost da prevaziđe rizik od promene kamatne stope na finansijskom tržištu.

U evropskom modelu sekjuritizacije hipotekarni krediti, na bazi kojih su emitovane obveznice, ostaju u bilansu banke, pa se zbog toga ovaj model naziva i model bilansne sekjuritizacije. Banka procenjuje koliki je rizik nevraćanja kredita i na bazi toga vrši rezervisanje u svom bilansu, tako da se uloga izdavaoca kredita ne odvaja od subjekta koji vrši sekjuritizaciju. Na ovaj način potencijalni rizik ostaje u banci, a kupci hipotekarnih založnica su sigurni, jer je banka odvojila sredstva ili se obezbedila hipotekom koja ima realnu vrednost za slučaj nevraćanja hipotekarnih kredita. Postoji realna mogućnost da do krize ne bi došlo da su hipotekarni krediti ostali u bilansima banaka, jer bi se na taj način problemi ograničili samo na one banke koje su izdavale obveznice na bazi loših zajmova.

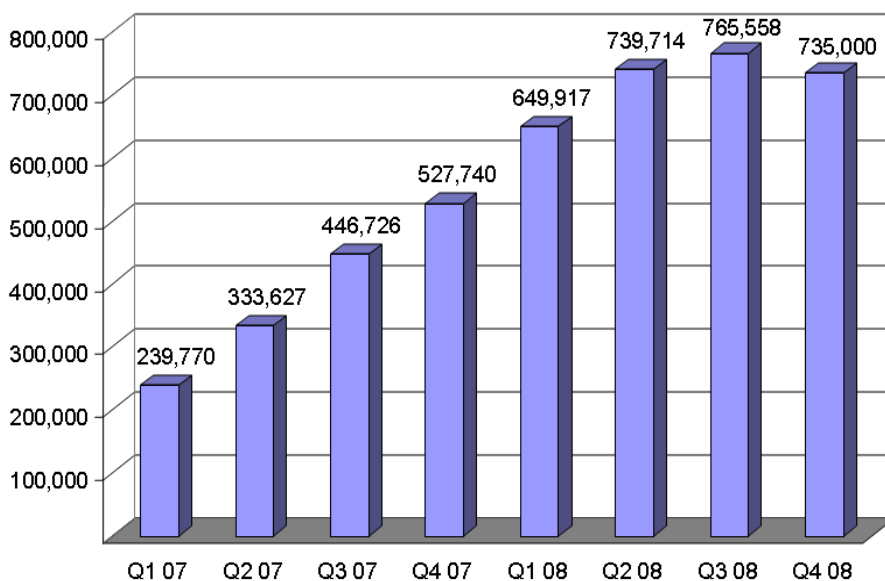
Međutim, američki model sekjuritizacije je omogućavao tzv. vanbilansnu sekjuritizaciju, prema kojoj se založena imovina iznosi iz bilansa banaka i unosi u bilans neke druge finansijske institucije, investicione banke ili „hedž“ fonda, kojoj je bilo dozvoljeno da emituje i prodaje založnice trećim licima i koje su zarađivale na kamatnoj razlici između odobrenih hipotekarnih kredita i emitovanih hipotekarnih obveznica (*Mortgage backed securities* – MBS). Ove institucije činile su deo bankarskog sistema u senci na koji se nisu odnosili isti propisi kao na komercijalne banke. U američkom modelu sekjuritizacije banka ne mora da odvaja sredstva za potrebe osiguravanja kredita, već ih koristi za nove plasmane. Međutim, vanbilansna sekjuritizacija stvarala je problem moralnog hazarda, jer su banke, sa motivacijom da maksimiraju profit, često odobravale kredite sa visokim rizikom povraćaja i na njihovoj bazi, preko investicionih banaka i

„hedž“ fondova, emitovale subprimarne hartije od vrednosti visokog rizika. S obzirom na to da su imale poverenja u banke, ove institucije često nisu bile upoznate sa kvalitetom kupljenih hipotekarnih zajmova. Ovim mehanizmom rizik se direktno prenosio na posrednika koji ga često nije bio svestan. Investicione banke i „hedž“ fondovi, koji su emitovali i prodavali založnice trećim licima, nisu podlegali zakonu o bankarstvu, tako da nisu bile obavezni da odvajaju sredstva na ime mogućih rizika. Zbog manjka zakonske regulative kontrola poslovanja ovih institucija je bila vrlo slaba. Ove propuste na finansijskom tržištu omogućila je zakonska deregulacija sprovedena u poslednjih 20-ak godina sa namerom stvaranja povoljnijih uslova za ekonomski rast, za koju se verovalo da ukida stege privrednim subjektima u donošenju odluka. Klasične banke, koje su strože kontrolisane, prenosom aktive na ove institucije imale su formalno čist bilans i nisu morale da povećavaju sredstva za slučaj gubitaka. Na ovaj način subjekti finansijskog tržišta su praktično zaobišli regulatorne propise, a greška državnih agencija SAD je u tome što nisu na vreme prepoznale aktivnosti koje su se odvijale na finansijskom tržištu i uveli nove kontrole.

Da bi se prodaja rizičnih obveznica učinila primamljivijom, one su se osiguravale čime se njihov kreditni rizik smanjivao. Osiguravanjem hipotekarnih obveznica su se bavile kako privatne korporacije, poput *AIG-a* (*American International Group*), tako i državne agencije, poput *Freddie Mac-a*, koje su računale da nikad neće morati da isplate potraživanja, jer su ove hartije od vrednosti imale rejting AAA. Međutim, ovakvu ocenu su dobijale od agencija za procenu kreditnog rejtinga koje su bile u sukobu interesa, zato što su one bile direktno angažovane i plaćane od strane emitenata tih istih obveznica, tako da je proces procene rejtinga izvođen trajavo, pri čemu su obveznice koje su emitovane na bazi loših kredita dobijale najveću ocenu.

U početku je ovaj mehanizam funkcionisao jer su hipotekarne obveznice bile garantovane nekretninama koje su tada na tržištu imale visoku cenu tako da su, u slučaju nemogućnosti vraćanja uzetog kredita, prodajom nekretnine mogli biti namireni kupci hipotekarnih obveznica i plaćeni troškovi finansijskih posrednika. Međutim, jasno je bilo da je pretila opasnost od pada cena nekretnina, ali je ona ignorisana u euforiji koja je zahvatila finansijsko tržište. Najveći kupci osiguranih obveznica bile su banke iz zemalja Evropske unije, pre svega iz Velike Britanije.

S obzirom na ostvarenu visoku stopu rasta u 2004. godini u Americi od 3.58%, FED, u nameri da spreči inflaciju, podiže referentnu kamatnu stopu koja krajem 2007. godine iznosi 5.25%, što je uslovalo rast kamatnih stopa komercijalnih banaka. To je jedan od razloga zbog koga dolazi do problema sa otplatom uzetih kredita i posledično plaćanja kamata na ime emitovanih obveznica. Otplata hipotekarnih kredita je počela sve više da se odugovlači, pa je broj aktiviranih hipoteka bio u stalnom porastu, što je uslovalo veliku ponudu nekretnina na tržištu i samim tim pad njihovih cena, što je demotivisalo čak i likvidne subjekte da uredno servisiraju kredit. Naime, njima se više isplatilo da vrate nekretninu i odustanu od otplate skupog kredita, a da nakon kraha hipotekarnog tržišta, koji se očekivao, takvu nekretninu kupe po znatno nižoj ceni. Direktna posledica neredovnog servisiranja kredita su problemi sa isplatom kamata investitorima koji su kupili hipotekarne obveznice. Do avgusta 2008. godine 9.2% od svih američkih hipotekarnih kredita su bili u fazi neredovnog izmirivanja obaveza ili u fazi aktivirane hipoteke na imovinu koja je bila založena kao garancija, a do septembra 2009. godine ta cifra je porasla na 14.4%. Na Grafikonu 2 prikazan je broj američkih stambenih objekata nad kojima je aktivirana hipoteka za period 2007–2008. godine po kvartalima, na kome se jasno vidi nagli porast broja aktiviranih hipoteka iz kvartala u kvartal.

Grafikon 1. Broj američkih stambenih objekata nad kojima je aktivirana hipoteka za period 2007 – 2008. godine po kvartalima

Izvor: Saopštenja za javnost "U.S. Foreclosure Market Report"

Yuliya Demyanyk i Otto Van Hemert u radu "Understanding the Subprime Mortgage Crisis" pokazuju da se tokom dramatičnog rasta subprimarnog (drugorazrednog) hipotekarnog tržišta ukupan kvalitet tržišta hipoteka naglo pogoršao. Oni su posmatrali kvalitet kredita kao funkciju karakteristika zajmoprimca (kreditni rejting, nivo zaduženosti, sposobnost da se obezbedi dokumentacija), karakteristike kredita (tip obveznice, visina kredita, kamatna stopa), kao i makroekonomskih uslova (visina potrošačke korpe, nivo prihoda domaćinstva, promene u statusu zaposlenosti članova domaćinstva). Pad kreditnog kvaliteta je monoton, ali je brzina opadanja u velikoj meri zavisila od karakteristika zajmoprimca. U principu, odnos drugorazrednih i prvorazrednih kredita trebalo bi se uzeti kao indikator inicijalnog rizika kod drugorazrednog (subprimarnog) kredita. Da bi rast drugorazrednog hipotekarnog tržišta bio održiv, morao se kao mera ukupne rizičnosti subprimarnog tržišta uzeti pomenuti odnos, što nije bio slučaj. Naglo uvećano subprimarno hipotekarno tržište, nedovoljno dobro projektovano da izdrži razlike između zajmoprimaca, opterećeno špekulantskim aktivnostima, urušilo se tokom vremena i doživelo krah 2007. godine. Subprimarnom tržištu se, po oceni pomenutih autora, sa mnogo aspekata, desio klasičan „bum – krah“ scenario. Navedeni autori smatraju i da su problemi koji su doveli da sloma subprimarnog tržišta bili vidljivi mnogo ranije, najkasnije krajem 2005. godine. Koristeći samo podatke dostupne krajem 2005. godine, oni pokazuju da je monotona degradacija subprimarnog tržišta već tada bila očigledna. U odnosu na 2005. godinu, kvalitet kredita se pogoršavao iz godine u godinu, narednih pet godina. Nagli rast cena nekretnina je privremeno maskirao propadanje subprimarnog hipotekarnog tržišta i stvarni rizik drugorazrednih obveznica. Kada su cene nekretnina počele da padaju, problemi su postali očigledni i laicima, ali su nadležne institucije morale reagovati mnogo ranije.

Lideri svetskih zemalja sreli su se u novembru 2008. i martu 2009. godine da formulišu strategiju za rešavanje krize, tako da su različiti modeli rešenja predloženi od strane vladinih zvaničnika, predstavnika centralnih banaka, ekonomista i poslovnih rukovodilaca.

POSLEDICE SVETSKE KRIZE

Zbog problema u naplati hipotekarnih kredita, mnoge velike banke u Americi su bankrotirale, pa se, posledično, kao problem javila nelikvidnost i nemogućnost odobravanja novih kredita stanovništvu i privredi, kao i smanjenje potrošnje domaćinstava, tako da je recesija bila neminovna. Strah od gubitka posla i opšta neizvesnost su neki od faktora koji su uticali na povećanje štednje stanovništva, što je uticalo na smanjenje proizvodnje i, kasnije, na rast nezaposlenosti. Nagli skok kamatnih stopa na međunarodnom tržištu novca bio je jasan indikator koliko je poverenje između banaka narušeno. Osim nepoverenja, visokim stopama je doprinosila i nelikvidnost banaka, koja je za sobom povlačila nisku ponudu novca na novčanom tržištu. Očekivano, kriza se odrazila i na berzama padom berzanskih indeksa. Iako je nastala u finansijskom sektoru, kriza se brzo prenela i na realni sektor proizvodnje, najpre u Americi, a zatim i u ostatku sveta. Kao posledica pada tražnje i trgovine desio se nagli pad industrijske proizvodnje i rast nezaposlenosti. Kasnije posledice su bile smanjenje kupovne moći stanovništva i generalan pad agregatne tražnje.

Dalja eskalacija krize, koja je dovela do bankrotstva nekih od najvećih banaka u Americi, bila je jasan indikator da ova kriza nije posledica stalnih cikličnih kretanja privrede. Poslodavci, pored otpuštanja radnika, primenjuju i druge mere, kao što su smanjivanje plata i skraćivanje radnog vremena. Nagli rast nezaposlenosti pogodio je kako razvijene zemlje tako i zemlje u razvoju. Ovako duboka kriza primorala je skoro sve zemlje sveta na primenu antirecesionih makroekonomskih mera. U međunarodnoj zajednici je zauzet stav kakve mere države moraju primenjivati da bi se kriza prevazišla i sprečilo njeno dugo trajanje. Najpre je trebalo obnoviti finansijsko tržište i vratiti poverenje u njega, a zatim povećati agregatnu tražnju i, konačno, demotivisati štednju iz predostrožnosti i straha.

ZAKLJUČAK

Uslovi zakonske deregulacije, stvoreni sa namerom obezbeđivanja bolje poslovne klime, doveli su do najveće krize savremenog sveta. Previše razlabavljeni regulatorni okvir je dopustio pojavu brojnih finansijskih instrumenata, čija će neodgovorna primena dovesti do predimencioniranja subprimarnog tržišta čiji je nekontrolisani rast doveo do nesagledivih posledica po čitav svet. Razmere krize bile su zapanjujuće, kako u smislu dubine recesije tako i u pogledu broja zemalja koje je ona zahvatila.

Danas možemo reći da je kriza, uzrokovana slomom drugorazrednog hipotekarnog tržišta, iza nas. Međutim, svet se sada suočava sa drugim problemom. Kao jedna od posledica krize iz 2008. je upotreba ekspanzivne fiskalne politike koja je generisala visoke deficite u budžetima mnogih visokorazvijenih zemalja koji su se pretvorili u visok javni dug. Trenutno najveći problem Evrope i Amerike je pronaći najbezbolniji način kako se vratiti na pretkrizni nivo, koji podrazumeva stabilne javne finansije bez deficita uz umereni rast. Ekonomisti koji su analizirali oporavak od krize iz 2008. su se slagali u oceni da on neće biti u obliku slova „V“, jer je svet iz nje izašao posle dve-tri godine. Ono što sada primećujemo je da se oporavak još uvek nije završio samo je promenio formu, a cilj je stabilizacija javnih finansija i smanjenje državnog duga. Zbog toga je sve izvesnije da će u nekim zemljama oporavak imati oblik slova „U“ u smislu produženog oporavka, dok će u nekim zemljama taj oporavak biti u obliku slova „W“, koji implicira pojavu još jednog talasa krize. Ovakav scenario već sad je evidentan kod nekih evropskih zemalja, prvenstveno se misli na Grčku koja prema nekim procenama neće izaći iz drugog talasa krize u narednih deset godina.

Iako ovaj rad analizira jedan od glavnih uzročnika krize – sekjuritizaciju hipotekarnih kredita, autori zasigurno ne mogu da znaju pravi i sveobuhvatan odgovor zašto se ona desila, niti je moguće ovaj odgovor dati na nekoliko listova papira. Međutim, ono što je bitno jeste da postoje razmišljanja na ovu temu, jer pored destruktivnog karaktera trenutne krize, vrlo je moguće da ona ponudi nove teorijske koncepte koji bi nastali na bazi analize empirijskih podataka¹.

¹ Većina teorija koje su nastale u ekonomiji potekle su iz analize i pronalazjenja zakonitosti u empirijskim podacima.

LITERATURA

- [1] Anđelić, G., Đaković V. (2010). *Osnove investicionog menadžmenta*, Novi Sad, FTN izdavaštvo.
- [2] Bernanke, B. (2009). *Four Questions About the Financial Crisis*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090414a.htm>.
- [3] Demyanyk, Y., Van Hemert, O. (2008). *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, "Working Paper Series", Social Science Electronic Publishing, Pristup ostvaren 18.09.2008., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396
- [4] Greenspan, A. (2008). *Banks Need More Capital*, Pristup ostvareni 27.02.2009., http://www.economist.com/finance/displayStorycfm?story_id=12813430
- [5] Krugman, P. (2009). *Revenge of the Glut*, http://www.nytimes.com/2009/03/02/opinion/02krugman.html?_r=0.
- [6] Živkov, D., Pavlović, J. (2010). *Svetska finansijska kriza i sekjuritizacija hipotekarnih kredita*, „Direktor“, broj 14, januar/mart.
- [7] The Economist Online (2008). *The End of the Affair*, Pristup ostvaren 27.02.2009., http://www.economist.com/world/unitedstates/displaystory_cfm?story_id=12637090
- [8] Brookings Institute (2009). *U.S. Financial and Economic Crisis*, <http://www.brookings.edu/research/papers/2009/06/15-economic-crisis-baily-elliott>.
- [9] The Wall Street Journal Online (2008). Pristup ostvaren 19.05.2008., <http://opinionjournal.com/editorial/feature.html?id=110010981>
- [10] The Economist Online (2007). *Assets and their liabilities*, Pristup ostvaren 19.05.2008., http://www.economist.com/node/9972549?story_id=9972549
- [11] BBC News Business (2008). *Timeline: Sub-prime losses*, Pristup ostvaren 26.10.2008., <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
- [12] www.tradingeconomics.com.

Primljeno: 07.05.2012.

Odobreno: 01.06.2012.