

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNA KRIZA 2007 IN UKREPI ZA UBLAŽITEV
POSLEDIC**

Ljubljana, avgust 2009

ŽANE GROS

IZJAVA

Študent ŽANE GROS izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. IGORJA LONČARKEGA, in da dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 NASTANEK IN POTEK FINANČNE KRIZE	2
1.1 Začetki finančne krize.....	2
1.2 Vzroki za začetek finančne krize.....	3
1.2.1 Nepremičninski balon.....	3
1.2.2 Drugorazredna posojila in plenilske prakse posojanja.....	4
1.2.3 Slabo zasnovana finančna regulativa.....	5
1.2.4 Finančne inovacije in njihova kompleksnost.....	6
1.3 Dosedanji potek globalne finančne krize.....	7
1.3.1 Potek krize v letu 2007.....	7
1.3.2 Finančna kriza v letu 2008.....	9
1.3.3 Večji prevzemi in pretresi v finančnem sektorju jeseni in pozimi leta 2008.....	11
1.3.4 Nadaljevanje krize v letu 2009.....	11
2 PROTIKRIZNO UKREPANJE	12
2.1 Odgovor ECB na finančno krizo.....	12
2.1.1 Nižanje obrestnih mer.....	12
2.1.2 Upravljanje likvidnosti.....	12
2.1.3 Nakup kritih obveznic.....	13
2.2 Ukrepi Evropske unije proti finančni in gospodarski krizi.....	14
2.2.1 Evropski načrt za oživitev gospodarstva.....	14
2.2.2 Stabiliziranje finančnega sektorja.....	14
2.2.3 Finančna pomoč državam.....	14
2.2.4 Spremembe regulacij finančnega sektorja v EU.....	14
2.3 Protikrizni ukrepi v Združenih državah Amerike.....	15
2.3.1 Prizadevanja za okrevanje finančnega sistema 2007.....	15
2.3.2 Ukrepi v letu 2008.....	15
2.3.3 Projekti za stabilizacijo gospodarstva v letu 2009.....	16
2.3.4 Sodelovanje ameriškega Fed s centralnimi bankami po svetu.....	17
2.3.5 Nadaljnje sodelovanje s centralnimi bankami v letu 2009.....	18
2.3.6 Nižanje obrestnih mer pri Fed.....	18
2.4 Trije paketi ukrepov za ublažitev finančne in gospodarske krize v Sloveniji.....	18
2.5 Protikrizno načrtovanje na Kitajskem.....	20
3 MOŽNOSTI PROTIKRIZNEGA UKREPANJA	20
3.1 Zagotavljanje stabilnosti finančnega sistema.....	21
3.2 Predlagani paketi protikriznih ukrepov.....	21
3.2.1 Prestrukturiranje sedanje finančne arhitekture.....	21
3.2.2 Centraliziranje nadzora.....	22
3.2.3 Spremembe v računovodski regulativi.....	22
3.2.4 Korekcije v poslovanju bonitetnih agencij.....	23
SKLEP	23
VIRI IN LITERATURA	25
PRILOGE	

UVOD

Dandanes je v finančni sferi zagotovo ena izmed bolj perečih tem nadaljnji potek sedanje finančne krize in selektiven nabor ukrepov, ki bi jih bilo potrebno realizirati za minimaliziranje negativnih posledic krize v finančnem in realnem sektorju. S tem problemom se soočajo vlade posameznih držav, naddržavne organizacije na čelu z Mednarodnim denarnim skladom, Svetovno banko, Evropsko centralno banko (v nadaljevanju ECB) in Evropsko komisijo kakor tudi centralne banke v večini držav Sveta, saj kompleksnost krize zahteva sistemski pristop k njenemu reševanju.

Za sedanjo finančno krizo, katere prvi pretresi se pojavijo leta 2007, nekateri izmed vplivnejših svetovnih ekonomistov ne iščejo vzporednic s finančnimi krizami, povezanimi z naftnimi šoki v sedemdesetih letih, dolžniško krizo v Latinski Ameriki v osemdesetih letih oziroma z azijskimi finančnimi krizami v devetdesetih letih prejšnjega stoletja (<http://www.federalreserve.gov/>). Edina primerjava, ki se pojavlja kot relevantna glede samega obsega vpliva, ki ga ima na svetovno prebivalstvo, je velika depresija, katere začetki segajo v leto 1929. V današnji krizi so se v očesu orkana znašla predvsem podjetja iz finančnega sektorja, čeprav je tudi vedno večje število panog v realnem sektorju pod pritiskom. Trenutno krizno stanje je posledica ekspanzivne monetarne politike in nepremičninskega balona v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), večletnega brezskrbnega visokotveganega bančništva, neprimerno strukturirane zakonodaje v finančnem sektorju, poslovanja z zapletenimi izvedenimi finančnimi instrumenti ter neustrezne poslovne prakse bonitetnih agencij.

V diplomski nalogi se bom v treh poglavjih posvetil finančni krizi in njenemu poteku, protikriznim ukrepom, namenjenim blažitvi posledic, in na koncu še možnostim glede prihodnjih paketov ukrepov. V prvem poglavju se bom osredotočil na obrazložitev dejavnikov okolja, zaradi katerih je kriza dejansko dobila svoj zagon, vzrokov, ki so sprožili začetek krize, ter podrobnejšega opisa kronologije poteka zadnje finančne krize.

Naslednje poglavje bo namenjeno predstavitvi protikriznih ukrepov, ki so jih sprejemale oziroma jih še sprejemajo nekatere organizacije in države z namenom ublažiti negativne posledice. Predstavljeni bodo stimulatívni paketi ECB in Evropske komisije, ZDA, Slovenije ter Kitajske, kot trenutno najbolj finančno vplivne predstavnice skupine držav BRIC (Brazilija, Rusija, Indija, Kitajska).

V zadnjem poglavju pa bom povzel nekaj osnovnih možnih protikriznih ukrepov, s katerimi bi omogočili celovitejši nadzor nad finančnim sistemom, preprečevali podobne ekscese v prihodnje in povrnili zaupanje varčevalcev v finančni sistem. Predlogi se dotikajo tako zagotavljanja stabilnosti sistema, kakor tudi prestrukturiranja finančne arhitekture in regulatornih ukrepov, ki bi povišali raven transparentnosti poslovanja finančnih institucij. Na

koncu diplomske naloge bo podan še sklep o trenutni finančni krizi in dosedanjem ukrepanju ter navedba uporabljene literature in virov.

1 NASTANEK IN POTEK FINANČNE KRIZE

1.1 Začetki finančne krize

Kot izredno pomembna dejavnika, ki sta odigrala vidnejši vlogi pri polnjenju nepremičninskega balona, ki je vplival na razvoj finančne krize, lahko omenim drastično znižanje obrestnih mer ter naraščanje trgovinskega deficita v ZDA (Shiller, 2008, str. 48). Ameriški trgovinski deficit jo uvršča na prvo mesto na svetu v tej kategoriji, saj so Američani daleč največji uvozniki kapitala. V času pred pričetkom krize so hipotekarni posojilodajalci delovali po principu »ustvari in posreduj« (angl. *originate and distribute*). Ta model, ki so ga uporabljale posojilne institucije, za svoje delovanje zahteva razpolaganje s presežnimi denarnimi sredstvi, torej mora biti likvidnost izredno visoka (Brunnermeier, 2009). Tako visoko likvidnost je mogoče interpretirati tudi kot presežne prihranke, ki so omogočali povpraševanje po novih izdajah izvedenih finančnih instrumentov.

Čeprav se je v letih pred finančno krizo javnofinančni deficit ZDA kot odstotek skupne vsote vseh tovrstnih primanjkljajev na svetu po letih nižal, pa je še vedno znašal neverjetnih 65,4 odstotka primanjkljaja vseh držav v letu 2005 in 59,6 odstotka leta 2006 (Global Financial Stability Report, 2007, str. 123). Leta 2007, v času, ko je kriza že dobila svoj zagon, se je primanjkljaj v tekočem računu v ZDA še nekoliko znižal, saj je znašal 49,2 odstotka skupne vsote vseh tovrstnih primanjkljajev na svetu, vendar je bil v primerjavi z ostalimi državami še vedno izredno visok (Global Financial Stability Report, 2008, str. 169). Ta vsota je bila ekvivalentna več kot petim odstotkom ameriškega bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP). Kapital so uvažali večinoma iz Kitajske, Nemčije, Japonske, Savdske Arabije, Rusije ter Švice, ki so bile med drugim tudi največje izvoznice kapitala, torej države z največjimi presežki v tekočem računu leta 2007.

Kot naslednjega v vrsti ključnih dejavnikov za začetek finančne krize navajam drastične spremembe na trgu nepremičninskih posojil v ZDA. Eno izmed meril delitve nepremičninskega trga posojil je delitev na prvorazredni (angl. *prime*) in neprvorazredni (angl. *non-prime*) trg posojil (Chomsisengphet & Pennington-Cross, 2006, str. 31). Na slednjem trgu, podrobneje na trgu drugorazrednih (angl. *subprime*) posojil, je finančna kriza dobila svoj zagon.

V okviru hipotekarnih posojil obstajata dve preprosti vrsti; posojila s fiksno obrestno mero (angl. *fixed-rate mortgage*) in posojila s prilagodljivo obrestno mero (angl. *adjustable-rate mortgage*). Vendar pa so imeli posojilojemalci na voljo tudi t.i. hibridne proizvode. Le-ti so ustvarjeni tako, da združujejo lastnosti posojil s fiksnimi in prilagodljivimi obrestnimi merami. Večinoma so se posojilojemalci z nižjimi kreditnimi sposobnostmi odločali za

prilagodljive obrestne mere in hibridne obrestne proizvode. V kasnejših fazah razvoja krize je ta poslovna praksa samo še stopnjevala pritisk na posojilodajalce, saj se je masa neplačil zaradi vedno bolj zaostrenih finančnih razmer in velikega števila drugorazrednih posojilojemalcev med komitenti posameznih posojilodajalcev drastično povečevala in s tem negativno vplivala na njihovo solventnost in likvidnost. Ob vsem tem pa so imeli posojilojemalci na razpolago še možnost poljubnega razporejanja servisiranja dolga ali pa prehoda iz fiksne na prilagodljivo obrestno mero.

Neprvorazredne hipoteke so se do leta 2004 gibale pod osmimi odstotki vseh hipotekarnih posojil, nato pa so poskočile na skoraj devetnajst odstotkov vseh hipotekarnih posojil (na 593 milijard dolarjev), medtem ko je bilo istega leta vseh posojil za 3.204 milijard dolarjev (The State of the Nation's Housing, 2008, str. 39). Odstotek neprvorazrednih posojil je ostal na tej ravni skozi obdobje 2005–2006, vse do vrha nepremičninskega balona v ZDA. Agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji (angl. *Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC) je na to povišanje odstotka hipotekarnih posojil takoj odreagirala s sprostitvijo pravila o višini neto kapitala za nekatere finančne institucije aprila leta 2004. Ta sprememba naj bi omogočila petim največjim investicijskim bankam drastično povečanje finančnega vzvoda in razširitev izdajanja hipotekarnih obveznic. Ta odločba pa je pritisk na državno podprte organizacije (angl. *government-sponsored enterprises*, v nadaljevanju GSE) Freddie Mac in Fannie Mae stopnjevala do te mere, da sta tudi sami razširili svoje izdajanje tveganih posojil.

Posojilojemalci so tedaj naleteli na do takrat neznane težave. Vrednosti nepremičnin so se začele nižati tudi do te mere, da so bile nižje od vrednosti posojila, v tem primeru pa se je kar nekaj posojilojemalcev odločilo, da bodo prenehali z odplačevanjem svojih dolgov. Veliko jih je zaradi teh razlogov odstopilo od pogodbe, kar pa je sprožilo še dodaten dejavnik, ki je vplival na znižanje cen nepremičnin (Shiller, 2008, str. 7). Posledično se je povečal tudi odstotek zamujenih ali neplačanih obrokov dolga.

Plaz neplačil se je torej sprožil najprej v sektorju drugorazrednih posojil. Stopnja nerednih plačil drugorazrednih hipotekarnih posojil se je gibala v razponu 10–15 odstotkov do leta 2006 (Agarwal & Ho, 2007, str. 3), nato pa je začela hitro naraščati in je konec leta 2008 znašala že 25 odstotkov (MBA National Delinquency Survey, 2009). Tudi na podlagi teh podatkov se lahko opazi pok nepremičninskega balona, ki je vodil v finančni kolaps.

1.2 Vzroki za začetek finančne krize

1.2.1 Nepremičninski balon

V obdobju med leti 1997 in 2006 je v Ameriki cena nepremičnin narasla za približno 124 odstotkov, sklepajoč na podlagi S&P/Case-Shiller nacionalnega indeksa cen nepremičnin. Ta porast v vrednosti nepremičnin je pripomogla k tako imenovanemu nepremičninskemu balonu, saj so lastniki nepremičnin refinancirali svoja imetja po nižjih obrestnih merah, česar

si ne bi mogli privoščiti v razmerah, kjer ne bi bilo take rasti vrednosti nepremičnin. Med leti 2000 in 2003 je sistem centralnih bank v ZDA (angl. *Federal Reserve*, v nadaljevanju Fed) znižal ciljne obrestne mere zveznih skladov iz 6,5 odstotka na samo 1 odstotek, kar lahko opazimo tudi na njihovi spletni strani (<http://www.federalreserve.gov/>). Ob prelomnici tisočletja so se v ZDA ukvarjali s posledicami poka dot.com balona, nevarnim deflacijskim tveganjem, kasneje tudi s terorističnimi napadi 11. septembra leta 2001. Vsi ti razlogi so prispevali k tako drastičnemu znižanju obrestnih mer.

Ugodni kreditni pogoji in prepričanje ljudi v nadaljnje apreciiranje vrednosti nepremičnin so bili eni izmed glavnih razlogov, da so se posojilojemalci s slabšo kreditno ustreznostjo odločali za najem kreditov s fleksibilnimi obrestnimi merami oziroma hibridnih kreditnih proizvodov (Shiller, 2008, str. 49).

V primeru, da posojilojemalci ne bi bili več sposobni odplačevati obrokov plačil, bi imeli na razpolago možnost refinanciranja svojih hipotek. Vse te predpostavke so relevantne samo v primeru apreciacije nepremičnin. Ravno zato je bilo zaradi depreciacije vrednosti nepremičnin v mnogih predelih ZDA po letu 2006 refinanciranje veliko bolj zahtevno in posledično se je povečalo število posojilojemalcev, ki niso uspeli plačevati mesečnih obresti in so zato odstopali od pogodb. Kot navajajo na spletni strani Fed (<http://www.federalreserve.gov/>), je od leta 1996 pa do leta 2004 prišlo do znatnega povečanja v deficitu tekočega računa ZDA. Le-ta se je povišal iz 125 milijard dolarjev na 640 milijard dolarjev oziroma iz 1,6 odstotka na 5,5 odstotka BDP.

1.2.2 Drugorazredna posojila in plenilske prakse posojanja

Subprime je izraz, ki se nanaša na kreditno sposobnost posameznih kreditnojemalcev. Drugorazredni kreditnojemalci (angl. *subprime borrowers*) imajo razmeroma šibak kreditni položaj in višje tveganje neplačila kredita kot kreditnojemalci z boljšo kreditno sposobnostjo (angl. *prime borrowers*). Med drugorazredne posojilojemalce se prišteva tiste ljudi, ki so imeli v preteklosti na primer težave z nerednim plačevanjem anuitet, stečaji, slabim razmerjem med višino dolga in osebnim dohodkom. Ravno v segmentu drugorazrednih posojilojemalcev se je začel sistem kreditiranja krhati.

Kot preprosto definicijo plenilske prakse posojanja (angl. *predatory lending*) lahko navedem način posojanja posojilodajalcev, ki so začeli odobravati visoko tvegana in neprimerno zavarovana posojila za nepravne namene kapitalsko neustreznim strankam (Hawke, Jr., 2000). Klasične plenilske metode, ki so jih uporabljale institucije, so vključevale oglaševanje refinanciranja nepremičnin po izredno nizkih obrestnih merah. Posojilne pogodbe, ki so vključevale ta določila, pa so vsebovale tudi izredno zapleten in povprečnemu prebivalstvu nerazumljiv drobn tisk. Poleg tega so se v pogodbah znašla tudi določila, na podlagi katerih je lahko institucija posojilojemalcu zamenjala prvotno posojilo, ki je temeljilo na nižjih

obrestnih merah za posojilne produkte z višjimi obrestnimi merami na dan zapadlosti prvotnega posojila.

Mnoga podjetja so se znašla v težavah zaradi plenilske prakse posojanja in zavajajočega oglaševanja. Nekatere izmed finančnih institucij so odobravale posojila ljudem s šibko kreditno sposobnostjo, ki si realno tako visokih posojil ne bi uspeli privoščiti. Pojavila so se razna slikovita poimenovanja takih posojil, kot na primer »Ninja posojila« (angl. *No Income, No Job, No Assets Loans*), saj naj bi bili potencialni posojilojemalci brez dohodkov, brez službe in celo brez kakršnegakoli premoženja. Posojilojemalcem, ki so imeli hipoteke s prilagodljivimi obrestnimi merami, so finančna podjetja celo omogočala, da odplačujejo samo anuitete posojila, ne da bi prvih nekaj let sploh odplačevali glavnico (angl. *interest-only mortgage payment*), kar je opisano tudi na spletni strani Ameriške centralne banke (<http://www.federalreserve.gov/>). Vendar so se slabosti takega sistema pokazale, ko se je pričelo zniževanje vrednosti nepremičnin. Posojilojemalci, ki so odplačevali dolgove s prilagodljivimi obrestnimi merami, niso več imeli motiva za nadaljnje odplačevanje dolga, saj se je v nekaterih primerih vrednost njihovih nepremičnin spustila pod višino zneska posojila (Shiller, 2008, str. 7). Vse to je močno vplivalo na poslabšanje finančne ustreznosti mnogih podjetij, ki so poslovala na drugorazrednih trgih posojil oziroma so se posluževala plenilske prakse posojanja in mnoga izmed teh podjetij so bila prisiljena v iskanje pomoči zunanjih vlagateljev ali države.

1.2.3 Slabo zasnovana finančna regulativa

V letih pred krizo so kritiki takratne finančne regulative začeli opozarjati na preveč nenatančno postavljen ureditveni okvir, ki ni dohajal razvijajočih se finančnih inovacij vedno pomembnejšega bančništva v senci (angl. *shadow banking system*), raznih izvedenih finančnih instrumentov ter zunajbilančnega financiranja. Kritike, ki se je nanašala na slabo regulacijo, pa so bili deležni tudi ohlapno zasnovani zakoni oziroma oslabljen nadzor nad poslovanjem nekaterih segmentov finančnega sistema.

Leta 2004 je prišlo do sprememb v pravilu o zahtevani višini neto kapitala s strani SEC. Sprememba je omogočila holdingom investicijskih bank, da so bistveno povečali svoj finančni vzvod, kar pomeni, da so zvišali zneske dolga, ki bi ga še lahko servisirali. Holdingi investicijskih bank, ki so se odločili za udeležitev v novem projektu, imenovanem Program konsolidiranih nadzorovanih ustanov (angl. *Consolidated Supervised Entity Program*), so si omogočili, da njihove posamezne podružnice lahko vzdržujejo nižjo raven neto kapitala kot je bilo to do tedaj določeno, kar je pojasnjeno tudi na spletni strani SEC (<http://www.sec.gov/>). Ti holdingi so bili Bear Stearns Companies Inc., Goldman Sachs Group, Inc., Lehman Brothers Holdings Inc., Merrill Lynch & Co., Inc. in Morgan Stanley. Sledila pa sta jim še Citigroup Inc. in JP Morgan Chase & Co, ki spadata med bančne holdinge.

V tako imenovanem bančništvu v senci so sodelovale različne finančne institucije, vse od investicijskih bank, hedge skladov do denarnih skladov, ki pa niso bili predmet iste uredbe kot depozitne banke (Shiller, 2008, str. 51). To jim je omogočalo poslovanje z višjim finančnim vzvodom, kar pomeni, da so lahko investicijske banke za razliko od depozitnih odobrile večje količine posojil glede na primerljive kapitalske osnove.

Regulatorni organi in milejši računovodski standardi so omogočili določenim depozitnim bankam oziroma hranilnicam, da so nekatere zneske sredstev in obveznosti prenesle v zapletene pravne subjekte izven svojih matičnih bilanc — gre za proces listinjenja (angl. *securitization*). Subjekti, ki pa so bili oblikovani v tem procesu, so bili tako imenovana podjetja s posebnim namenom (angl. *special purpose entities*, v nadaljevanju SPE) (FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 140, 2000, str. 46). S tem so lahko prikrivali dejanski kapitalski položaj podjetja, stopnjo finančnega vzvoda ter tveganja. Ravno uporaba zunajbilančnih instrumentov je med krizo še povečala negotovost glede finančnega položaja institucij na bančnem trgu.

1.2.4 Finančne inovacije in njihova kompleksnost

Na finančnih trgih so se v letih pred krizo začeli pojavljati novi finančni produkti. Razvoj teh produktov je možno zaslediti tudi pod nazivom finančno inoviranje. V procesu finančnega inoviranja so se produktom dodeljevale lastnosti, ki so omogočale doseganje določenih ciljev posameznih strank, kot na primer znižanje tveganja izpostavljenosti ali kot pomoč pri pridobivanju dodatnega financiranja. Tukaj bom omenil le nekaj izmed primerov finančnih inovacij, ki so bile najbolj množično uporabljene:

- preoblikovanje drugorazrednih hipotek v hipotekarne obveznice (angl. *mortgage backed securities*, v nadaljevanju MBS),
- različne oblike kreditnih zamenjav (angl. *credit default swaps*, v nadaljevanju CDS),
- izvedene obveznice (angl. *collateralized debt obligations*, v nadaljevanju CDO) ter celo CDO-2 oziroma CDO-3, ki so bile izvedene iz prejšnjih izdaj CDOjev,
- hipoteke s prilagodljivimi obrestnimi merami (angl. *adjustable rate mortgages*).

Za predstavo o velikosti trga s podobnimi instrumenti navajam nominalno vrednost izdanih pogodb CDS, ki je junija 2008 znašala 54,6 bilijona dolarjev, kar predstavlja skoraj devet desetih vrednosti celotnega svetovnega BDP v letu 2008, ki je po podatkih Svetovne banke (2009) znašal 60,1 bilijona dolarjev. Svoj vrhunec je trg kreditnih zamenjav po navedbah Mednarodne organizacije za zamenjave in izvedene finančne instrumente (angl. *International Swaps and Derivatives Association*) dosegel konec leta 2007, ko je vrednost pogodb znašala kar 62,2 bilijona dolarjev, kar pa občutno presega celotni svetovni BDP.

Investicijske banke so na zahteve trga po bolj modificiranih finančnih instrumentih odgovorile s hipotekarnimi obveznicami in raznimi izvedenimi obveznicami. Ti vrednostni

papirji so prejeli zelo visoke ratinge, ki pa niso bili v skladu z dejanskimi tveganji, ki so ga te obveznice nosile (Shiller, 2008, str. 50). Te ocene so pripravljale bonitetne agencije, ki so naleteli na konflikt interesov, saj so finančnim institucijam v določenih primerih svetovale, kako naj strukturirajo izvedene finančne instrumente in nato še na podlagi plačil investicijskih bank za storitve ratinga izdajale ocene tveganosti finančnih produktov.

Proces strukturiranja MBS in CDO je potekal tako, da so investicijske banke posojila na hipotekarnem trgu v ZDA združile v velike bazene denarja (angl. *pooling*), kjer so v celotnem postopku sodelovali hipotekarni posredniki, ki so skrbeli za izdajo posojil, manjše banke ter tudi večje investicijske banke (Brunnermeier, 2009). Ta postopek se je odvijal znotraj segmenta, imenovanega bančništvo v senci.

Eavis (Fortune Magazine, 2007) je mnenja, da so predvsem CDO omogočili finančnim institucijam, da pridobijo sredstva investitorjev za financiranje drugorazrednih posojil, kar je vplivalo na razširitev stanovanjskega balona in ustvarjanje velikih provizij. CDO v bistvu prerazporedi gotovinska plačila iz več hipotek ali drugih dolžniških obveznosti v en bazen (angl. *pool*), iz katerega so sredstva dodeljena v vrednostne papirje z različnimi stopnjami tveganja in prednostni izplačila po zaporedju od tistih z manj tveganja neizplačila do bolj tveganih instrumentov. Vrednostni papirji, na podlagi katerih so bili investitorji poplačani najprej in so nosili najmanj tveganja, so prejeli najvišje ocene (angl. *investment-grade ratings*) od bonitetnih agencij. Vrednostni papirji s slabšimi lastnostmi pa so investitorjem zagotavljali višje stopnje donosa na vloženi kapital, vendar je bilo tudi tveganje neizplačila večje, navaja Brunnermeier (2009).

Zaradi različnih razlogov udeleženci na trgu niso natančno ocenili tveganja finančnih inovacij ter razumeli njihovega vpliva na stabilnost finančnega sistema. Omejitve široko uporabljenega finančnega modela prav tako niso bile pravilno interpretirane (<http://www.sec.gov/>). Enačba tega modela predpostavlja, da je bila cena CDS v korelaciji z MBS ter da bi na podlagi teh ocen lahko napovedali pravilne cene hipotekarnih vrednostnih papirjev. Ker se je mnogim institucijam model zdel ustrezen, ga je hitro pričelo uporabljati ogromno vlagateljev v CDO in CDS, izdajateljev in celo bonitetne agencije. Ti modeli pa so teoretično prikazali tveganja veliko manjša, kot se je dejansko izkazalo, da so bila v praksi.

1.3 Dosedanji potek globalne finančne krize

1.3.1 Potek krize v letu 2007

Leta 2007 je prišlo do izrednega povečanja neplačil in odstopanjem od pogodb v segmentu drugorazrednih hipotekarnih posojil. Ob takem trendu so se ljudje in institucije začeli spraševati, kako stabilni so iz teh posojil izvedeni finančni instrumenti.

Eden izmed indikatorjev prihajajočih velikih finančnih težav so bili prvi odpisi izgub, povzročenih s strani drugorazrednih nepremičninskih posojil pri Britanski banki HSBC v letu 2007 (Interim Report HSBC Holdings plc, 2008, str. 113). S podobnimi težavami pa so se soočali tudi pri ameriškem Bear Stearnsu, kjer so bili na udaru skladi, ki so bazirali na sekundarnih trgih listinjenja takšnih posojil (The Bear Stearns Companies Inc. Annual Report, 2007, str. 42).

Zaradi podobnega kopičenja težav so začele bonitetne agencije poleti leta 2007 zniževati ocene finančnim institucijam, med njimi so se kot prve pojavile Morgan Stanley, Merrill Lynch & Co. in Lehman Brothers Holdings Inc., ki so se udeleževale poslovanja z določenimi tveganimi izvedenimi finančnimi instrumenti oziroma z drugorazrednimi nepremičninskimi posojili. Ta gesta je sprožila plaz prodaj s strani institucionalnih investitorjev, saj le-ti niso več zaupali v kakovost teh instrumentov.

Prvi večji eksces finančne krize se je pojavil 9. avgusta 2007. (Ne)pričakovana ohladitev na ameriškem trgu drugorazrednih posojil je kot eno izmed mnogih bank pahnila v težave francosko BNP Paribas, kar je bil povod za 20-dnevno prekinitev ocenjevanja vrednosti njenih skladov, kot so navedli v poročilu na njihovi spletni strani (<http://www.bnpparibas.com/>). Trije skladi Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor in BNP Paribas ABS Eonia funds so podlegli težavam pri vrednotenju naložb v vrednostne papirje, zavarovanimi s terjatvami, ki so jih imeli v ZDA. Prenehanje izplačevanja deležnikov teh treh skladov je na bančni trg prineslo val nezaupanja, razširilo se je prepričanje, da BNP Paribas še zdaleč ni edina banka, ki utegne imeti take težave (Acharya & Richardson, 2009, str. 4).

Konec poletja se je torej zaradi množičnega nezaupanja v finančne institucije močno znižala likvidnost na medbančnih trgih. Nejasnosti okoli zunajbilančnih obveznosti posameznih bank, ki so jih imele v podružnicah s posebnim namenom, katerih poslovanje je baziralo na ameriškem trgu drugorazrednih nepremičninskih posojil, so bile vedno bolj izrazite. Banke, ki so bile izpostavljene omenjenim tveganjem, so si kot izhod v sili začele kopičiti sredstva kot obliko rezervne likvidnosti in s tem še dodatno znižale likvidnost na trgu. Ostale banke, ki niso bile podvržene tveganju, izvirajočem iz ameriškega trga nepremičninskih posojil, pa so ravno tako iz previdnosti znižale svoje posojilne dejavnosti, čeprav so imele presežke likvidnosti. Obe strani sta tako značilno prispevali h kreditnemu krču (angl. *credit crunch*) na medbančnem trgu.

V drugi polovici leta 2007 se je začelo pojavljati množično kopičenje izgub, ki so jih utrpele organizacije, katerih naložbe so temeljile na drugorazrednih nepremičninskih posojilih. V finančnem sistemu širom sveta se je pričel proces zmanjševanja finančnega vzvoda (angl. *deleveraging*) (The Economist, 2008). Skozi ta postopek so institucionalni investitorji zaradi vedno večje nenaklonjenosti tveganju hitro zapirali svoje pozicije, ki so jih imeli v

strukturiranih finančnih produktih. Vse izgube zaradi zapiranja pozicij pa so se zgrinjale nad finančne institucije in investitorje, ki so neposredno sodelovali pri procesu listinjenja.

1.3.2 Finančna kriza v letu 2008

Strah institucij pred propadom se je začel kazati v naraščajočih premijah za tveganje in v padcu vrednosti vrednostnih papirjev, ki so bili zavarovani s premoženjem (angl. *asset backed securities*). Tako imenovani *beg h* kakovosti se je iz trgov, katerih instrumenti so bili izvedeni iz drugorazrednih nepremičninskih posojil, hitro razširil še na ostale segmente, povezane s strukturiranimi financami. Tako ravnanje je izhajalo iz bojazni pred nastankom težav tudi na drugih trgih sekundarnih terjatev, ki so temeljili na podobnih modelih listinjenja. K povečevanju panike pa so pripomogle tudi bonitetne agencije, ki so v tem času drastično zniževale ocene določenih instrumentov.

Do ponovne poglobitve finančne krize je prišlo konec poletja leta 2008. Sistemsko pomembne institucije so se znašle v nezavidljivem položaju, saj je bil njihov obstoj resno ogrožen zaradi višine izgub. Na te izgube je v veliki meri vplival proces postopnega zmanjševanja finančnega vzvoda. V velikih škripcih pa se je znašla investicijska banka Lehman Brothers, katere izgube so jo prisilile v iskanje pomoči skozi dokapitalizacijo. To je bil eden izmed prelomnih trenutkov v drugi polovici leta 2008, ki so vodili v še večjo zaostritev krize. Lehman Brothers je po neuspelem iskanju rešiteljev in propadlih pogajanjih o prevzemu izgubil vsako upanje o okrevanju in edina preostala možnost je bila, da zaprosi za stečaj. V tednu po 15. septembru 2008 pa so sledili ogromni pretresi v finančni sferi. Zvrstilo se je mnogo prevzemov poslovnih divizij podjetja Lehman Brothers, v katerih so sodelovala tako evropska kot tudi azijska podjetja. Vendar se val prevzemov ni ustavil le pri podjetju Lehman Brothers, ampak se je razširil po celotnem finančnem trgu, kar je vodilo do nacionalizacij ter sprejemanja ukrepov, ki bi vsaj delno zagotovila stabilnost na finančnih trgih.

Zaradi poglobitve finančne nestabilnosti na nezavarovanih medbančnih trgih pa se je pojavilo skokovito naraščanje v tveganju nasprotne strani (angl. *counterparty risk*). To pomeni, da se je posojanje bank znižalo na zelo nizko raven v vseh segmentih ročnosti – od posojil s kratko ročnostjo pa do tistih dolgoročnih (Brunnermeier, 2009). Zaradi teh težav pa so bile najbolj na udaru banke, ki so bile bolj izpostavljene zunanjim virom financiranja, saj sta bili ogroženi njihova solventnost in likvidnost. Propad teh bank bi pomenil še dodatno destabilizacijo finančnega sistema, ki je bil že tako ali tako v nezavidljivem položaju. Posledica tega je bila ponovna usmeritev bank v zelo zadržano posojilno aktivnost, saj se je v določenih segmentih trga izdajanje posojil popolnoma ustavilo.

To omrtvičenje posojilnih aktivnosti na medbančnem trgu pa je terjalo še bolj intenzivno poseganje centralnih bank in držav v reševanje problema. Leta 2008 so bile v ZDA v okviru Zakona o zasilni gospodarski stabilizaciji 2008 (angl. *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*) ustanovljene posebne vladne institucije, ki so v okviru Programa reševanja

toksičnega premoženja (angl. *Troubled Asset Relief Program*, v nadaljevanju TARP) poskrbele za odkup kritičnih vrednostnih papirjev od izdajateljev. Poleg že omenjene institucije pa poznamo razne programe finančne pomoči Ameriške centralne banke. Eden izmed njih zagotavlja sredstva bankam in bančnim holdingom za nakup dobro ocenjenih vrednostnih papirjev, ki so bili zavarovani s premoženjem (angl. *Asset Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund (MMMF) Liquidity Facility*, v nadaljevanju AMLF), medtem ko Institucija za financiranje komercialnih zapisov (angl. *Commercial Paper Funding Facility*, v nadaljevanju CPFF) zagotavlja financiranje zavarovanih in nezavarovanih kratkoročnih komercialnih zapisov, kar omogoča vzdrževati vsaj minimalno stopnjo likvidnosti izdajateljev, tretji v vrsti programov pa je bil ustanovljen, da bi spodbudil privatni sektor v vlaganje in zviševanje likvidnosti na trgu denarnih skladov (angl. *Money Market Investor Funding Facility*, v nadaljevanju MMIFF). Te implementacije programov finančne pomoči so podrobneje pojasnjene na spletni strani Ameriške centralne banke (<http://www.federalreserve.gov/>). Vendar tudi ti ukrepi poseganja centralnih bank niso obrodili sadov, kakršne so upali, da bodo. Banke so v času močne asimetrije informacij raje zadrževale likvidnostne rezerve, kot pa sproščale denar v obtok in omogočale posojila ostalim udeležencem trga.

Potem, ko so doumeli, da ukrepi, usmerjeni v reševanje vsake težave posebej, ne bodo dovolj za zajezitev finančne krize, so se še istega meseca vodilne svetovne banke, med njimi Fed, ECB ter centralne banke v Veliki Britaniji, Švici, na Kitajskem in mnoge druge, odločile za bolj sistematičen pristop k reševanju krize in za koordinirano znižanje referenčnih obrestnih mer, vendar pa je imel tudi ta ukrep le kratkoročen in omejen učinek, saj dva izmed večjih delniških indeksov v Ameriki (Dow Jones in Standard & Poor's 500 indeks) še vedno nista kazala znakov okrevanja. Podobno je bilo tudi v Evropi, kjer sta tako nemški (nemšč. *Deutscher Aktien Index* - DAX 40) kot britanski borzni indeks (angl. *Financial Times Stock Exchange* - FTSE 100) odražala oslABLJENO stanje finančnega sistema. September in oktober sta bila med drugim tudi meseca izdajanja obsežne denarne pomoči nekaterim evropskim državam s strani Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju MDS). Prva izmed držav na robu propada, ki je prejela denarno pomoč MDS, je bila Gruzija, sledili pa sta še Islandija in Ukrajina, ki sta prejeli večmilijardne zneske pomoči. Naslednja se je na tem seznamu znašla Madžarska, kateri so na pomoč priskočili tako MDS kot Evropska unija (v nadaljevanju EU) in Svetovna banka. Skupna vrednost pomoči Madžarski je znašala 25,1 milijarde dolarjev.

11. decembra 2008 je bilo moč prvič opaziti uradna poročila o recesiji, ki naj bi nastopila v ZDA kot posledica pojavljanja finančnih težav. Recesija naj bi nastopila že leto prej, po decembru 2007, ko je bilo gospodarstvo na vrhuncu, kar navajajo na svoji spletni strani tudi v ameriškem Državnem uradu za ekonomske raziskave (angl. *National Bureau of Economic Research*) (<http://www.nber.org/>).

1.3.3 Večji prevzemi in pretresi v finančnem sektorju jeseni in pozimi leta 2008

Jeseni leta 2008 se je v škripcih znašlo nekaj večjih finančnih institucij na svetu. Že septembra sta se še hujšim posledicam poskušala izogniti Goldman Sachs in Morgan Stanley, katerima je bila odobrena prošnja za preoblikovanje iz investicijskih v komercialne banke. Še pred njima je finančno pomoč centralne banke nujno potrebovala tudi ena izmed večjih zavarovalnic na svetu, American International Group oziroma AIG. Težavam se ni uspela izogniti niti banka Washington Mutual, katere poslovanje je nato 25. septembra prevzela JPMorgan Chase banka. 12. oktobra pa je podobna usoda doletela tudi finančno korporacijo Wachovia, ko je z njenim prevzemom, vrednim 12,7 milijarde dolarjev, začelo podjetje Wells Fargo & Co. Podobni ukrepe so udeležili tudi v Evropi, saj je 13. oktobra Britanska centralna banka pod svoje okrilje vzela Royal Bank of Scotland Group Plc in HBOS Plc. Pomoči je bilo kasneje v večji meri deležno še podjetje Lloyds TSB Group Plc, medtem ko je francoska BNP Paribas teden pred tem najavila prevzem banke Fortis, ki je imela sedež v državah Beneluksa. Zelena luč za prevzem Merrill Lynch and Co. je 26. novembra s strani centralne banke prejela tudi Bank of America, istega meseca pa je centralna banka rešila pred propadom še eno izmed velikih ameriških bank, in sicer Citigroup Inc.

1.3.4 Nadaljevanje krize v letu 2009

Na začetku leta 2009 so bile napovedi o morebitnem okrevanju tako ameriškega kakor tudi svetovnega gospodarstva razmeroma zadržane, saj naj bi se recesija nadaljevala skozi celotno leto, prvi znaki okrevanja pa naj bi se pokazali v letu 2010.

Že januarja je prišlo do ponovnega znižanja obrestnih mer večjih svetovnih centralnih bank. O trdovratnosti krize morda priča tudi dejstvo, da so obrestne mere Britanske centralne banke trenutno najnižje v njeni 315-letni zgodovini. Ob istem času se je nižal tudi ameriški trgovinski deficit, in sicer kar za slabih 30 odstotkov od oktobra lanskega leta. K temu padcu povpraševanja po uvozu je prispevala ekonomska ohladitev v državi. Prav tako januarja je britanski statistični urad objavil poročilo o recesiji, ki naj bi nastopila v Veliki Britaniji, saj je v tretjem četrtletju leta 2008 BDP padel za 0,7 odstotka, v zadnjem pa za 1,6 odstotka. Poročilo je objavljeno na spletni strani britanskega statističnega urada (<http://www.statistics.gov.uk/>). Izjema ni niti Nemčija, kjer je BDP v prvem četrtletju 2009 padel kar za 3,8 odstotka, kar je največji padec po letu 1970, ko so začeli spremljati gibanje bruto domačega proizvoda (<http://www.destatis.de/>). Resneje krizo čutijo tudi države v razvoju, na čelu s Kitajsko, kjer se je ekonomska rast lansko leto ustavila pri približno devetih odstotkih, kar je bilo najnižje v zadnjih sedmih letih.

Marca so referenčne obrestne mere centralnih banke Velike Britanije že na ravni 0,5 odstotka, kar viša tveganje likvidnostne pasti. Čeprav centralne banke znižujejo obrestne mere, da bi se izognile hujšim posledicam krize, so pri britanskem BDO Stoy Hayward napovedali v poročilu na njihovi spletni strani, da bo vsaj eno izmed vsakih 56 britanskih podjetij v

letošnjem letu propadlo (<http://www.bdo.uk.com/>). V Ameriki pa je stopil v veljavo nov Investicijski program zasebno-javnega partnerstva (angl. *Public Private Partnership Investment Program*), ki naj bi bankam pomagal pri izločanju toksičnih vrednostnih papirjev iz njihovih bilanc in tako omogočil oživitev posojilne aktivnosti na trgu.

Aprila na zasedanju skupine G20 so voditelji največjih svetovnih gospodarstev dosegli sporazum o prihodnjih finančnih ukrepih, ki naj bi pomagali omiliti krizo. Skupna vrednost ukrepov znaša okoli 1,1 bilijona dolarjev, vendar pa je istega meseca MDS podal oceno o vseh odpisih in izgubah zaradi toksičnih sredstev te krize po svetu, ti naj bi znašali kar 4,1 bilijona dolarjev. Tej objavi je sledilo še poročilo s strani Banke za mednarodne poravnave (angl. *The Bank for International Settlements*), v katerem navajajo, da se je meddržavna posojilna aktivnost zmanjšala za skoraj 5 bilijonov dolarjev od prvega četrtertletja lanskega leta.

Maja je znova prišlo do znižanja obrestnih mer, tokrat pri ECB, kjer so se obrestne mere znižale na en odstotek. Upanje v hitro okrevanje še bolj usahne junija, ko Latvija zapade v globoko krizo, potem ko niso uspeli realizirati prodaje zakladnih menic, vrednih 100 milijonov dolarjev. V finančnih krogih se zopet pojavijo špekulacije o finančnem zlomu vzhodnoevropskega bloka. Upanje v izboljšanje trenutnega položaja svetovnega gospodarstva nekoliko oživijo navedbe višjih ocen prihodnje gospodarske rasti na glavnih svetovnih trgih s strani Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (angl. *Organisation for Economic Cooperation and Development*), vendar poudarjajo, da bo okrevanje šibko in zelo občutljivo na kakršnekoli zaplete v finančni sferi, ekonomske in socialne posledice krize pa naj bi bilo čutiti še dolgo po njenem koncu (OECD, 2009).

2 PROTIKRIZNO UKREPANJE

2.1 Odgovor ECB na finančno krizo

2.1.1 Nižanje obrestnih mer

Svet ECB se je odzval na širitev globalne finančne turbulence z znižanjem ključne obrestne mere. Znižali so jih za 325 bazičnih točk od oktobra 2008, kar je največje znižanje v tako kratkem obdobju v Evropi. Ključna obrestna mera ECB je od 13. maja 2009 dalje ostala nespremenjena na enem odstotku in je tako na najnižji ravni v njeni nekaj več kot desetletni zgodovini.

2.1.2 Upravljanje likvidnosti

Poleg znižanja obrestnih mer so sledili še ukrepi za izboljšanje upravljanja likvidnosti. Po prvih pretresih na evropskem denarnem trgu 9. avgusta 2007 se je ECB odzvala izredno hitro in zagotovila dodatno likvidnost bankam v težavah. Na razpolago so dali paket, vreden 94,8 milijarde evrov – tako so predstavili odziv na višanje obrestne mere na evropskem denarnem

trgu v zadnjih petih letih. Ko je v sredini septembra 2008 prišlo do zaostritve krize in zaustavitve trgovanja na medbančnem trgu, je ECB pričela z obsežnejšim zagotavljanjem likvidnosti. Tega so se lotili v treh korakih:

- Ena izmed bistvenih prilagoditev je sprememba v postopkih razpisa polne dodelitve sredstev s fiksnimi obrestnimi merami, poleg tega so podaljšali tudi ročnost njihovih operacij refinanciranja. Bankam je bil tako zagotovljen razmeroma neomejen dostop do likvidnosti po obrestnih merah ECB in zapadlosti do dvanajst mesecev.
- Drugi korak se nanaša na razširitev seznama sredstev, ki jih pri ECB sprejmejo kot zavarovanje pri poslovanju. Do razširitve je prišlo tako med vladnimi vrednostnimi papirji kakor tudi med vrednostnimi papirji privatnega sektorja. Skupna vrednost teh vrednostnih papirjev sedaj znaša 12,2 bilijona evrov, kar je okoli 86 odstotkov vseh dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih v evrih, oziroma 130 odstotkov BDPja v evro območju. Ta ukrep je drastično izboljšal likvidnost bank.
- V prvih dveh korakih se dotakne ECB predvsem neomejenega refinanciranja, zavarovanega s široko paleto vrednostnih papirjev. Vendar pa lahko ti ukrepi dosežejo svoj cilj le, če so v povezavi s tretjim korakom, sodelovanjem velikega števila institucij v procesu refinanciranja. Že pred krizo je merilom ustrezalo 1700 institucij, po spremembah operativnega okvira oktobra 2008 pa je to število naraslo na 2200 kreditnih institucij v evro območju. Ena izmed večjih institucij, ki je letos začela sodelovati z ECB, je tudi Evropska investicijska banka.

Izreden obseg zagotavljanja likvidnosti bankam na evro območju se odraža v rasti bilance stanja Eurosistema. Med junijem 2007 in aprilom 2009 se je bilanca stanja Eurosistema povečala za približno 600 milijard evrov in je dosegla 1,51 bilijona evrov, kar predstavlja 16 odstotkov nominalnega BDP v evro območju. Za primerjavo: velikost bilance stanja Fed je dosegla 14 odstotkov nominalnega BDP v ZDA ob koncu aprila 2009.

2.1.3 Nakup kritih obveznic

Še en nekonvencionalen ukrep je bil sprejet maja letos. V ECB so sporočili, da bodo z nakupom kritih obveznic poskušali oživiti poslovanje na finančnih trgih. Krite obveznice se od ostalih vrednostnih papirjev, ki so zavarovani s premoženjem, malenkostno razlikujejo, saj so sredstva, potrebna za zagotavljanje kritja teh obveznic zabeležena v konsolidirani bilanci stanja izdajatelja. To pomeni posledično nižje tveganje, saj so pri kritih obveznicah v primeru insolventnosti izdajatelja, vlagatelji zavarovani s prednostnim dostopom do premoženja, zagotovljenega za kritje teh obveznic v izdajateljevi bilanci. Z nakupi kritih obveznic, vrednimi okoli 60 milijard evrov, naj bi pomoč nudili celotnemu evro območju. Ta ukrep bo pomembno vplival tudi na trg privatnih vrednostnih papirjev, ki je bil še posebej prizadet zaradi pretresov na finančnem trgu.

2.2 Ukrepi Evropske unije proti finančni in gospodarski krizi

2.2.1 Evropski načrt za oživitev gospodarstva

Poglaviten cilj v lanskem novembru sprejetega 200 milijard evrov vrednega Evropskega načrta za oživitev gospodarstva je ponovno vzbuditi zaupanje na finančnih trgih, zajezi posledice finančne krize ter nadaljevati s sodelovanjem na mednarodni ravni. Sveženj kratkoročnih in dolgoročnih ukrepov, usmerjenih k povečanju kupne moči prebivalstva, spodbuditi gospodarske rasti in zaposlovanju, znaša 1,5 odstotka BDP EU. Za načrt bo iz državnih proračunov zagotovljenih 170 milijard evrov, preostalih 30 milijard pa nameravata priskrbeti EU in Evropska investicijska banka.

2.2.2 Stabiliziranje finančnega sektorja

Države članice EU so na vrhovnem zasedanju oktobra 2008 sprejele sveženj ukrepov za povrnitev zaupanja v finančne trge, in sicer v obliki državnih garancij, ki so znašale 1800 milijard evrov ter v obliki refinanciranja v višini 280 milijard evrov. Zlom finančnega sektorja je v tistem obdobju preprečil prav ta sveženj sprejetih ukrepov. Za sprejemanje dodatnih ukrepov pa se morajo države članice ravnati glede na enotne smernice IP/08/1495 in IP/08/1901 o državni pomoči in o ravnanju s terjatvami bank, ki jih je Evropska komisija pripravljala od decembra lani pa do februarja letos.

2.2.3 Finančna pomoč državam

Pri pojavu večjih plačilnobilančnih težav imajo države članice EU, ki niso članice evro območja, na voljo sredstva v okviru fonda finančne pomoči, ki so ga povečali maja letos na 50 milijard evrov. Iz tega sklada so že črpale nekatere evropske države, med drugim tudi Madžarska.

2.2.4 Spremembe regulacij finančnega sektorja v EU

V EU je bilo sprejetih kar nekaj novih predpisov, kot na primer direktiva o kapitalskih zahtevah za kreditne institucije, zahteve o solventnosti za zavarovalni sektor ter uredba o delu bonitetnih agencij. Namen predpisov naj bi bil prispevati k izboljšanju regulatornega okvira, poleg tega pa naj bi pripomogli k boljšemu delovanju finančnega sektorja. Na de Larosièrovo februarsko poročilo o ureditvi nadzora finančnega sistema v EU se je maja letos odzvala Evropska komisija, ki je predstavila paket celovitega finančnega nadzora, konec junija pa so tej reformi dodali še nove zakonodajne predloge Evropske komisije. S temi ukrepi naj bi zagotovili boljši nadzor nad makroekonomskimi ekscesi in oblikovali vseevropski sistem finančnega nadzora.

2.3 Protikrizni ukrepi v Združenih državah Amerike

2.3.1 Prizadevanja za okrevanje finančnega sistema 2007

Prvi večji program, ki so ga v Fed najavili 12. decembra 2007, se je imenoval Pomoč začasnih avkcij (angl. *Term Auction Facility*, v nadaljevanju TAF). Zasnovan je bil tako, da je bilo depozitnim institucijam z urejenim finančnim položajem na razpolago 150 milijard dolarjev v 28- oziroma 84-dnevnih posojilih.

2.3.2 Ukrepi v letu 2008

Kljub posredovanju Fed pa so se težave v finančnem sistemu stopnjevale, zaradi česar je sledilo TAF programu sprejetje Zakona o gospodarski stimulaciji 2008 (angl. *Economic Stimulus Act of 2008*), ki ga je 13. februarja 2008 s podpisom potrdil takratni predsednik George W. Bush. Svet guvernerjev Fed (angl. *Federal Reserve Board of Governors*, v nadaljevanju Svet guvernerjev) je marca 2008 najavil za 50 milijard dolarjev posojil v okviru programa TAF, obenem pa poskrbel še za ustanovitev programa, imenovanega Pomoč začasnega posojanja vrednostnih papirjev (angl. *Term Securities Lending Facility*, v nadaljevanju TLSF), s katerim naj bi ameriško ministrstvo za finance (angl. *Department of The Treasury*, v nadaljevanju MF) zagotovilo 200 milijard dolarjev pomoči pri vzdrževanju likvidnosti.

Julija 2008 je z Bushevim podpisom stopil v veljavo Zakon o nepremičninskem in gospodarskem okrevanju (angl. *Housing and Economic Recovery Act of 2008*), ki je omogočal MF odkup dolgov GSEjev in bolj podroben nadzor poslovanja teh agencij s strani Zvezne nepremičninske finančne agencije (angl. *Federal Housing Finance Agency*, v nadaljevanju FHFA). Ukrepal pa je tudi SEC, ki je na zaostrene razmere odgovoril z začasno prepovedjo nekritih kratkih prodaj vrednostnih papirjev pri Zveznem nacionalnem hipotekarnem združenju (angl. *Federal National Mortgage Association*, v nadaljevanju Fannie Mae), Zveznem združenju za hipotekarna stanovanjska posojila (angl. *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, v nadaljevanju Freddie Mac) in primarnih trgovcih komercialnih in investicijskih bank, kar naj bi vsaj deloma omejilo negativni trend na delniških trgih.

V začetku jeseni 2008 sta po odredbi FHFA organizaciji Fannie Mae in Freddie Mac prešli pod vladni nadzor. Nato so bili septembra zopet sprejeti dodatni ukrepi tako pri MF kot tudi pri SEC. Na MF so najavili Program začasnega jamstva za sklade denarnega trga (angl. *Temporary Guarantee Program for Money Market Funds*), s katerim delničarjem jamčijo kritje za zneske, ki so jih ti imeli v skladih denarnega trga. SEC pa je 19. septembra po prepovedi nekrite kratke prodaje do 8. oktobra prepovedal še (krito) kratko prodajo vrednostnih papirjev 799 podjetij, ki so del finančnega sektorja. Začasna prepoved kratkih prodaj naj bi povrnila vsaj kanček zaupanja v delnice teh podjetij. Konec meseca je Svet

guvernerjev podal novico o ustanovitvi AMLF, ki bo s sredstvi za nakup dobro ocenjenih komercialnih zapisov pomagal bančnim institucijam vzdrževati likvidnost v finančnem sektorju.

Zaradi vedno bolj kritičnega stanja je 3. oktobra sledilo sprejetje 700 milijard dolarjev vrednega Zakona o zasilni gospodarski stabilizaciji 2008, v okviru katerega se ustanovi projekt TARP. Prvotno so ponudili pomoč finančnemu sektorju preko odkupa težavnih vrednostnih papirjev, ki so bremenili bilance finančnih institucij, vendar so že čez mesec dni spremenili namembnost sredstev v okviru tega programa, saj so jih namenili kot denarno pomoč vedno bolj obremenjenim bankam in drugim posojilnim institucijam. Ravno tako 3. oktobra so pri Zvezni korporaciji za zavarovanje depozitov (angl. *Federal Deposit Insurance Corporation*, v nadaljevanju FDIC) povišali znesek zavarovanih depozitov na posameznika iz 100000 na 250000 dolarjev, kakor je bilo določeno v Zakonu o zasilni gospodarski stabilizaciji.

Nekaj dni za tem je Svet guvernerjev ustanovil še CPFF in MMIFF. Prvi je s posebnimi SPEji zagotavljal likvidnostno varovalko za ameriške izdajatelje komercialnih vrednostnih papirjev. Ti SPEji so kupovali trimesečne nezavarovane oziroma s premoženjem zavarovane komercialne zapise direktno od izdajateljev. MMIFF pa je bil kreiran z namenom spodbujanja privatnih vlagateljev, kar bi povišalo likvidnost na trgu denarnih skladov. V FDIC konec oktobra ustanovijo tudi Začasni program zagotavljanja likvidnosti (angl. *Temporary Liquidity Guarantee Program*), ki bo zagotavljal zavarovanje za vse institucije pod okriljem FDIC in njihove holdinge.

Tudi novembra je sledilo nadaljnje sprejemanje programov, s katerimi so blažili krizno stanje. Svet guvernerjev je konec meseca naznanil načrt v okviru Programa posojil za vrednostne papirje, zavarovane s premoženjem (angl. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, v nadaljevanju TALF), v okviru katerega naj bi Newyorška centralna banka v obliki posojil ponudila imetnikom vrednostnih papirjev, ki so zavarovani s premoženjem, do 200 milijard dolarjev. Decembra je ponovno ukrepal SEC, in sicer v smeri izboljšanja ravni konkurence, transparentnosti in odgovornosti pri bonitetnih agencijah ter posledično pri odpravi konflikta interesov.

2.3.3 Projekti za stabilizacijo gospodarstva v letu 2009

Sekretar ameriškega MF Geithner je februarja naznanil Plan za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Plan*), ki bo vključeval nakupe zamenljivih prednostnih delnic pri določenih ustreznih bankah s strani MF. Ustanovili pa bodo tudi Javno-zasebni investicijski sklad (angl. *Public-Private Investment Fund*), ki bo s 30 milijardami dolarjev v pomoč pri nakupu težavnih posojil in hipotekarnih obveznic pri finančnih institucijah, poleg tega pa je napovedal tudi razširitve Fed programa TALF za skoraj 1 bilijon dolarjev. Prav tako februarja pa je novoizvoljeni predsednik Barack Obama potrdil sprejetje Zakona o okrevanju in

reinvestiranju (angl. *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*), ki vključuje med drugim znižanje davkov, ugodnosti za brezposelne in druge socialno ogrožene skupine, vlaganje v infrastrukturo določenih industrij, zdravstvo in v razvoj obnovljivih virov energije. Skupna vrednost ukrepov tega zakona znaša 787 milijard dolarjev. Že naslednji dan Obama sporoči novico o ustanovitvi novega programa, imenovanega Načrt zagotavljanja nepremičninske dostopnosti in stabilizacije (angl. *The Homeowner Affordability and Stability Plan*). Program zagotavlja možnost refinanciranja konformnih hipotek, ki so v lasti oziroma pod zagotovili Fannie Mae in Freddie Mac.

Temu ukrepu sledi najava Fed, FDIC, Bančnega nadzornega urada za državne in tuje banke (angl. *Office of the Comptroller of the Currency*, v nadaljevanju OCC) in Urada za nadzor nad bankami in hranilnicami (angl. *Office of Thrift Supervision*) o ekonomskem ocenjevanju oziroma o »stres testih« ameriških bančnih holdingov, katerih sredstva presegajo 100 milijard dolarjev. Namen testiranja je ugotoviti možne prihodnje izgube finančnih institucij, z njim pa naj bi zaključili konec aprila 2009.

Ob koncu zime, 18. marca 2009, je Zvezni odbor za odprti trg (angl. *Federal Open Market Committee*, v nadaljevanju FOMC) podal odločitev, da bodo povečali obseg Fed bilance stanja z nakupom institucionalnih hipotekarnih obveznic v vrednosti 750 milijard dolarjev, kar pomeni, da je skupni znesek nakupov teh vrednostnih papirjev v zadnjem letu dosegel že 1,25 bilijona dolarjev. Poleg teh ukrepov pa so sprejeli še odločbo o nakupu 300 milijard dolarjev vrednih dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjih v naslednjih šestih mesecih, kar naj bi pripomoglo k normaliziranju razmer na privatnih kreditnih trgih.

Maja MF vloži predlog o spremembi Zakona o blagovnem trgovanju (angl. *Commodity Exchange Act*), kar bi omogočilo večji vladni nadzor nad trgovanjem preko okenc (angl. *over-the-counter*) na trgih izvedenih finančnih instrumentov, s čimer bi bistveno znižali tveganje nasprotne strani. Tega meseca pride do sprejetja novega Zakona o pomoči družinam pri reševanju domov (angl. *Helping Families Save Their Homes Act of 2009*), s katerim so podaljšali obdobje višjih zavarovanih depozitov (do 250000 dolarjev) pri FDIC do 1. januarja 2014, spremembe pa so bile dosežene tudi na področju poravnave nepremičninskih dolgov. Poleg omenjenega zakona pa so 20. maja sprejeli še Zakon o okrepitvi protikorupcijskega delovanja (angl. *Fraud Enforcement and Recovery Act of 2009*), ki se osredotoča zlasti na posodobitev zakonodaje na področju pregona kreditnih prevar finančnih institucij.

2.3.4 Sodelovanje ameriškega Fed s centralnimi bankami po svetu

S kratkim pregledom medbančnega sodelovanja od konca leta 2007 do konca leta 2008 je možno opaziti, da je ameriška centralna banka dodobra okrepila vezi s kar nekaj večjimi centralnimi bankami po celem svetu, saj je skupna vrednost omenjenih sodelovanj oziroma valutnih izmenjav ob koncu leta 2008 znašala že več kot 820 milijard dolarjev. Pri reševanju krize pa so med drugim sodelovali z ECB ter centralnimi bankami Kanade, Velike Britanije,

Japonske, Danske, Norveške, Avstralije, Švedske, Švice, Brazilije, Mehike, Južne Koreje in Singapurja.

2.3.5 Nadaljnje sodelovanje s centralnimi bankami v letu 2009

Februarja FOMC in Svet guvernerjev Fed objavi poročilo, v katerem podaljšujejo trajanje obstoječih valutnih izmenjav med ameriško centralno banko in centralnimi bankami po svetu do konca oktobra 2009. Aprila Fed najavi nov program vzajemnih valutnih sporazumov s centralnimi bankami Velike Britanije, Japonske, Švice in ECB, s katerim bi Fed omogočil potrebno likvidnost v tujih valutah ameriškim finančnim institucijam.

2.3.6 Nižanje obrestnih mer pri Fed

Pri Fed so z znižanjem ključne obrestne mere poskušali zavreti razvoj krize in pospešiti oživitev gospodarstva, vendar dolgoročnih učinkov teh ukrepov še ni pretirano zaznati. Obrestne mere so padle za 500 oziroma 525 bazičnih točk od junija 2006 in so prvič po več kot petdesetih letih zopet pod enim odstotkom. Ključna obrestna mera Fed je po 16. decembru 2008 na ravni 0 oziroma 0,25 odstotka.

2.4 Trije paketi ukrepov za ublažitev finančne in gospodarske krize v Sloveniji

Prvi paket, sprejet decembra 2008, je bil usmerjen predvsem v povečanje likvidnosti v bančnem sistemu, zagotavljanju dodatnih spodbud gospodarstvu, zmanjševanju javne porabe in ohranjanju delovnih mest. V drugem svežnju, sprejetem februarja 2009, je bil poudarek na razvojnem področju, poleg tega pa so vključeni tudi ukrepi na področju financ in likvidnosti podjetij, trga dela, socialne varnosti, ukrepi za spodbujanje trajnostnega razvoja ter za izboljšanje koriščenja kohezijskih sredstev. Aprila letos pa so bili predstavljeni ukrepi tretjega protikriznega paketa, usmerjeni povečini v ustavitev naraščanja brezposelnosti in socialno podporno mrežo. Ostali ukrepi v tem svežnju se nanašajo na področje politike trga dela, fiskalno politiko, izboljšanje poslovnega okolja, investicijske politike in strukturnih sprememb, reorganizacijo zavoda za zaposlovanje in stanovanjskega sklada. V nadaljnjem opisu protikriznih ukrepov se bom posvetil pomembnejšim ukrepom, usmerjenim v finančni in gospodarski sektor, ki so podrobneje predstavljeni tudi na spletni strani Vlade Republike Slovenije (<http://www.vlada.si/>).

Protikrizni ukrepi v finančnem sektorju:

- **posojila kreditnim institucijam**, zavarovalnicam, pozavarovalnicam in pokojninskim družbam so urejena v Uredbi o merilih in pogojih za dajanje posojil po 81a. členu Zakona o javnih financah, ki določa postopke in kriterije za odobritev posojil navedenim finančnim institucijam, ki bodo vloge naslavljalje na Slovensko izvozno in razvojno banko,

- **izdajanje poroštev Republike Slovenije** tistim kreditnim institucijam, ki zaradi učinkov finančne krize same ne morejo izpeljati transakcij zadolževanja na finančnem ali medbančnem trgu. Tovrstna poročstva bodo izdana za pomoč pri zadolževanju kreditnih institucij v skupni višini 12 milijard evrov glavnice do 31. 12. 2010,
- **izdaja nove referenčne obveznice** 5. februarja 2009 v vrednosti milijarde evrov z ročnostjo treh let. Cena obveznice ob izdaji je bila 99,97 odstotka, s kuponsko obrestno mero 4,25 odstotka,
- **jamstveno shemo bankam za splošno kreditiranje**, s katero bi izboljšali ponudbe kreditov podjetjem prek zmanjšanja kreditnih tveganj bank do višine ene milijarde evrov,
- **dokapitalizacija SID banke** v višini 160 milijonov evrov.

Protikrizni ukrepi v gospodarstvu:

- **zvišanje olajšave za investiranje v opremo in neopredmetena sredstva** bodo po novem v višini 30 % investiranega zneska, vendar največ v višini 30000 evrov in največ v višini davčne osnove,
- **povišanje zneska trošarin za energente** za 10 centov pri litru bencina oz. plinskega olja na podlagi spremembe v Uredbi o določitvi zneska trošarine za energente,
- **subvencioniranje polnega delovnega časa ob zagotavljanju dela za krajši delovni čas**, ki omogoča na eni strani delavcem polno delovno dobo, na drugi strani pa zmanjšuje delodajalcem stroške plač v času krize,
- **sofinanciranje nakupa nove tehnološke opreme** s strani ministrstva za gospodarstvo se je na javnem razpisu v letu 2009 povečalo za 16 milijonov evrov,
- **garancije za zavarovanje bančnih kreditov s subvencionirano obrestno mero** omogočajo zavarovanje do osemdeset odstotkov kredita, višina kreditov za investicije pa je omejena na 1,5 milijona evrov,
- **subvencije delodajalcem za zaposlene na čakanju na delo** v skupni vrednosti 100 milijonov evrov,
- **sofinanciranje razvojnoinvesticijskih projektov**,
- **ustanovitev družbe tveganega kapitala**, katere osnovi kapital bo 35 milijonov evrov, sredstva pa bodo namenjena investicijam v podjetja s potencialom hitre rasti,
- **povečanje sredstev za spodbujanje tehnološkega razvoja in raziskovalno-razvojnih projektov v podjetjih** se odraža v proračunu za leto 2009, saj načrtovana sredstva za te projekte znašajo skoraj 100 milijonov evrov,
- **informacije in aktivnosti Zavoda RS za zaposlovanje za delodajalce** z javnimi razpisi, kot na primer razpisa Spodbujanje zaposlovanja težje zaposljivih brezposelnih oseb in Spodbujanje zaposlovanja za krajši delovni čas,
- **individualna poročstva države za zadolževanje podjetij** pomeni zagotavljanje 500 milijonov evrov državne pomoči podjetjem pri pridobivanju kreditov,
- **pomoč male vrednosti** je pomoč podjetjem pri že začelih razvojnih in investicijskih projektih, spodbujanju dodatnega vlaganja v usposabljanje zaposlenih za povečanje konkurenčnosti podjetij in posameznikov na trgu dela v višini 120 milijonov evrov iz evropskih sredstev.

2.5 Protikrizno načrtovanje na Kitajskem

Kitajska vlada je 10. novembra 2008 sprejela Načrt gospodarske vzpodbude (angl. *Chinese economic stimulus plan*), s katerim so želeli preprečiti pretiran vpliv finančne krize na tretje največje gospodarstvo na svetu. Vrednost ekonomskega stimulusa znaša 4 bilijone juanov oziroma 586 milijard dolarjev, ki naj bi se porazdelili med deset večjih projektov na področju zagotavljanja socialne varnosti, razvoja podeželja in nadaljnega razvoja tehnologije. Bolj podrobne revidirane deleže tega paketa je 6. marca letos predstavila Državna komisija za razvoj in reforme (angl. *National Development and Reform Commission*) po potrditvi ukrepanja s strani Nacionalnega ljudskega kongresa (angl. *National People's Congress*), medtem ko obseg paketa ostaja nespremenjen navkljub padcu v izvozu in povišanju brezposelnosti. Ob tem so v pojasnilu dodali še, da bodo prizadevanja v okviru stimulatívnega paketa za poživitev kitajskega gospodarstva skozi domače povpraševanje in potrošništvo raztegnjena preko obdobja naslednjih dveh let.

Spremembe v porazdelitvi sredstev med posamezne projekte opravičujejo s spremembami v gospodarski klimi od konca lanskega leta. Največji delež sredstev paketa je dodeljen javni infrastrukturi, in sicer kar 38 odstotkov oziroma 222 milijard dolarjev. Gre predvsem za investicije v izgradnjo železnic, cest, namakalnih sistemov in letališč. Drugi največji delež paketa, 146,5 milijard dolarjev, je namenjen za rekonstrukcijska dela v regijah, ki jih je prizadel sečuanski potres. Naslednji v vrsti ukrepov je zagotavljanje socialnih prispevkov depriviligiranim, katerim je namenjenih 400 milijard dolarjev. Nato sta sledili še investiciji v tehnološki razvoj in razvoj podeželja, vsaka vredna po 370 milijard dolarjev. Za trajnostni razvoj je kitajska vlada namenila 210 milijard dolarjev oziroma malo več kot 5 odstotkov celotne vrednosti stimulatívnega paketa. Zadnji med večjimi ukrepi je bila 150 milijard dolarjev vredna investicija v izobraževanje, kulturo in politiko družinskega načrtovanja. Stroški stimulusa se naj bi porazdelili med centralno in lokalno vlado ter privatni sektor.

S ciljem preprečevanja razmaha finančne krize je Kitajska centralna banka, imenovana Ljudska banka Kitajske (angl. *People's Bank of China*), začela voditi razmeroma sproščeno monetarno politiko, pred tem pa so že trikrat ukrepali z nižanjem obrestnih mer od septembra lanskega leta. V okviru stimulatívnega načrta pa so sprejeli tudi 73 milijard dolarjev vreden paket ukrepov za znižanje davkov, predvsem za oživitev izvoza. Za to naj bi poskrbeli z znižanjem davka na dodano vrednost, kar naj bi predstavljalo okoli 17,5 milijard dolarjev v paketu zniževanja davkov. Poleg tega pa so bili ukrepi za znižanje davkov sprejeti še na področju poslovnih davkov pri podjetjih, ki ponujajo storitve oziroma se ukvarjajo s prodajo nepremičnin ter med drugim tudi davkov na prodajo nepremičnin.

3 MOŽNOSTI PROTIKRIZNEGA UKREPANJA

Glavni cilj vseh prizadevanj za zagotovitev finančne stabilnosti v prihodnje mora biti razrešitev problema poslovanja s prevelikim vzvodom, preprečevanje poslovanja finančnih

institucij s prenizko likvidnostjo oziroma ravnati preventivno, da finančne institucije ne zapadejo v položaj, v katerem ne bi bile sposobne opravljati posojilne aktivnosti na finančnih trgih (Barth, 2009, str. 290).

3.1 Zagotavljanje stabilnosti finančnega sistema

Obsežni finančni paketi, ki so jih države po svetu sprejemale na koncu prejšnjega in v začetku letošnjega leta, so bili usmerjeni predvsem v ustalitev nacionalnih finančnih sistemov in nenazadnje tudi na stabilnost mednarodnega finančnega sistema (Barth, 2009, str. 289). Pri medbančnem poslovanju je Evropska komisija objavila smernice, ki omogočajo državam članicam, da bančnim institucijam pomagajo pri zagotavljanju njihove solventnosti in likvidnosti, ne da bi s tem kršili člen 87.3.b Pogodbe Evropske skupnosti (angl. *Article 87.3.b of the EC Treaty*). Smernice vsebujejo navodila o rekapitalizaciji in garancijah, ki jih države odobravajo bankam za poslovanje na medbančnem trgu in tako vplivajo na povišanje stopnje likvidnosti medbančnih transakcij.

Na zaupanje varčevalcev pa so mnoge države vplivale s sprejetjem neomejene garancije za bančne vloge oziroma znatnega zvišanja meje zneska bančnih vlog, katere so predmet garancije na podlagi direktive 2009/14/EC, ki jo je sprejel evropski parlament. Ti ukrepi so bili nujni, saj so preprečili razpad tako evropskega finančnega sistema kakor tudi realnega sektorja v evropskih državah. Vendar pa mnogi kritiki opozarjajo na težave, na katere naletimo pri državnem posredovanju v bančne sisteme, in sicer na moralno tveganje, ki je prisotno v tem procesu.

3.2 Predlagani paketi protikriznih ukrepov

Vprašanje, ki ostaja razmeroma nerešeno, je, s kakšnim paketom ukrepov bi lahko zagotovili sistemsko stabilnost in dolgoročno uspešnost globalnega finančnega sektorja.

3.2.1 Prestrukturiranje sedanje finančne arhitekture

Acharya in Richardson (2009, str. 29) navajata nekaj ukrepov, s katerimi bi dosegli učinkovitejšo zasnovo sedanje finančne arhitekture. Kot prvo navajata potrebo po bolj natančno določeni regulativi na področju upravljanja in odškodninske prakse za zmanjševanje čezmernega zadolževanja in tveganja z namenom izboljšanja mednarodnega upravljanja in urejanja velikih, kompleksnih finančnih institucij. Sledi potreba po poštem vrednotenju za izredna jamstva vlade in omejevanje dostopa do pomoči v nekaterih primerih, ker bi zagotavljanje neocenjenega oziroma napačno ocenjenega jamstva za en sklop institucij zlahka privedel do prenosa sredstev skozi verigo pogodb v neregulirane dele finančnega sektorja, kar bi občutno povečalo možnost pojava sistemske krize v tem sektorju.

Potrebno bi bilo zagotoviti boljšo transparentnost, kar bi zmanjšalo tveganje nasprotni strani. Kot prvo bi morali regulatorji ločiti med gospodarsko vlogo izvedenih finančnih instrumentov in finančnih transakcij od pomanjkljivosti, ki izhajajo iz poslovanja z njimi. Ukinitve določenih segmentov trga (na primer trga kratke prodaje) naj ne bi prineslo bistvenih prednosti. Več pozornosti je potrebno posvetiti tveganju izpostavljenosti nasprotni strani zaradi zaskrbljenosti udeležencev trga o transparentnosti poslovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti (zlasti CDS in CDO) pri trgovanju preko okenc. Druga v vrsti potrebnih sprememb glede transparentnosti bi morala biti ostrejša regulatorna ureditev, ki bi od bank in finančnih institucij zahtevala, da poročajo o svojem zunajbilančnem poslovanju na bolj pregleden in razumljiv način. To bi dosegli s preudarno ureditvijo regulative velikih, zapletenih finančnih institucij, ki temelji na njihovem prispevku k sistemskemu tveganju finančnega sektorja ali gospodarstva.

Trenutni predpisi v finančnem sektorju se osredotočajo na obravnavanje tveganja posamične institucije in niso dovolj usmerjeni na sistemsko tveganje. Rezultat tega je, da so tveganja posameznih podjetij ustrezno obravnavana v normalnih časih brez pretresov, medtem ko je sistem nestabilen in pretirano občutljiv v primeru velikih makroekonomskih šokov. Predlagata finančno uredbo, ki se osredotoča na omejevanje sistema tveganja in nov sklop preudarnih predpisov za doseg tega cilja.

3.2.2 Centraliziranje nadzora

Za zagotovitev učinkovitega delovanja regulatornega in nadzornega sistema v bančništvu evro območja v prihodnje je potrebno za finančne institucije, katerih področje delovanja se razteza preko meja matične države, ustanoviti centraliziran sistem nadzora na nadnacionalni ravni (ECB: *Financial Integration In Europe*, 2009, str. 69). Omeniti je potrebno tudi spremembe, ki so in še bodo sledile v segmentih likvidnostnih zahtev in zahtev glede solventnosti, katere morajo izpolnjevati finančne institucije, te pa naj bi jih odslej nadzoroval Evropski svet za sistemska tveganja (angl. *European Systemic Risk Council*). Veliko bolj racionalno delovanje bo potrebno vpeljati tudi na področju upravljanja s tveganji v bankah ter minimalizirati možnosti pojavljanja konflikta interesov, za kar pa je v pripravi projekt Evropski sistem finančnih nadzornikov (angl. *European System of Financial Supervisors*).

3.2.3 Spremembe v računovodski regulativi

Naslednji v vrsti ukrepov, ki so se v nekaterih državah že realizirali ali pa so tik pred uresničitvijo, so spremembe na področju računovodske regulative v finančnem sistemu, kjer je prišlo januarja letos do prvih občutnih predlogov o dopolnilih v Mednarodnih standardih finančnega poročanja (angl. *International Financial Reporting Standards*, v nadaljevanju MSRP) oziroma v Mednarodnih računovodskih standardih (angl. *International Accounting Standards*) (<http://www.iasb.org/>). Spremembe na tem področju so še posebej potrebne v ZDA in tega se zavedajo tudi v SEC, kjer so izdali odločbo, da bodo morala vsa ameriška

podjetja do leta 2014 uporabljati MSRP in ne več ameriških Splošno sprejetih računovodskih standardov (angl. *Generally Accepted Accounting Principles*), ki so v veljavi sedaj.

Bolj homogeni računovodski standardi in pa novosti v računovodski zakonodaji bodo dopolnile ameriški Sarbanes-Oxley zakon iz leta 2002, ki je bil sprejet z namenom preprečevanja finančnih škandalov kot na primer Enron, Peregrine Systems oziroma WorldCom. V tej finančni krizi se je namreč izkazalo, da prav razlike v računovodskih zakonodajah med posameznimi državami zelo otežujejo nadzor nad bančnim sistemom, saj je posledica različnih regulativ zmanjšana preglednost sistema, poleg tega pa tudi neprimerljivost posameznih nacionalnih bančnih sistemov.

3.2.4 Korekcije v poslovanju bonitetnih agencij

Bonitetne agencije so se že v obdobju pred krizo soočale s konflikti interesov v postopkih vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov. Čeprav so že leta 2006 v ameriškem kongresu sprejeli Zakon o reformi bonitetnih agencij (angl. *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*), na podlagi katerega naj bi imel SEC večji nadzor nad bonitetnimi agencijami, pa to ni prineslo bistvenih izboljšav. Takrat uveljavljena poslovna praksa izdajateljevega financiranja postopka ocenjevanja kakovosti izvedenih finančnih instrumentov je pri bonitetnih agencijah sprožila pojav konflikta interesov. Bonitetne agencije so se v tem položaju znašle zaradi želje po doseganju čim višjih dobičkov, saj so nudile izdajateljem tudi svetovanje o sami strukturiranosti izvedenih finančnih instrumentov, za katere so nato na podlagi plačila istega izdajatelja podali še ocene. Ravno zaradi take negativne konotacije, ki se sedaj drži tega sektorja, je poslovanje bonitetnih agencij že utrpelo občutne spremembe.

Druge težave, ki bi jih bilo potrebno urediti v zvezi z bonitetnimi agencijami, na čelu z dvema vodilnima agencijama, ki imata skupaj skoraj 80-odstotni tržni delež (Moody's Investors Service, Standard & Poor Ratings Services), so tudi višja raven racionalne samoregulacije in zadostno financiranje teh ustanov, kar bi preprečevalo konflikte interesa, omogočalo večjo transparentnost poslovanja ter vodilo v izboljšave na področju določanja ocen finančnih instrumentov in konkurenčnosti ostalih bonitetnih agencij.

SKLEP

Sedanja finančna kriza je po svojem obsegu primerljiva z veliko depresijo, ki je pustila svoj pečat v tridesetih letih prejšnjega stoletja. Prvi pretresi segajo v leto 2007, ko se je na ameriškem trgu drugorazrednih nepremičninskih posojil začelo masovno odstopanje od pogodb, kar je bila posledica poka nepremičninskega balona in pričetka spuščanja previsokih cen nepremičnin. Vendar pa je kot katalizator na širjenje finančne krize vplivalo tudi prekomerno tveganje v poslovanju in posluževanje plenilskih praks posojanja finančnih institucij, ki so sedaj posledično soočene z veliko večjo maso drugorazrednih dolžnikov. Institucije so s pridom izkoriščale ohlapno finančno regulativo, ki je dopuščala iskanje niš, v

katerih se je poslovalo z zapletenimi izvedenimi finančnimi instrumenti. Kompleksnost in s tem nerazumljivost teh instrumentov širšemu prebivalstvu in pa raven tveganosti poslovanja sta samo še pospešila širjenje krize.

Od prve polovice leta 2007 pa do danes smo bili priča vse večjim pretresom v finančni sferi. Pod udarom toksičnih sredstev v svojih bilancah so se znašle največje svetovne finančne ustanove, ki so izhod v sili našle v visokih državnih denarnih injekcijah. Izvedeni finančni instrumenti, vezani na trg drugorazrednih nepremičninskih posojil, pa niso prizadeli le privatnega sektorja, ampak so močno vplivali tudi na javni sektor. Tako smo lahko lansko leto videli prve obsežne pakete denarne pomoči državam v vzhodni Evropi. Pri poskusih zaježitve širitve krize so posredovale vse večje svetovne finančne institucije, Svetovna banka, MDS, ECB, Fed, centralne banke v večini držav, poleg tega tudi državne in naddržavne organizacije.

Pri reformah finančnega sistema naj bi uporabili gradualističen pristop, saj je najprej potrebno zagotoviti njegovo stabiliziranje in preprečiti nadaljnjo deterioracijo ter šele nato sanirati sistem. Na tak način so se reševanja lotili tudi pri Evropski komisiji, kjer so objavili številne smernice državam članicam glede posredovanja za oživitev finančnega sektorja. Med izzivi, ki svetovne organizacije na področju finančne prenove še čakajo, pa so prestrukturiranje finančne arhitekture, kar bi na novo prerazporedilo število glasov odločanja glede na sedanjo gospodarsko moč držav, večja centralizacija nadzora, ki bi prinesla boljši pregled nad celotnim sistemom in omogočila preventivno delovanje, spremembe v računovodski regulativi, ki bi preprečile visokotvegano poslovanje in s tem ogrožanje celotnega sektorja, ter korekcije pri poslovanju bonitetnih agencij, kar bi povrnilo zaupanje v finančni sektor.

Če se lotimo načrtovanja obvladovanja tveganj institucij z varnim, učinkovitim in razsvetljenim pristopom, lahko uporabimo to kot podlago za prihodnje tržne dejavnosti in s tem finančne krize ne bomo zgolj rešili, ampak jo lahko preoblikujemo posledično v boljše okolje za razširitev finančnega poslovanja (Shiller, 2008, str. 24).

VIRI IN LITERATURA

1. 2008 Interim Report HSBC Holdings plc. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.hsbc.com/1/PA_1_1_S5/content/assets/investor_relations/hsbc2008ir0.pdf
2. Acharya, V. & Richardson, M (2009). *Restoring Financial Stability*. New Jersey: John Wiley & Sons.
3. Agarwal, S. & Ho, C. (2007). Comparing the prime and subprime mortgage markets. *Chicago Fed Letter No. 241*. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.chicagofed.org/publications/fedletter/cflaugust2007_241.pdf
4. Barth, J. (2009). *The Rise and Fall of the US Mortgage and Credit Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons.
5. BDO Stoy Hayward report. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.bdo.uk.com/>
6. The Bear Stearns Companies inc. Annual Report 2007. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.bearstearns.com/includes/pdfs/investor_relations/proxy/10k2007.pdf
7. Brunnermeier, M. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 77-100.
8. Chomsisengphet, S. & Pennington-Cross, A. (2006) The Evolution of the Subprime Mortgage Market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2006*. Najdeno 4. julija 2009 na spletnem naslovu <http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/01/ChomPennCross.pdf>
9. Deleveraging: A fate worse than debt (2008, 25. september). *The Economist*. Najdeno 30. junija 2009 na spletnem naslovu http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=12306060
10. Delinquencies and Foreclosures Continue to Climb. *Mortgage Bankers Association*. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/69031.htm>
11. Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity (2008, 11. december). National Bureau of Economic Research. Najdeno 3. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/cycles/dec2008.html>
12. Direktiva Evropskega parlamenta 2009/14/EC (2009). Official Journal of the European Union (Št. 68/3, 13. marec 2009). Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/guarantee/200914_en.pdf
13. Eavis, P. (2007, 26. novemeber) CDOs explained. *Fortune Magazine*. Najdeno 4. julija 2009 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2007/11/24/magazines/fortune/eavis_cdo.fortune/index.htm
14. Federal Reserves System. Najdeno 30. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/>
15. The Financial Crisis Timeline. Federal Reserve Bank of St. Louis. Najdeno 27. junija 2009 na spletnem naslovu <http://timeline.stlouisfed.org/index.cfm?p=timeline>

16. Financial Integration in Europe 2009. European Central Bank. Najdeno 5. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200904en.pdf>
17. Global Financial Stability Report, 2007. Najdeno 4. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf>
18. Global Financial Stability Report, 2008. Najdeno 4. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>
19. Hawke, J.D. (2000, 5. maj). Letter from the Comptroller of the Currency Regarding Predatory Lending. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu <http://banking.senate.gov/docs/reports/predlend/occ.htm>
20. International Accounting Standards Board. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.iasb.org/Home.htm>
21. International Swaps and Derivatives Association. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.isda.org/index.html>
22. Mrak, M. (2008). Dosedanje ukrepanje za obvladovanje finančne krize in osnovne usmeritve za njeno sistemsko reševanje. V Prašnikar in Cirman (ur.) *Globalna finančna kriza in eko strategije podjetij: dopolnjevanje ali nasprotovanje* (str. 69-83). Ljubljana: Časnik Finance.
23. Office for National Statistics. Najdeno 3. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.statistics.gov.uk/>
24. Rant, V. (2008). Anatomija globalne finančne krize. V: Prašnikar, J. in Cirman, A. (ur.), *Globalna finančna kriza in eko strategije podjetij: dopolnjevanje ali nasprotovanje* (str. 55-68). Ljubljana: Časnik Finance.
25. Securities and Exchange Commission. Najdeno 30. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/>
26. Shiller, R.(2008). *The Subprime Solution*. Princeton: Princeton University Press.
27. *State aid: Commission gives guidance to Member States on measures for banks in crisis*. Najdeno 5. julija 2009 na spletnem naslovu <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1495&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
28. *The State of Nation's Housing 2008*. Najdeno 3. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2008/son2008.pdf>
29. Statement of Financial Accounting Standards (2000). *Financial Accounting Standards Board* (Št. 140, september 2000). Najdeno 4. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.fasb.org/pdf/fas140.pdf>
30. Statistisches Bundesamt. Najdeno 3. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.destatis.de/>
31. Vlada Republike Slovenije. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.vlada.si/>
32. Weak recovery in sight but damage from crisis likely to be long-lasting. *Organisation for Economic Co-operation and Development*. Najdeno 14. julija na spletnem naslovu http://www.oecd.org/document/41/0,3343,en_2649_34109_43123241_1_1_1_37443,0_0.html

PRILOGE

Priloga 1: Seznam uporabljenih kratic

Priloga 2: Slovar tujih izrazov

Priloga 1: Seznam uporabljenih kratic

AMLF	Asset Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund (MMMF) Liquidity Facility
BDP	bruto domači proizvod
CDFE	Institucija za financiranje komercialnih zapisov (angl. <i>Commercial Paper Funding Facility</i>)
CDO	izvedene obveznice (angl. <i>collateralized debt obligations</i>)
CDS	kreditne zamenjave (angl. <i>credit default swaps</i>)
DAX 40	Nemški borzni indeks (nemš. <i>Deutscher Aktien Index</i>)
ECB	Evropska centralna banka
EU	Evropska unija
Fannie Mae	Zvezno nacionalno hipotekarno združenje (angl. <i>Federal National Mortgage Association</i>)
FDIC	Zvezna korporacija za zavarovanje depozitov (angl. <i>Federal Deposit Insurance Corporation</i>)
Fed	sistem centralnih bank v ZDA (angl. <i>Federal Reserve</i>)
FHFA	Zvezna nepremičninska finančna agencija (angl. <i>Federal Housing Finance Agency</i>)
FOMC	Zvezni odbor za odprti trg (angl. <i>Federal Open Market Committee</i>)
Freddie Mac	Zvezno združenje za hipotekarna stanovanjska posojila (angl. <i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i>)
FTSE 100	Britanski borzni indeks (angl. <i>Financial Times Stock Exchange</i>)
G-20	Skupina devetnajstih največjih nacionalnih gospodarstev na Svetu ter Evropska unija
GSE	državno podprte organizacije (angl. <i>government-sponsored enterprises</i>)
MBS	hipotekarne obveznice (angl. <i>mortgage backed securities</i>)
MDS	Mednarodni denarni sklad (angl. <i>International Monetary Fund</i>)
MF	ameriško ministrstvo za finance (angl. <i>Department of The Treasury</i>)
MMIFF	Money Market Investor Funding Facility
MSRP	Mednarodni standardi finančnega poročanja (angl. <i>International Financial Reporting Standards</i>)
OCC	Bančni nadzorni urad za državne in tuje banke (angl. <i>Office of the Comptroller of the Currency</i>)
SEC	Agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji (angl. <i>Securities and Exchange Commission</i>)
SPE	podjetja s posebnim namenom (angl. <i>special purpose entities</i>)
Svet guvernerjev	Svet guvernerjev Fed (angl. <i>Federal Reserve Board of Governors</i>)
TAF	Pomoč začasnih avkcij (angl. <i>Term Auction Facility</i>)
TALF	Program posojil za vrednostne papirje zavarovane z premoženjem (angl. <i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i>)
TARP	Programa reševanja toksičnega premoženja (angl. <i>Troubled Asset Relief Program</i>)
TLSF	Pomoč začasnega posojanja vrednostnih papirjev (angl. <i>Term Securities Lending Facility</i>)
ZDA	Združene države Amerike

Priloga 2: Slovar tujih izrazov

Asset backed securities	Vrednostni papirji, zavarovani s premoženjem
Adjustable-rate mortgage	Posojila s prilagodljivo obrestno mero
American Recovery and Reinvestment Act of 2009	Zakon o okrevanju in reinvestiranju
Article 87.3.b of the EC Treaty	Člen 87.3.b Pogodbe Evropske skupnosti
Bank for International Settlements	Banka za mednarodne poravnave
Chinese economic stimulus plan	Kitajski načrt gospodarske vzpodbude
Commodity Exchange Act	Zakon o blagovnem trgovanju
Consolidated Supervised Entity Program	Program konsolidiranih nadzorovanih ustanov
Counterparty risk	Tveganje nasprotne strani
Credit crunch	Kreditni krč
Credit Rating Agency Reform Act of 2006	Zakon o reformi bonitetnih agencij
Deleveraging	Proces zmanjševanja finančnega vzvoda
Economic Stimulus Act of 2008	Zakon o gospodarski stimulaciji 2008
Emergency Economic Stabilization Act	Plan za stabilizacijo gospodarstva
Emergency Economic Stabilization Act of 2008	Zakon o zasilni gospodarski stabilizaciji 2008
European System of Financial Supervisors	Evropski sistem finančnih nadzornikov
European Systemic Risk Council	Evropski svet za sistemska tveganja
Financial Stability Plan	Plan za finančno stabilnost
Fixed-rate mortgage	Posojilo s fiksno obrestno mero
Fraud Enforcement and Recovery Act of 2009	Zakon o okrepitvi protikorupcijskega delovanja
Generally Accepted Accounting Principles	Splošno sprejeti računovodski standardi
Helping Families Save Their Homes Act of 2009	Zakon o pomoči družinam pri reševanju domov
Homeowner Affordability and Stability Plan	Načrt zagotavljanja nepremičninske dostopnosti in stabilizacije
Housing and Economic Recovery Act of 2008	Zakon o nepremičninskem in gospodarskem okrevanju
Interest-only mortgage payment	Odplačevanje samo anuitet posojila
International Accounting Standards	Mednarodni računovodski standardi
International Swaps and Derivatives Association	Mednarodna organizacija za zamenjave in izvedene finančne instrumente
Investment-grade ratings	Najvišje bonitetne ocene
National Bureau of Economic Research	Državni urad za ekonomske raziskave
National Development and Reform Commission	Kitajska državna komisija za razvoj in reforme
National People's Congress	Nacionalni ljudski kongres
No Income, No Job, No Assets Loans	»Ninja posojla«
Non-prime market	Ne-prvorazredni trg posojil

Office of Thrift Supervision	Urad za nadzor nad bankami in hranilnicami
Organisation for Economic Cooperation and Development	Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj
originate and distribute	princip ustvari in posreduje
Over-the-counter	Trgovanje preko okenc
People's Bank of China	Ljudska banka Kitajske
Pooling	Združevanje posojil v bazene
Predatory lending	Plenilske prakse posojanja
Prime borrowers	Kreditojemalci z boljšo kreditno sposobnostjo
Prime market	Prvorazredni trg posojil
Public Private Partnership Investment Program	Investicijski program zasebno-javnega partnerstva
Public-Private Investment Fund	Javno-zasebni investicijski sklad
Securitization	Listinjenje
Shadow banking system	Bančništvo v senci
Subprime borrowers	Drugorazredni kreditojemalci
Subprime market	Trg drugorazrednih posojil
Temporary Guarantee Program for Money Market Funds	Program začasnega jamstva za sklade denarnega trga
Temporary Liquidity Guarantee Program	Začasni program zagotavljanja likvidnosti