

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV HIPOTEKARNE KRIZE NA
POSLOVANJE FINANČNIH INSTITUCIJ V
EVROOBMOČJU**

Ljubljana, september 2008

MARKO KLOBAS

IZJAVA

Študent Marko Klobas izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Marka Košaka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10. 9. 2008

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 Razlogi za nastanek krize	2
2 Delovanje trga hipotekarnih kreditov	3
2.1 Vloga posojilojemalcev in finančnih institucij.....	4
2.1.1 Vloga posojilojemalcev	4
2.1.2 Vloga finančnih institucij	4
2.2 Listinjenje (sekuritizacija).....	4
2.2.1 Zgodovina in namen listinjenja posojil	4
2.2.2 Nadomeščanje pogodb z vrednostnimi papirji	5
2.3 Strukturirani finančni instrumenti	7
2.3.1 Zadolžnice, zavarovane z dolgom.....	7
2.3.2 Vrednostni papirji, zavarovani s hipoteko.....	7
2.3.3 Vrednostni papirji, zavarovani s premoženjem.....	7
2.4 Razvrstitev stanovanjskih posojil.....	8
2.4.1 Prvorazredna posojila	8
2.4.2 Posojila, ki niso prvorazredna	9
2.5 Vloga vlade in regulatorjev (regulativa)	9
3 Izpostavljenost finančnih institucij Evropske monetarne unije	11
3.1 Izpostavljenost bančnega sektorja	11
3.1.1 Vpliv izgube tržne vrednosti posojil na koeficient kapitalske ustreznosti	12
3.2 Izpostavljenost nebančnega sektorja	13
4 Primerjalna analiza vpliva hipotekarne krize na finančne institucije..	15
4.1 Dobički	15
4.2 Obrestne mere	16
4.3 Posojilna dejavnost.....	17
5 Delovanje hipotekarnih trgov v prihodnosti.....	18
5.1 Bonitetne agencije	18
5.2 Problemi finančne regulacije.....	20
5.3 Preprečevanje prihodnjih kriz	21
SKLEP	22
LITERATURA IN VIRI.....	24

KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje nominalnih in realnih cen nepremičnin v ZDA.....	3
Slika 2: Proces listinjenja	6
Slika 3: Prikaz uvrstitve izvedenih finančnih instrumentov v celoto.....	8
Slika 4: Segmentacija ameriškega hipotekarnega trga.....	9
Slika 5: Vrednosti različnih tranš posojil z vzvodom glede na LCDX indeks.....	11
Slika 7: Rast dobičkov družb v evroobmočju	16
Slika 8: Razponi obrestnih mer za bančna posojila v evroobmočju in ZDA.....	17
Slika 9: Obrestne mere denarnega trga evroobmočja.....	17
Slika 10: Letne stopnje rasti posojil gospodinjstvom v evroobmočju	18

KAZALO TABEL

Tabela 1: Izpostavljenost izbranih nebančnih finančnih institucij evroobmočja v drugorazrednih kreditih	14
Tabela 2: Kazalnik dobičkonosnosti bank v evroobmočju	16

UVOD

To poletje mineva leto dni od formalnega začetka mednarodne finančne krize, po nekaterih ocenah in kazalnikih največje od velike depresije v tridesetih letih 20. stoletja. V zadnjem letu so se večinoma na vseh finančnih trgih po svetu čutili vpliv in posledice prve kreditne krize v 21. stoletju, tako imenovane ameriške hipotekarne krize. Kriza se je začela na ameriškem trgu, kjer je povzročila velike padce vrednosti raznih finančnih instrumentov, kasneje pa je prišlo tudi do prenosa krize na denarni trg. Velik del prebivalstva je čutil in še vedno čuti njene posledice, nekatere banke pa so bile na robu propada. Vplive te krize so kmalu začutili tudi na globalnih in lokalnih finančnih trgih po svetu. Zaradi izpostavljenosti na ameriškem trgu hipotekarnih posojil, je pod vprašajem stabilnost nekaterih bank in finančnih institucij tudi v Evropski monetarni uniji. Centralne banke poskušajo z različnimi ukrepi omejiti vplive krize, vendar bo potrebno poleg odpravljanja posledic storiti še veliko za preprečevanje podobnih kriz v prihodnosti.

Namen diplomske naloge je preučiti teoretično izhodišče vzrokov hipotekarne krize, ugotoviti, kakšna je izpostavljenost, in preučiti, kako velik – če je prisoten – je vpliv hipotekarne krize na finančne institucije v državah Evropske monetarne unije.

Temeljni cilj diplomske naloge je predstaviti glavne razloge in vzroke za nastanek hipotekarne krize, ugotoviti, kakšna je izpostavljenost finančnih institucij v Evropski monetarni uniji, prikazati, kakšen vpliv je imela finančna kriza na delovanje teh institucij, in sekundarno predstaviti nekatere ukrepe za izboljšanje delovanja finančnih institucij v segmentu hipotekarnih kreditov.

V diplomski nalogi bom pregledal in preučil obstoječo literaturo na temo ameriške hipotekarne krize in skozi primerjalno analizo prikazal vpliv in posledice krize na poslovanje in delovanje finančnih institucij v evroobmočju. Uporabil bom splošno raziskovalno **metodo** spoznavnega procesa ter metodo deskripcije, zlasti pri opredelitvi pojmov s področja hipotekarne krize in finančnih institucij.

Diplomska naloga je sestavljena iz štirih delov. V prvem delu bom opisal razloge za nastanek krize in delovanje trga hipotekarnih kreditov. V drugem delu bom skušal prikazati izpostavljenost bančnega in nebančnega sektorja evroobmočja in posledice te izpostavljenosti. V tretjem delu bom s pomočjo primerjalne analize prikazal vpliv krize na poslovanje finančnih institucij. V četrtem delu bom obravnaval temo preprečevanja kreditnih kriz v prihodnosti in opozoril na to, česa so se lahko finančne institucije in regulatorji naučili iz izkušenj sedanje krize.

1 Razlogi za nastanek krize

Do stanja, kot ga vidimo danes, je prišlo ob skupnem delovanju več faktorjev, ki so pripeljali ameriško in svetovno gospodarstvo v eno največjih recesij v modernem času, po nekaterih mnenjih celo največjo po drugi svetovni vojni. Izvor krize se je pojavil na ameriškem trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, kjer vedno več posojilojemalcev ni bilo več zmožnih odplačevati svojih obveznosti.

Kapital je dandanes po svetu zelo neenakomerno razporejen. Na eni strani so velike države, kot na primer ZDA, z visokim plačilnobilančnim primanjkljajem, ki dnevno potrebujejo ogromne količine denarja za servisiranje svojih dolgov. Na drugi strani pa so azijske države, ki s svojo proizvodno in cenovno učinkovitostjo beležijo velike presežke v plačilni bilanci, ter države izvoznice nafte, ki z naraščajočimi cenami nafte prav tako dosegajo visok presežek. Države s presežkom ta denar ponavadi nalagajo nazaj v ZDA in zanj pričakujejo varen donos. Sčasoma se na trgu pojavi povečana ponudba denarja, za katerega lastniki iščejo donos, večja ponudba denarja, namenjenega investicijam, pa posledično zniža obrestno mero ter s tem tudi donos.

To je bil eden od razlogov za razcvet hipotekarnih in drugih posojil. V ZDA in po svetu je bilo v zadnjih letih obdobje relativno nizkih stopenj donosov na vrednostne papirje glede na devetdeseta leta prejšnjega stoletja, zato so investitorji iskali višje donose. To pa je za banke predstavljalo spodbudo, da so delovale bolj agresivno in odobrile tudi bolj tvegana posojila. Hkrati je ameriška centralna banka (Federal Reserve – FED) pod vodstvom Alana Greenspana občutno znižala referenčno obrestno mero, da bi spodbudila gospodarsko rast po 11. septembru leta 2001. To znižanje je zelo pocenilo posojila in s tem povzročilo večje zadolževanje prebivalstva. Posledično je prihajalo do prezadolženosti gospodinjstev, predvsem tistih z nižjimi dohodki, saj so jim banke odobrile kredite »na lepe oči«. Tako je prišlo do razcveta ameriškega nepremičninskega trga. Klemen (2007, str. 21) navaja, da so banke samo v zadnjih dveh letih odobrile za 3200 milijard dolarjev hipotekarnih kreditov, od tega 20 odstotkov gospodinjstvom z nizko boniteto (t. i. *subprime segment*). (Klemen, 2007, str. 21)

FED je po nekaj letih rasti gospodarstva začel postopoma zviševati obrestno mero, da bi nekoliko ohladil konjunkturo, kar je za posojilojemalce pomenilo povečanje anuitet njihovih kreditov. Na nepremičninskem trgu je ponudba nepremičnin narasla celo za polovico. Ob povečanju obrestnih mer in ponudbe nepremičnin se je nepremičninski trg zlomil, saj zlasti posojilojemalci z nižjimi dohodki (*subprime segment*) niso bili več zmožni odplačevati kreditov. Ker so bila posojila s pomočjo listinjenja zavarovana pri hedge skladih, se je hkrati z zlomom nepremičninskega trga zlomil tudi trg izvedenih finančnih instrumentov, ki so temeljili na drugorazrednih hipotekarnih kreditih. (What has been happening, 2009, str. 4–6)

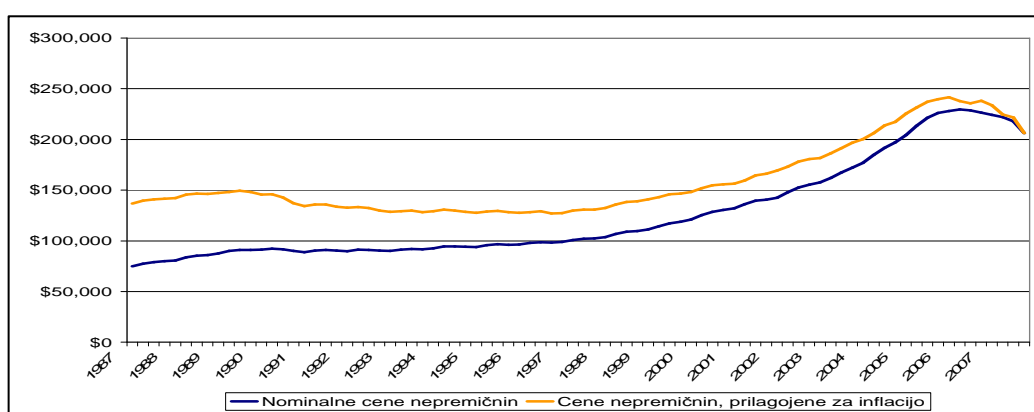
2 Delovanje trga hipotekarnih kreditov

Ob normalnih razmerah trg hipotekarnih posojil poganja samega sebe. Ob predpostavkah, da cene nepremičnin in dohodki oziroma BDP naraščajo hkrati ter so obrestne mere nizke oziroma padajoče, so posojilojemalci sposobni odplačevati posojila z refinanciranjem. Refinanciranje poteka tako, da posojilojemalec vzame posojilo, ki je zavarovano s hipoteko, in si čez nekaj časa, ko cena nepremičnine naraste, sposodi nov znesek, ki je višji od prejšnjega, in z njim odplača prvotno posojilo. V takih razmerah trg hipotekarnih posojil deluje normalno.

Do zloma hipotekarnega trga pride, če cene nepremičnin stagnirajo oziroma padajo, nižajo pa se tudi dohodki. V tem primeru refinanciranje ni več mogoče in posojilojemalci imajo velike težave z odplačevanjem posojil. To se je zgodilo v ZDA. Med letoma 2006 in 2007 je v ZDA počil nepremičninski balon in po petdesetih letih konstantne rasti vrednosti nepremičnin so se cene prvič znižale. Ob tem posojilojemalci niso bili več sposobni refinancirati svojih posojil.

Načeloma bi tak problem ostal le v sferi hipotekarnih kreditov, če posojilodajalci teh terjatev ne bi s pomočjo listinjenja pretvorili v finančne instrumente in jih odprodali. Kljub temu da se je težava pojavila predvsem pri drugorazrednih hipotekarnih kreditih, za katere država ne jamči in jih kvazi državni skladi ne odkupujejo, se je bojazen investorjev hitro prenesla tudi na trg ostalih strukturiranih finančnih instrumentov, ki so bili sicer bolj kakovostni. Veliko investorjev je bilo mnenja, da je vprašljiva tudi likvidnost vseh ostalih vrednostnih papirjev, zavarovanih s premoženjem (angl. *asset-backed security (ABS)*)¹, in prvorazrednih hipotekarnih posojil, zato so začeli množično prodajati naložbe, kar je znižalo vrednost teh finančnih instrumentov in tako še dodatno povečalo vpliv krize (Mortgage refinancing, 2008).

Slika 1: Gibanje nominalnih in realnih cen nepremičnin v ZDA



Vir: V. Rant: Ameriška finančna kriza 2007-08, powerpoint predstavitev, diapozitiv 3.

¹ABS je tip strukturiranih finančnih instrumentov, ki jih predstavljam v poglavju 2.3.

2.1 Vloga posojilojemalcev in finančnih institucij

2.1.1 Vloga posojilojemalcev

Na nezmožnost poravnavanja dolgov, ki je v zadnjem času znašalo celo 21 odstotkov izdanih hipotekarnih posojil – kar je štirikratna zgodovinska vrednost –, je vplivalo več faktorjev. Lahko pridobljeni krediti s predpostavko, da bodo cene nepremičnin naraščale tudi v prihodnosti, so posojilojemalce spodbujali v refinanciranje posojil in sprejemanje obrestnih mer, ki si jih sicer ne bi mogli privoščiti. Ko so cene nepremičnin začele padati, je refinanciranje postalo vedno težje in veliko posojilojemalcev ni bilo več sposobnih izpolniti obveznosti iz posojila, saj so se povečale obrestne mere in mesečna plačila. Nekateri lastniki nepremičnin so ob znižanju vrednosti nepremičnine prenehali plačevati hipoteko in omogočili zaplembo nepremičnine (Christie, 2008).

2.1.2 Vloga finančnih institucij

Na trgu se je pojavila velika količina denarja zaradi pritoka sredstev iz držav s presežki v plačilni bilanci, za katere lastniki iščejo visoke donose. Obrestne mere so bile nizke, prav tako tudi donosi na vrednostne papirje, zato so finančne institucije iskale različne poti do višjih donosov, tudi z odobravanjem posojil kreditojemalcem, ki so imeli zelo slab kreditni *rating* in so bili zelo tvegani (*subprime*). Pri nekaterih posojilih posojilodajalci niso zahtevali niti podatka o prihodkih, zaposlitvi ali sredstvih posojilojemalca. Tako se je delež drugorazrednih hipotek povečal s 5 odstotkov (35 milijard dolarjev) v letu 1994 na 20 odstotkov (600 milijard dolarjev) v letu 2006. V nasprotju z normalnim delovanjem pri odobravanju posojil je bilo tudi dejstvo, da se je premija za tveganje – kot dodatek k obrestni meri – ob povečevanju števila izdanih posojil in slabšanju kreditnega *ratinga* posojilojemalcev dejansko znižala (Klemen, 2007, str. 21).

2.2 Listinjenje (sekuritizacija)

2.2.1 Zgodovina in namen listinjenja posojil

Prvič se je svet seznanil z izvedenimi instrumenti, vezanimi na posojila, že v osemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko so na Wall Streetu vpeljali sekuritizacijo oziroma listinjenje vrednostnih papirjev. Takrat so se razvili instrumenti, kot so ABS (*asset backed securities*) in MBS (*mortgage backed securities*), ki so bili vezani na realna sredstva. Ameriška vlada je ustanovila dve »paradržavni« instituciji, za pospeševanje prodaje domov in nepremičnin. To sta Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) in Federal Home Mortgage Corporation (Freddie Mac). Te institucije so od bank odkupile posojila, ki so jih banke izdale posojilojemalcem za nakup nepremičnine, jih preko listinjenja dodale k različnim terjatvam in

jih zapakirale v obveznice z določeno investicijsko bonitetno oceno. Na ta način so bankam omogočile dostop do dodatnega razpoložljivega kapitala za nadaljnja posojila.

Na ta način so dosegli zadovoljstvo vseh vključenih strank: posojilojemalci so izredno lahko prihajali do kreditov, investitorji so dosegali višje donose, ki jih sicer v obdobju nizkih obrestnih mer ne bi, banke in finančne institucije, ki so dajale posojila, pa so bile zadovoljne s premijami in provizijami, ki so jih prejemale. Tako stanje so vzdrževali nekaj časa, saj je kombinacija teh faktorjev ustvarila okolje, v katerem je stopnja neporavnanih obveznosti ostala na nizki ravni. Posamezne finančne nediscipline je hitro rešil pritok novih likvidnih sredstev, saj so investitorji imeli precenjeno zaupanje v take izvedene instrumente. Ta proces je deloval vse dokler se število neplačanih obveznosti ni povečalo (Klemen, 2007, str. 20).

2.2.2 Nadomeščanje pogodb z vrednostnimi papirji

Ključni udeleženci v procesu listinjenja so:

- prodajalec,
- izdajatelj,
- investitorji in
- bonitetne agencije.

Prodajalec

V večini primerov je to finančna institucija (banka, ...), ki želi pridobiti denarna sredstva za nove naložbe ter hkrati zmanjšati oziroma prevaliti tveganje neplačila na druge udeležence. Banka na primer s prodajo terjatev izdajatelju pridobi sredstva za nadaljnje kreditiranje.

Izdajatelj

Iz odkupljenih terjatev od prodajalca, izdajatelj izda izvedene vrednostne papirje in se na njih pojavlja kot dolžnik. Po izdaji teh papirjev jih proda investitorjem ter s prejetimi denarnimi sredstvi od prodaje odkupi terjatve od prodajalca.

Investitorji

To so fizične ali pravne osebe, ki take vrednostne papirje kupijo. Predvsem prevladujejo institucionalni investitorji (pokojninski skladi, zavarovalnice, vzajemni skladi, ...), ki želijo z uvrstitvijo takih vrednostnih papirjev v portfelj realizirati predvideni donos vrednostnih papirjev.

Bonitetne agencije

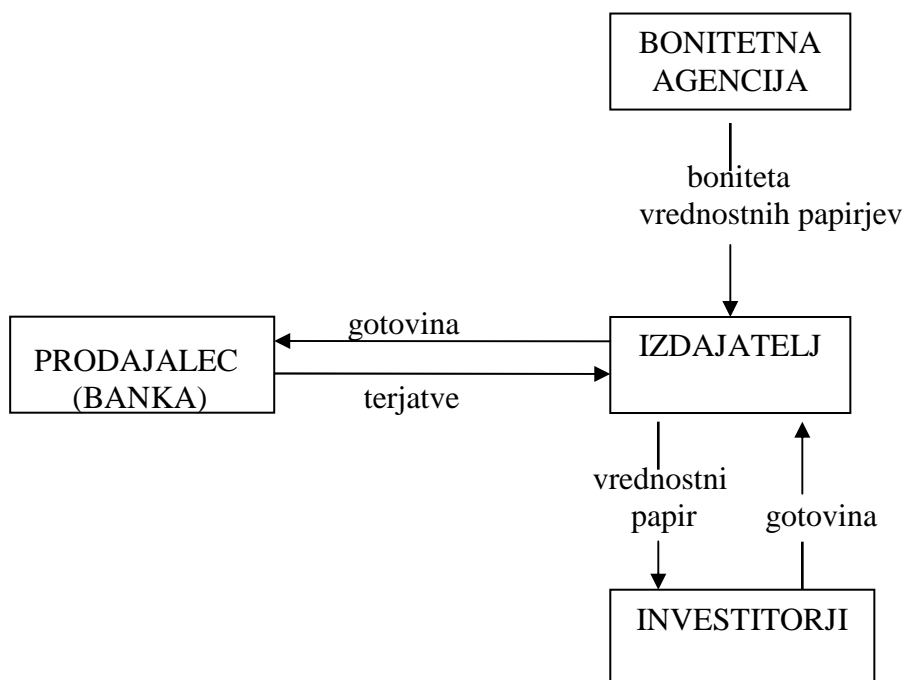
Vrednostni papirji, ki so nastali v procesu listinjenja imajo večinoma tudi bonitetno oceno, ki jim jo določijo bonitetne agencije. Te agencije analizirajo tako posamezna posojila, kot tudi pakete posojil, sestavljene iz več terjatev. V analizo vključijo kvantitativne in kvalitativne lastnosti posojila in z njihovo pomočjo oblikujejo bonitetno oceno, ki se nanaša na pravočasno in celotno plačilo vseh obveznosti (obresti in glavnice) (Mohorič, 2006, str. 5–6).

Potek listinjenja

Proces listinjenja se začne z odobritvijo posojila s strani finančne institucije. Ta nato več posojil združi v paket¹, ki ga odstrani iz svoje bilance in nato za gotovino proda izdajatelju vrednostnih papirjev. Nekatere finančne institucije ustanovijo svoje sklade za odkup teh posojil, ti skladi pa so lahko popolnoma ločeni od primarne finančne institucije ali pa so pod njenim okriljem in zavedeni v konsolidirani bilanci. Izdajatelj vrednostnih papirjev nato posojila združi v obveznice in jih proda naprej investitorjem. Denar, ki ga dobi od prodaje, nato uporabi za nov nakup posojil od finančne institucije, ki na ta način zopet pride do priliva novih likvidnih sredstev. Posojilojemalci seveda normalno odplačujejo svoje obveznosti (glavnice in obresti), le da se denar uporabi za plačilo glavnice in obresti imetnikom obveznic. V celotnem procesu bonitetne agencije ocenijo boniteto obveznic.

V nadaljevanju lahko izdajatelji pakete posojil vključijo v številne druge izvedene finančne instrumente, ki temeljijo na posojilih in dolgu in so lahko zavarovani z realnimi sredstvi. Na ta način lahko listinjenje uporabljajo za instrumente CDO, MBS, ABS (ki jih predstavljam v poglavju 2.3), po katerih večinoma povprašujejo institucionalni investitorji. Posledica listinjenja je, da posojilodajalec po pridobitvi celotnega plačila za izdano posojilo doseže oziroma izkaže v aktivih namesto velikega deleža nelikvidnih posojil zelo likviden denar (Mohorič, 2006, str. 6–7).

Slika 2: Proces listinjenja



Vir: Lastna izdelava.

¹Termin paketi sredstev ali posojil se pojavlja kot prevod angleškega izraza *pool of assets*. Kot vir slovenskega prevoda se pojavlja Ministrstvo za finance RS.

2.3 Strukturirani finančni instrumenti

V tem podglavju predstavljam vrste strukturiranih finančnih instrumentov, ki temeljijo na listinjenju. V te instrumente so finančne institucije neposredno nalagale sredstva, ko pa se je vpliv krize prenesel tudi nanje, so ti instrumenti začeli izgubljati vrednost. Obstaja veliko vrst strukturiranih finančnih instrumentov, vendar se bom osredotočil predvsem na tri:

2.3.1 Zadolžnice, zavarovane z dolgom

Zadolžnice, zavarovane z dolgom (v nadaljevanju CDO; angl. *collateralised debt obligations*), so strukturirani finančni instrumenti, ki omogočajo udeležencem ob izdaji, da na investitorje prenesejo velik delež kreditnega tveganja skozi transakcije, ki vsebujejo velik finančni vzvod. Temeljijo predvsem na izdanih hipotekarnih obveznicah in na ostalih terjatvah. Cilj CDO je izboljšati likvidnost razredom sredstev, ki vsebujejo kreditno tveganje in bi bile kot samostojne naložbe nelikvidne ali preveč kompleksne, da bi se investitor odločil zanje. Za razliko od tradicionalnega listinjenja je število sredstev, ki jih vključuje CDO, nekoliko manjše po obsegu, so pa ta sredstva veliko bolj heterogena, z veliko koncentracijo izpostavljenosti individualnim dolžnikom. Prav zaradi te heterogenosti je za investitorja veliko težje oceniti tveganje CDO, saj je potrebno poleg kreditnega tveganja upoštevati tudi korelacijo med posameznimi sredstvi, zajetimi v CDO (ECB: Monthly Bulletin, Securitization in Euro Area, 2008, str. 84–85).

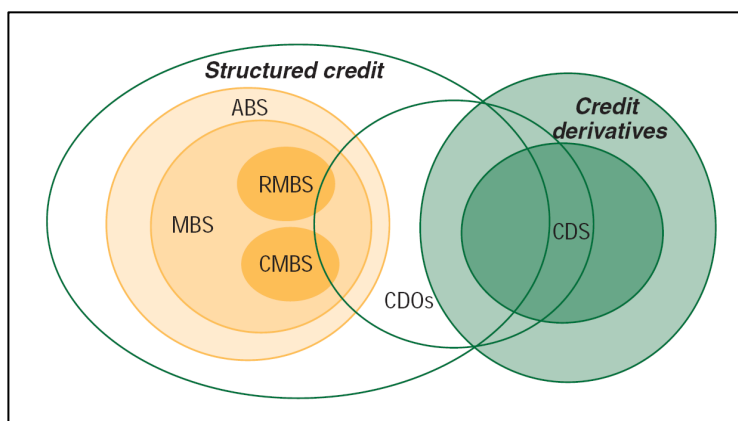
2.3.2 Vrednostni papirji, zavarovani s hipoteko

Vrednostni papirji, zavarovani s hipoteko (MBS; angl. *mortgage-backed securities*), so dolžniške obligacije, ki vsebujejo terjatev do denarnih tokov iz paketa hipotekarnih posojil, največkrat hipotek na nepremičnine, namenjene bivanju. Ta hipotekarna posojila predstavljajo terjatve, ki jih od bank, hipotekarnih podjetij in drugih originatorjev odkupijo državne ali privatne institucije, kot so Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) in Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), in jih nato zberejo v paket posojil. Te institucije nato izdajo obveznice, ki predstavljajo terjatev na glavnico in obrestna plačila s strani posojilojemalcev (U.S. SEC (2007): Mortgage backed securities).

2.3.3 Vrednostni papirji, zavarovani s premoženjem

Vrednostni papirji, zavarovani s premoženjem (ABS; angl. *asset-backed securities*), so obveznice, ki imajo za poroštvo denarni tok določenega paketa osnovnih sredstev. Paketi sredstev so sestavljeni iz prejemkov številnih vrst sredstev posojilojemalcev, vključno s kreditnimi karticami, avtomobilskimi posojili in hipotekarnimi krediti. Za vsemi temi oblikami stoji enak princip, pri katerem denarni tok iz posojil služi za izplačila kuponov imetnikom obveznic (Fixed income primer: Asset-backed securities, 2005, str. 1–2).

Slika 3: Prikaz uvrstitve izvedenih finančnih instrumentov v celoto



Vir: Global Financial Stability Report, 2007, str. 57.

2.4 Razvrstitev stanovanjskih posojil

V ZDA se stanovanjska posojila glede na kvaliteto posojilojemalca delijo na:

- prvorazredna posojila, ki se delijo na:
 - ustrezna,
 - neustrezna;
- posojila, ki niso prvorazredna, med katera spadajo:
 - Alt-A (*near prime*) posojila,
 - drugorazredna (angl. *sub-prime*).

2.4.1 Prvorazredna posojila

Prvorazredna (angl. *prime*) posojila so posojila za posojilojemalce z visoko kreditno sposobnostjo, kar za posojilodajalca pomeni nizko tveganje nevrčila kredita. *Prime* posojila se delijo na *conforming* (»ustrezna«) posojila in *non-conforming* (»neustrezna«, tudi Jumbo) posojila. Pri določevanju kakovosti posojilojemalcev banke najpogosteje uporabljajo sistem FICO, s katerim na podlagi kreditne zgodovine posojilojemalcem dodelijo kreditno oceno. V primeru *prime* posojil je FICO ocena višja od 660, delež lastne udeležbe pri hipoteki pa je ustrezno visok. Obrestna mera, ki se uporablja za te vrste posojil, je enaka splošni obrestni meri, ki velja za hipotekarna posojila.

- *Ustrezna (angl. conforming)*

Za ustrezna posojila je značilno, da se izdajajo do višine povprečnega stanovanjskega posojila v obdobju od oktobra prejšnjega leta, do oktobra tekočega leta. Ustrezna posojila se lahko prodajajo državno sponzoriranim družbam in institucijam, kot sta Fannie Mae in Freddie Mac. Taka posojila imajo tudi dve vrste omejitev, in sicer da vrednost dolga ne sme biti višja od 70 odstotkov vrednosti nepremičnine, mesečni obrok vračila posojila pa ne sme biti višji od 1/3 mesečnega dohodka posojilojemalca.

- *Neustrezna (angl. non-conforming, Jumbo)*

Za neustrezna oziroma Jumbo posojila je značilno, da je višina stanovanjskega kredita glede na povprečno vrednost ostalih stanovanjskih posojil nadpovprečno visoka, glede na povprečno vrednost ostalih stanovanjskih posojil. Poleg tega se od ustreznih posojil razlikujejo tudi v tem, da se ne morejo prodajati državno sponzoriranim družbam in zato nimajo njihove garancije.

2.4.2 Posojila, ki niso prvorazredna

Posojila, ki niso prvorazredna (angl. *non-prime*), se delijo na:

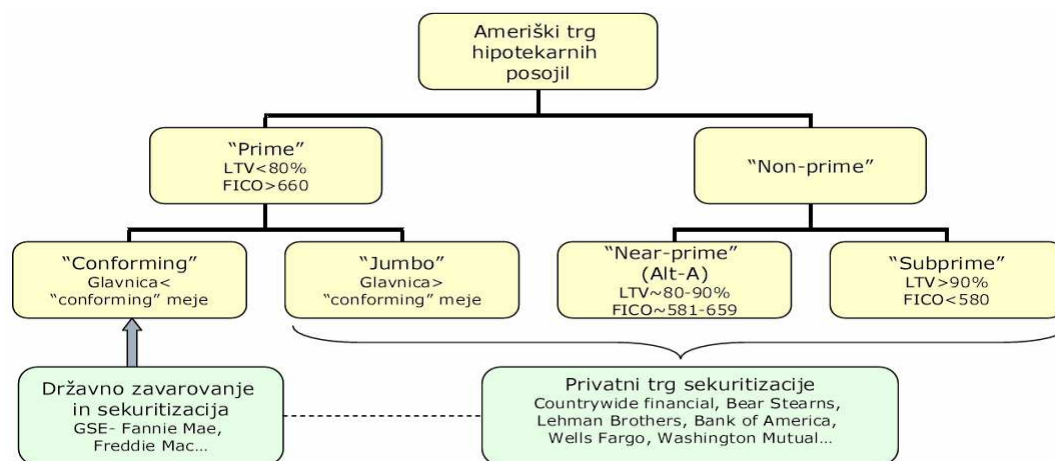
- *Alt-A posojila*

Posojilojemalci, ki spadajo v skupino Alt-A posojil, imajo relativno dobro kreditno oceno iz preteklih posojil (FICO je med 581 in 659), vendar so predložili pomanjkljivo dokumentacijo o dohodkih. Alt-A posojila so bolj tvegana od prime posojil in najmanj tvegana med *non-prime* posojili.

- *Drugorazredna posojila*

Drugorazredna (angl. *sub-prime*) posojila so tista, katerih posojilojemalci imajo slabo kreditno oceno, FICO je nižji od 580, in zelo nizek delež lastne udeležbe posojilojemalcev v hipoteki. Ta posojila ne zahtevajo dokumentacije o dohodkih in so zato tudi najbolj tvegana, kar se pozna tudi na višini obrestne mere, ki je za 2–3 odstotne točke višja od splošne obrestne mere, poleg tega pa so višji tudi stroški odobritve (Kiff, Mills, 2007, str. 3–5 in Poteza d. d.: Bančno finančna kriza, diapozitivi 8–11).

Slika 4: Segmentacija ameriškega hipotekarnega trga



Vir: Rant: Ameriška finančna kriza 2007–08, powerpoint predstavitev, diapozitiv 4

2.5 Vloga vlade in regulatorjev (regulativa)

Do stanja na trgu drugorazrednih kreditov, kot ga vidimo danes, je prišlo tudi zaradi preohlapnih standardov in regulative. Nekateri ekonomisti menijo, da je državna zakonodaja

še dodatno spodbudila krizo z zakoni, ki so prisilili banke, da so dajale posojila kreditno nesposobnim posojiljemalcem. Zakonodaja je bila tako zelo ohlapna, da praktično niso obstajali nikakršni standardi pri dajanju posojil in listinjenju le-teh. Tako bankam ni bilo treba preverjati dohodkov ali sredstev posojiljemalca, zelo malo pozornosti se je posvečalo posojiljemalčevi zmožnosti odplačevanja posojila, prav tako pa banke niso zahtevale nikakršnega predplačila (Liebowitz, 2008).

Obstoječe zahteve glede kapitalske ustreznosti zahtevajo od bank, da oblikujejo kapitalske rezerve za sredstva, v katera nalagajo, zaradi možnosti neplačila dolgov ali padca vrednosti sredstev, v katere je naložen denar. V primeru, da bi na trgu utrpeli izgube na teh sredstvih, jim ravnorezerve omogočajo, da ne bi prišlo do prevelikega vpliva na kapital bank, hkrati pa so lahko tudi varčevalci mirni, saj vedo, da ima banka še vedno dovolj kapitala, da jim izplača njihove vloške.

Vendar pa so prav te zahteve, katerih namen je zagotavljanje stabilnosti in varnosti v finančnem sektorju, spodbudile nekatere banke, da so ustvarile strukture, za katere te zahteve niso veljale, in na ta način zaobšle regulativo. Takšne strukture so na primer t. i. SIV skladi (*Structured investment vehicle*), v katere je bilo naloženih na stotine milijard dolarjev in za katere obstoječe regulative niso veljale. Prav ti skladi so bankam prinesli največje izgube. SIV sklade ustanovijo banke, delujejo pa tako, da si izposodijo denar z izdajo kratkoročnih obveznic z nizkimi donosi, pridobljena sredstva pa nalagajo v dolgoročne finančne naložbe z visokimi donosi (predvsem v obveznice, zavarovane s premoženjem, in drugorazredna hipotekarna posojila). SIV skladi služijo na razliki med donosi, ki jih dobijo iz naložb, in vrednostjo, ki jo morajo plačati za posojilo. Vsa ta dejstva kažejo, da bo treba ob naslednjih spremembah regulative posvetiti največ pozornosti prav temu sektorju delovanja bank (What went wrong, 2008, str. 74).

Do sedaj niso obstajali predpisi, ki bi omejevali naložbe v drugorazredna posojila, standardi, ki so veljali za posojila, pa so bili zelo ohlapni. To je eden izmed vzrokov, ki so privedli do krize. Za bolj transparentno in varno delovanje trga drugorazrednih hipotekarnih kreditov bi bilo treba zagotoviti predpise, ki bi varovali tako posojiljemalce kot posojilodajalce, hkrati pa bi dopuščali razvoj inovacij na finančnih trgih. V obdobju do leta 2007 je bila značilna visoka likvidnost na denarnih in finančnih trgih, kar je spodbujalo razvoj novih in bolj kompleksnih finančnih instrumentov, ki temeljijo na finančnem vzvodu. Zaradi globalne razpršenosti naložb in listinjenja vrednostnih papirjev je zelo težko določiti lokacijo in velikost tveganja. Če pride do izgube na teh vrednostnih papirjih, finančni vzvodi in pomanjkanje transparentnosti stvari samo še poslabšajo. Zato bi morali tisti, ki nadzorujejo finančno stabilnost, izboljšati metode in orodja za pravočasno ugotavljanje takšnih situacij in njihovo preprečitev. Potrebni so boljši sistemi za monitoring in analiziranje, s katerimi bi regulatorji in nadzorniki ugotovili tako bilančno kot tudi izvenbilančno izpostavljenost finančnih institucij (Global stability report, 2007, str. 33).

3 Izpostavljenost finančnih institucij Evropske monetarne unije

3.1 Izpostavljenost bančnega sektorja

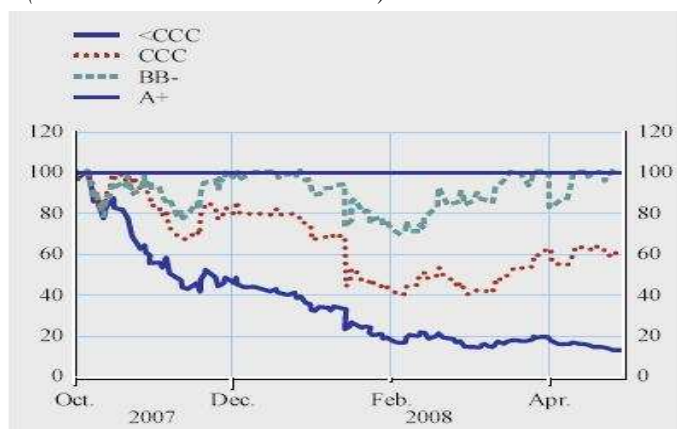
Iz finančnih rezultatov velikih in kompleksnih bančnih skupin evroobmočja za leto 2007 je razvidno, da je večina teh institucij utrpela padec čistega dobička. Razlog za to so predvsem odpisi izpostavljenosti v finančnih instrumentih, na katere je vplivala hipotekarna kriza in nemirne razmere na finančnih trgih. Poleg padca dobička se vpliv krize odraža tudi na solventnosti bank.

Dejansko izpostavljenost bančnega sektorja na ameriškem trgu hipotekarnih kreditov je zelo težko določiti. Predvsem zaradi listinjenja in s tem diverzifikacije terjatev, ki so vključene v posamezen paket izvedenih finančnih instrumentov, ki temeljijo na sredstvih. Za približek ocene izpostavljenosti lahko vzamemo podatke, ki jih v poročilu o finančni stabilnosti navaja ECB. To so podatki o izpostavljenosti bančnega sektorja v posojilih, ki temeljijo na finančnem vzvodu.

Kot je navedeno v poročilu ECB, se je izdaja takih posojil med letoma 2004 in 2007 skoraj potrojila ter dosegla 240 milijard evrov. Porastu teh posojil je botrovalo predvsem veliko število prevzemov podjetij s pomočjo finančnega vzvoda, ter nakupi nepremičnin s pomočjo vzvoda. Kot sem že omenil, so bila ta posojila s pomočjo listinjenja preoblikovana v finančne instrumente, ki so jih kupili investitorji na sekundarnem trgu. Vendar pa je zaradi izgube zaupanja investitorjev v te instrumente plasiranje dolžniških obveznic na trg od druge polovice leta 2007 naprej postalo zelo težko. To je veliko bank prisililo, da so posojila obdržala v svojih bilancah, kar je za njih pomenilo povečano izpostavljenost kreditnemu in tržnemu tveganju teh posojil. Stanje neto sedanje vrednosti posojil s finančnim vzvodom, vključno s pričakovanimi stopnjami neplačil, se izraža v LCDX¹ indeksu.

Slika 5: Vrednosti različnih tranš posojil z vzvodom glede na LCDX indeks

(v odstotkih nominalne vrednosti)



Vir: Financial Stability Review ECB junij 2008, str. 105.

¹LCDX (angl. *Loan Credit Default Swap Index*) je sestavljen iz zamenjave neplačil stotih referenčnih posojil s finančnim vzvodom. Ustvarjen je bil z namenom, da tržni udeleženci lažje zavarujejo svojo izpostavljenost.

Podatki kažejo, da so se po avgustu 2007 tržne vrednosti tranš, predvsem tiste z nizko boniteto (<CCC), opazno znižale. Nekaj večjih bank in bančnih skupin v euroobmočju je razkrilo, da imajo v svojih bilancah veliko število posojil z vzvodom, znižanje tržne vrednosti teh posojil pa je nakazovalo tveganje številnih morebitnih bodočih odpisov teh izpostavljenosti.

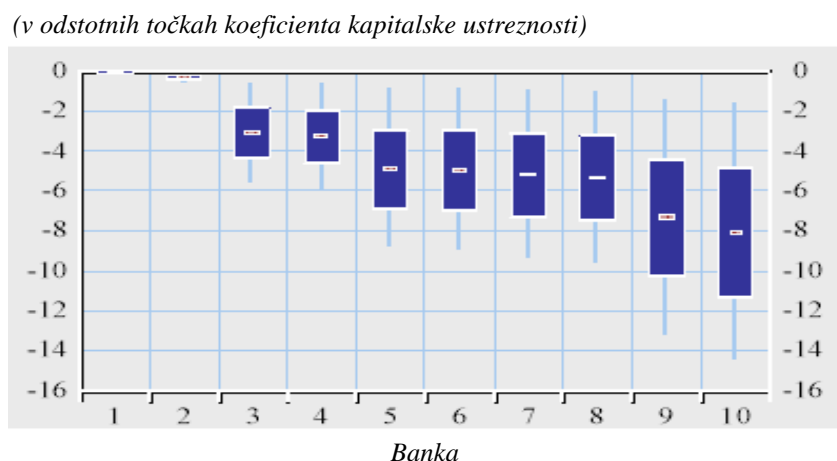
3.1.1 Vpliv izgube tržne vrednosti posojil na koeficient kapitalske ustreznosti

Banke so finančne institucije z visokim finančnim vzvodom, kar pomeni, da je delež kapitala v bilančni vsoti bank nizek. To pomeni, da ima kakršna koli izguba velik učinek na solventnost banke. Zato baselska bančna regulativa zanje predpisuje zakonsko zahtevano kapitalsko ustreznost. Ta zahteva minimalne kapitalske standarde za pokrivanje izpostavljenosti bank in določa, naj imajo banke kapital za pokrivanje tveganj v višini 8 odstotkov s tveganji tehtane aktive.

Vendar pa banke izkoriščajo tudi možnost zaščite izpostavljenosti (angl. *hedging*) takih posojil in se na ta način zavarujejo ter zmanjšajo izpostavljenost. Predvsem zaradi negotovosti, koliko so institucije zaščitile izpostavljenost svojih terjatev (posojil), so spremembe v koeficientih kapitalske zahtevnosti prikazane pod različnimi predpostavkami glede na raven zaščite.

Te so prikazane v sliki 6, ki na primeru 10 izbranih velikih bank in bančnih skupin euroobmočja prikazuje vpliv izgub na koeficient kapitalske ustreznosti. Dolžina posameznega pravokotnika v sliki prikazuje ocenjen vpliv na koeficient kapitalske ustreznosti banke, pod različnimi predpostavkami zaščite: spodnji konec črte prikazuje učinek na koeficient, v primeru ko je zaščitenega samo 10% portfelja, spodnji rob pravokotnika prikazuje 30%, sredinska črta 50%, zgornji rob pravokotnika 70% in zgornji rob črte 90% zaščitenega portfelja.

Slika 6: Vpliv tržnih izgub na koeficient kapitalske ustreznosti velikih bank in bančnih skupin v euroobmočju



Vir: Financial Stability Review ECB junij 2008, str. 105.

Kot je razvidno iz rezultatov, bi veliko bank v evroobmočju, kljub zaščiti znatnega deleža svoje izpostavljenosti v posojilih z vzvodom, utrpelo velike izgube kapitala, če bi povsem odpisale izpostavljenost v posojilih. V primeru, da izpostavljenosti ne bi zaščitile, pa bi utrpele še veliko večje izgube.

Kljub temu, da je nekaj institucij že naredilo kar nekaj odpisov vrednosti v prejšnjih mesecih, predstavlja velika količina izpostavljenosti v evroobmočju tveganje za prihodnje odpise.

Iz publikacije finančnih rezultatov velikih bank in bančnih skupin za leto 2007 je razvidno, da je večina teh finančnih institucij utrpela znatne upade v čistih dobičkih v zadnjih dveh četrtletjih, kar je posledično poslabšalo delovanje celotnega leta 2007. Še vedno trajajoče poslabšanje tržnih pogojev v letu 2008 prinaša možnosti za prihodnje izgube in odpise terjatev. Vpliv na dobičke podrobneje analiziram v poglavju 4.1.

Nekateri indikatorji kažejo, da so se banke začele odzivati na izgube zaradi izpostavljenosti slabim naložbam z ostrejšimi in strožjimi standardi za dajanje posojil in s postopnim umikanjem izpostavljenosti v posameznih rizičnih dejavnosti, kot so odkupi s finančnim vzvodom, nakupi nepremičnin s hipotekarni krediti, itd.

Faktorji, ki lahko vplivajo na dobičkonosnost bank v prihodnosti, so verjetnost prihodnjih izgub zaradi znižanja vrednosti terjatev, povišani stroški financiranja in padajoči brezobrestni prihodki iz naslova listinjenja in aktivnosti na finančnih trgih. Kombinacija likvidnostnega tveganja zaradi trenj na mednarodnih denarnih trgih, tržnega tveganja zaradi izgub ob spremembah vrednosti ABS in kreditnega tveganja pri ocenjevanju posojilojemalcev, bo zagotovo vplivala na povečanje premije za tveganje. Mogoče je, da bi zaradi povišanih stroškov financiranja (višje premije za tveganje na posojila) in omejenega prenosa tveganja zaradi nezmožnosti listinjenja posojil prišlo do poslabšanja kreditnih tokov in manjšega povpraševanja po posojilih (Financial Stability Review, junij 2008, str. 104–106).

V vsakem primeru banke v prihodnosti čaka obdobje izzivov, na katere se bodo morale pravilno odzvati, če bodo hotele zadovoljiti interese lastnikov, regulatorjev, klientov in nenazadnje tudi družbe.

3.2 *Izpostavljenost nebančnega sektorja*

Vpliv ameriške hipotekarne krize in posledično vpliv negotovih in nemirnih razmer na finančnih trgih je čutiti tudi v ostalih nebančnih finančnih institucijah (v nadaljevanju NFI), kot so zavarovalnice, pokojninski in investicijski skladi, itd.

Novembra 2007 se je pokazalo, da ima kriza tako posredne kot neposredne vplive na zavarovalnice v evroobmočju. Čeprav je večina NFI do neke mere izpostavljenih na ameriškem trgu drugorazrednih kreditov, se je pokazalo, da so izpostavljenosti v večini omejene (Financial Stability Review, december 2007, str. 131).

Kljub pomanjkanju popolnih in točnih podatkov o izpostavljenosti NFI na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov, se je nekaj evropskih zavarovalnic odločilo razkriti svoje izpostavljenosti. Razlog je zadovoljitev interesov investitorjev. Ti podatki so predstavljeni v spodnji tabeli. Pri pregledovanju podatkov se je pokazalo, da so izpostavljenosti večinoma omejene, v povprečju znašajo manj kot 1 odstotek celotnega naložbenega portfelja teh institucij, hkrati pa se naložbe večinoma nahajajo v segmentih z visoko bonitetno oceno (to je \geq AA).

Tabela 1: Izpostavljenost izbranih nebančnih finančnih institucij evroobmočja v drugorazrednih kreditih

	Izpostavljenost v drugorazrednih kreditih (v milijardah EUR)	Izpostavljenost v drugorazrednih kreditih (v % investiranih sredstev)	Izpostavljenost v drugorazrednih kreditih, katerih bonitetna ocena \geq AA (%)
ING	4,1	0,6	93
Aegon	3,3	2,3	100
Axa	2,2	0,5	91
Allianz	1,7	0,6	86
Munich Re	0,6	0,3	79
Scor	0,1	0,7	100
Hannover Re	0,1	0,5	80
Generali	0	0	100
Irish life	0	0	

Vir: Financial Stability Review december 2007, str. 135, tabela 17.

V poročilu ECB je kot vzrok za relativno nižjo izpostavljenost NFI v primerjavi z nekaterimi bankami evroobmočja navedeno dejstvo, da te institucije zelo nerade vlagajo sredstva v naložbe z visokim kreditnim tveganjem. To dejstvo lahko razložimo s pomočjo dveh faktorjev. Prvi je ta, da so NFI evroobmočja med letoma 2000–2002 zabeležili znatne izgube zaradi naložb na delniških trgih, kar je povzročilo, da so se distancirali od naložb v delnice ter raje nalagali sredstva v kakovostnejše naložbe. Drugi razlog je potreba po usklajevanju bilance stanja, da bi dosegli zahteve regulative Solventnosti II, ki bo zahtevala od zavarovalnic večje količine zakonskih in poslovnih rezerv za naložbe z visokim tveganjem (Financial Stability Review, december 2007, str. 135).

Pravila Solventnosti II določajo bolj usklajene pravne predpise za zavarovalnice, ki poslujejo v EU. Ta regulativa bo v vseh državah članicah EU uvedla zahteve glede solventnosti, ki temeljijo na gospodarskem tveganju. Od zavarovateljev se bo zahtevalo, da imajo kapital za pokritje tržnega tveganja (padec vrednosti naložb zavarovateljev), kreditnega tveganja (na primer kadar tretja stran ne more odplačati svojega dolga) in operativnega tveganja (na primer tveganja zloma sistemov) (Fin-Focus, 2007, str. 5).

Kljub morebitni izpostavljenosti nebančnih finančnih institucij imajo izgube in kriza na drugorazrednem trgu manjši vpliv nanje, predvsem zaradi dolgoročnih investicijskih strategij

teh institucij. Dolgoročne strategije pomenijo manjše tveganje, saj te institucije niso prisiljene prodati svojih sredstev, ko so trgi šibki in vrednosti naložb padajo (Financial Stability Review, december 2007, str. 136).

Podatki, ki so navedeni v poročilu ECB, se nanašajo predvsem na naložbe v ABS. Vendar tudi v nebančnem sektorju, tako kot v bančnem, ni povsem znano, kakšne so posredne izpostavljenosti na ameriškem hipotekarnem trgu. Zato obstajajo možnosti sekundarnih vplivov krize na te institucije, predvsem zaradi posrednih izpostavljenosti v nekaterih izvedenih finančnih instrumentih, kot na primer CDO.

Indikatorji tržnih razmer v prihodnosti kažejo veliko negotovosti in možno poslabšanje razmer za zavarovalniški sektor v evroobmočju. Predvideva se povečanje ranljivosti teh institucij in znižanje dobičkov. Vendar so lahko v primerjavi z bančnim sektorjem podjetja v nebančnem sektorju nekoliko mirnejša, saj so njihove izpostavljenosti na trgu drugorazrednih kreditov občutno manjše.

4 Primerjalna analiza vpliva hipotekarne krize na finančne institucije

V tem delu diplomske naloge bom s pomočjo primerjalne analize skušal prikazati, kako je hipotekarna kriza vplivala na nekatere dejavnosti bančnega sektorja finančnih institucij v evroobmočju. Prikazal bom vpliv na povprečno dobičkonosnost bank ter skušal opredeliti, kako se je spremenila obrestna mera in kakšen je bil vpliv hipotekarne krize na posojilno dejavnost bank.

4.1 Dobički

Nemiri, ki jih je na globalni ravni povzročila hipotekarna kriza, so opazni tudi pri nižjih dobičkih finančnih in nefinančnih družb. Na nižje rasti dobičkov v letih 2007 in 2008 so vplivali predvsem občutno višji stroški in strožji pogoji financiranja, saj investitorji ocenjujejo, da je tveganje večje, kot je bilo pred letom dni, zato želijo kompenzirati tveganje z višjimi donosi. Dobički so poleg višjih stroškov nižji tudi zaradi ostrega padca vrednosti finančnih instrumentov, v katere so banke nalagale sredstva (slika 5), in zaradi odpisov nekaterih posojil, ki jih posojilojemalci niso bili sposobni odplačati.

Pred pojavom hipotekarne krize, torej pred poletjem leta 2007, so bili dobički na precej visoki ravni, kar je razvidno iz slike 7, ki prikazuje medletno rast v dobičkih za finančne in nefinančne družbe v evroobmočju. Rast dobičkov pred poletjem leta 2007 se je za finančni sektor gibala med 20 in 30 odstotki letno. Po pojavu hipotekarne krize pa se je rast dobičkov začela občutno zmanjševati in v prvem polletju leta 2008 padla pod 5 odstotkov. Padec dobičkov je viden tudi v tabeli 2, kjer je prikazan minimalni, povprečni in maksimalni kazalnik dobičkonosnosti kapitala (ROE; angl. *return on equity*) od leta 2004 do (vključno)

leta 2007. Ker nas zanima stanje neposredno pred in po pojavu krize, se bom osredotočil le na leti 2006 in 2007. Kot je iz tabele razvidno, je bila dobičkonosnost kapitala pred pojavom krize v povprečju 18 odstotkov v letu 2006, v letu 2007 pa se je znižala za 4,2 odstotne točke na 13,8 odstotka letno.

Tabela 2: Kazalnik dobičkonosnosti bank v evroobmočju

v %	MIN	POVP.	MAX
2004	4,30	15,30	33,20
2005	9,00	17,70	37,00
2006	7,24	18,00	37,60
2007	2,97	13,80	34,25

Vir: Financial Stability Review, str. S30.

Slika 7: Rast dobičkov družb v evroobmočju



Vir: Mesečni bilten junij 2008, ECB, str. 40.

4.2 Obrestne mere

Hipotekarna kriza je vplivala tudi na porast obrestnih mer za dolgoročna posojila tako v ZDA kot v evroobmočju. V sliki 8 so prikazani razponi obrestnih mer za dolgoročna in kratkoročna posojila v evroobmočju in ZDA. Razponi kratkoročnih obrestnih mer so izračunani s 3-mesečno obrestno mero euribor v evroobmočju in s 3-mesečno obrestno mero libor v ZDA. Razponi dolgoročnih obrestnih mer so izračunani z donosi 5-letnih državnih obveznic za evroobmočje in 3-letnih za ZDA.

Iz slike je razvidno, da so razponi obrestnih mer za dolgoročna posojila v začetku leta 2007 znašali skoraj 100 odstotnih točk v evroobmočju in približno 325 odstotnih točk v ZDA. V sredini leta 2007 pa so razponi obrestnih mer zaradi pojava hipotekarne krize zelo poskočili in sicer v evroobmočju na 150 odstotnih točk v letu 2008 in na 375 odstotnih točk v ZDA.

Slika 8: Razponi obrestnih mer za bančna posojila v evroobmočju in ZDA



Vir: Mesečni bilten, 2008, str. S44.

Porast obrestnih mer v evroobmočju je opazen tudi na sliki 9, kjer so prikazane 1-, 3- in 12-mesečne obrestne mere denarnega trga. Obrestne mere so se začele višati že v letu 2006, vendar so se v letu 2007 še intenzivneje povečale, in sicer na 5 odstotkov letno za 12-mesečno posojilo. To dokazuje, da so se posojila podražila, kar za ekonomske subjekte predstavlja višje stroške financiranja. Banke so začele omejevati posojilno dejavnost, povišale so stroške posojil ter obrestne mere na depozite in varčevanje, da bi na ta način prišle do dodatnega sredstev, ki bi jim izboljšala likvidnost.

Slika 9: Obrestne mere denarnega trga evroobmočja



Vir: Mesečni bilten, 2008, str. S44.

4.3 Posojilna dejavnost

Eden izmed odzivov finančnih institucij je omejevanje posojilne dejavnosti. Zaradi večjega tveganja neplačil posojil so finančne institucije sprejele strožje ukrepe za odobritev posojil. Iz slike 10 je razvidno, kako so se spreminjale stopnje rasti posojilne dejavnosti finančnih institucij. Prikazane so letne rasti odobrenih potrošniških kreditov, posojil za nakup stanovanj

in drugih posojil od leta 1999 do leta 2008. Osredotočil se bom samo na posojila za nakup stanovanj, se pa enake značilnosti pojavljajo tudi pri potrošniških kreditih in drugih posojilih.

Stopnje rasti odobrenih posojil za nakup stanovanj so se povečevale vse do leta 2006, ko so dosegle maksimum pri 12 odstotkih v povprečju, nato pa so se leta 2007 začele zniževati in v letu 2008 upadle za polovico na 6 odstotkov. Podatki jasno kažejo, da so finančne institucije ob pojavu krize uvedle strožje pogoje za pridobitev posojil in na ta način zmanjšale stopnjo rasti odobrenih kreditov. Ta sprememba je najočitnejša pri posojilih za nakup stanovanj, vendar se tudi pri potrošniških kreditih in drugih posojilih opazi upad stopenj rasti. Pričakujem, da bodo stopnje rasti upadale še nekaj časa, vendar ne s takšno intenzivnostjo kot so dosedaj. Menim, da bo prišlo do povečanja posojilne dejavnosti takrat, ko se bodo razmere na finančnih trgih umirile in ko bodo finančne institucije ocenile, da je tveganje ponovno na podobni ravni kot je bilo pred pojavom krize.

Slika 10: Letne stopnje rasti posojil gospodinjstvom v evroobmočju



Vir: Mesečni bilten, 2008, str. S14.

5 Delovanje hipotekarnih trgov v prihodnosti

V tem delu diplomske naloge bom izpostavil potrebne spremembe v delovanju hipotekarnih trgov v prihodnosti, da ne bi prihajalo do podobnih kriz. Osredotočil se bom na bonitetne agencije in regulacijo finančnega sektorja, pri tem pa izpostavil probleme v sedanjem delovanju in potrebne spremembe v prihodnosti. Na koncu bom skušal opredeliti predloge in ukrepe za preprečevanje morebitnih kriz v prihodnosti.

5.1 Bonitetne agencije

To poglavje temelji na ugotovitvah poročila Global Financial Stability Report, ki ga izdaja mednarodni denarni sklad, in na predlogih profesorja ekonomije Richarda Portesa.

Namen bonitetnih agencij je preprečevati *principal-agent* problemov ter asimetrične informacije. Investitorji so podvrženi tveganju, da jih podjetja ter vlade, ki izdajajo vrednostne papirje, zavedejo z netočnimi podatki o njihovi boniteti. Z zahtevo po minimalni boniteti se take vrste tveganja zmanjšajo. Bonitetne agencije pomagajo investitorjem, saj jim zagotovijo točnejše informacije o kreditni sposobnosti izdajateljev, s katerimi si lahko investitorji ustvarijo sliko o tem, ali bodo njihove terjatve izplačane. Za uspešno delovanje finančnih trgov so bonitetne agencije nepogrešljive (Global Financial Stability Report, april 2008, str. 37).

Kljub temu se poraja veliko problemov v povezavi z bonitetnimi agencijami. Pojavljajo se konflikti interesov, ki so najbolj opazni pri strukturiranih finančnih instrumentih. V nekaterih primerih bonitetne agencije svetujejo podjetjem, kako bi izdaja določenega vrednostnega papirja vplivala na njihovo boniteto, po izdaji pa še oblikujejo oceno, ki dejansko potrjuje njihov nasvet. V obeh primerih agencije zaračunajo svoje storitve, prvič za svetovanje, drugič za oceno. Naslednji problem se pojavlja v načinu delovanja bonitetnih agencij. Sporno je dejstvo, da izdajatelj plača bonitetni agenciji za bonitetno oceno, poleg tega pa lahko izmed vseh agencij izbere tisto, ki je najugodnejša. Ker je izdajatelju v interesu imeti čim boljše boniteto, bonitetni agenciji pa stalne in zadovoljne stranke, lahko agencija izdajatelju nekoliko izboljša boniteto, tudi če si je ta ne zasluži.

Problematično je tudi delovanje bonitetnih agencij, saj so osredotočene *ex-post*, torej popravijo bonitete, ko se neka stvar že zgodi, namesto da bi delovale vnaprej in tako predvidele možne težave. Morebiten razlog za nepravilno oziroma neučinkovito delovanje bonitetnih agencij je tudi ta, da za svoje ocene ne odgovarjajo, saj se predstavljajo kot podjetja, ki zgolj podajajo svoja mnenja o likvidnosti subjektov, ki jih ocenjujejo (Portes, 2008).

Pojavljajo se nekatera mnenja o možnih rešitvah, ki bi izboljšale delovanje bonitetnih agencij in tako odpravile nekatere probleme:

Nekateri zagovarjajo dejstvo, da bi morale biti bonitetne agencije subvencionirane s strani države, saj je njihovo delovanje potrebno za širšo javnost. Drugi menijo, da bi se morala s prihodom novih agencij na trg povečati konkurenčnost med njimi, kar pa ni nujno najboljša rešitev, saj bi na ta način lahko prišlo do stanja, ko bi podjetja intenzivno iskala agencijo, ki bi jih najboljše ocenila (Portes, 2008).

Po mojem mnenju so nekateri predlagani ukrepi potrebni za boljše delovanje agencij v prihodnosti. Takšen je na primer ukrep, da bi regulatorji od agencij lahko zahtevali objavo dodatnih informacij o izdajatelju in ne zgolj bonitetne ocene. Zahtevali bi lahko tudi podatke o likvidnosti, možni volatilnosti o tržni vrednosti, itd. Treba bi bilo ločiti funkciji svetovanja in ocenjevanja v bonitetnih agencijah, kar pa se zna izkazati kot trd oreh, saj svetovanje agencijam prinaša velike zasluge.

Izkazalo se je, da del krivde za nastanek hipotekarne krize nosijo tudi bonitetne agencije, ki sicer niso delovale protizakonito. Težava je v tem, da njihovo delovanje ni učinkovito regulirano, kar pa se mora v prihodnosti spremeniti. Informacije in ocene, ki jih bonitetne agencije podajajo, so potrebne za korektno delovanje finančnih trgov, hkrati pa so koristne za širšo javnost. Zato je nujno potrebno, da regulatorji na tem področju sprejmejo ukrepe, ki bi izboljšali delovanje bonitetnih agencij ter preprečevali podobne težave v prihodnosti.

5.2 Problemi finančne regulacije

Eden izmed glavnih vzrokov za nastanek sedanje posojilne krize je neprimerna regulacija finančnega sektorja. Pri opisovanju te problematike se opiram predvsem na članek ekonomista Avinasha Persauda in na poročilo mednarodnega denarnega sklada Global Financial Stability Report. Problemi se pojavljajo predvsem pri regulaciji bančnega sektorja, katerega stabilnost je bistvenega pomena za delovanje celotnega gospodarstva. Avinash Persaud v svojem članku o napačni regulaciji navaja nekaj problemov delovanja bančnega sektorja. Po njegovem mnenju je problematično, da finančna regulativa določa oziroma sloni na vrednotenju obveznosti in sredstev po tržni vrednosti.

Naslednji problem, ki se pri regulativi pojavlja, je ta, da odvrča banke od sistema »dobrega bančništva«. V sistemu dobrega bančništva se banka odloča o svoji posojilni dejavnosti glede na podatke o posojilojemalcu, ki jih ima na voljo. Banka, ki bolje pozna plačilno sposobnost posojilojemalca od drugih bank, se bolje odloča kakor druge banke. Zato je bankam v interesu ustvariti dolgoročen in zaupljiv odnos s svojimi komitenti. Vendar pa so se regulatorji odločili za drugačen pristop. S trenutno regulativo so spodbudili banke, da te odnose opustijo in svoje delovanje iz bančnih financ usmerijo v tržne finance, kjer prevladuje listinjenje posojil in kjer so ta na podlagi bonitetnih ocen prodana velikemu številu investitorjev, med katerimi so tudi druge banke. V trenutnem sistemu banke posojajo tistim posojilojemalcem, ki jim posojajo tudi vsi ostali. Ta preskok na tržne finance je prinesel tudi nekaj prednosti. Kreditno tveganje, ki je bilo prej združeno s tržnim in likvidnostnim tveganjem, se sedaj obravnava ločeno, kar je prispevalo k izboljšanju transparentnosti. Vendar pa se pojavljajo težave zaradi poslabšanja sistemske likvidnosti na trgu v času recesije in finančnih kriz (Persaud, 2008).

Trenutni model torej temelji na tržnem pristopu in nekoliko izboljšani likvidnosti v času, ko so razmere na trgu ustaljene, ter na takojšnji intervenciji države preko centralnih bank. Vendar pa ta model ne predstavlja optimalne rešitve, saj nalaga veliko breme davkoplačevalcem, ki posredno plačujejo za morebitne napake v sistemu. Tako stanje lahko privede do napačnega delovanja bank, saj je veliko priložnosti za moralni hazard s strani bank, ki vedo, da bodo njihove morebitne izgube pokrite z intervencijo centralnih bank (Global Financial Stability Report, april 2008, str. 107).

Zaradi neprimernosti regulacije na finančnih trgih nekateri avtorji predlagajo izboljšave. Tako na primer Avinash Persaud predlaga izboljšavo, ki bi temeljila na treh stebrih.

Prvi steber bi usmeril pozornost regulatorjev na ekonomske cikle. Glavni dejavniki sistemskih in tržnih zlomov so prav ekonomski cikli, zato bi morali regulatorji prilagajati regulativo posameznem ciklu.

Drugi steber opozarja na razlikovanje finančnih institucij na podlagi usklajevanja dospelosti sredstev in obveznosti (angl. *maturity mismatch*) ter finančnega vzvoda (angl. *leverage*), za razliko od sedanjega sistema, ki loči med bančnim in nebančnim sektorjem. Ta steber predlaga, da bi bile institucije, ki nimajo finančnega vzvoda in neuskrajene dospelosti, manj regulirane, hkrati pa jim ne bi bilo treba izpolnjevati standardov, ki veljajo na kratek rok, kot na primer vrednotenje na podlagi trenutnih tržnih vrednosti. To bi bilo tudi po mojem mnenju smiselno, saj je vpliv kratkoročnih sprememb na trgu na take institucije manjši, hkrati pa lahko na dolgi rok vseeno zagotavljajo likvidnost in solventnost.

Tretji steber pa zahteva od bank, da plačujejo davkoplačevalcem nekakšno premijo za tveganje v primeru, da bi jih morali davkoplačevalci preko centralne banke reševati s finančnimi injekcijami. Ta ukrep bi nekoliko razbremenil davkoplačevalce in zmanjšal moralni hazard, saj bi morale banke v primeru, da bi do intervencije prišlo, v prihodnosti plačevati večje premije (Persaud, 2008).

Takšen sistem regulacije bi po mojem mnenju izboljšal stanje na finančnih trgih, hkrati pa bi preprečeval finančne krize v prihodnosti. Danes banke delujejo zelo sistemsko in niso usmerjene na posameznega komitent, saj vedo, da jim bo v primeru nelikvidnosti, centralna banka pomagala z dodatnim kapitalom. To bi bilo treba spremeniti in ukrep v zgoraj opisanem tretjem stebru bi to spremenil. Dodal bi še lastno mnenje, da bi bilo treba izboljšati regulacijo na trgu listinjenja in izvedenih finančnih instrumentov. Ne toliko v omejevanje oziroma preprečevanje naložb finančnih institucij v takšne instrumente, temveč v oblikovanje dodatnih rezerv v primeru takšnih naložb. Te rezerve bi hkrati pomirile varčevalce, kar bi preprečilo navale na banke, hkrati pa odvrčalo banke od pretiranih naložb v te instrumente.

5.3 Preprečevanje prihodnjih kriz

V prejšnjih dveh podglavjih sem opisal, kako bi bilo treba preoblikovati in spremeniti regulativo ter delovanje bonitetnih agencij, da do podobnih kriz ne bi več prišlo. V tem podglavju bom predstavil še nekatere ukrepe za preprečevanje kriz.

Guillermo de la Dehesa v svojem članku navaja potrebne spremembe. Za preprečevanje prihodnjih kriz je nujno, da so vsi originatorji hipotekarnih posojil regulirani. Problem pri originatorjih se pojavlja pri agentih in posrednikih, ki predstavljajo polovico originatorjev, ti pa niso del bančnega sektorja, zato niso podvrženi bančni regulativi. Drugič, bančni nadzorniki bi morali od bank, ki izdajajo hipotekarna posojila, zahtevati, da oblikujejo dodatne rezerve za tveganje neplačil. Na ta način bi tudi banke absorbirale del tveganja, ko bi posojila prodale naprej investitorjem. Ta ukrep bi banke prisilil, da bi bile bolj previdne pri

spremljanju kreditnega tveganja posojilojemalcev in pri odločanju, katere hipoteke razvrstiti v določen paket za nadaljnjo prodajo.

Zaradi kompleksnosti finančnih instrumentov, zavarovanih s premoženjem (ABS, MBS, CDO, itd.), investitorji zelo težko določijo njihovo pravo vrednost, hkrati pa ne vedo natančno, kolikšnemu tveganju so izpostavljeni. Zato je potrebno zagotoviti veliko mero transparentnosti med bankami in finančnimi institucijami, ki oblikujejo in listinijo takšna posojila, predvsem z natančnim informiranjem o tem, katera sredstva, s kakšno vrednostjo in kakšno mero tveganja so vključena v določen finančni instrument. Povečati bi morali tudi standardizacijo teh finančnih instrumentov in jih tako narediti bolj primerne za trgovanje na organiziranih trgih, kar bi tudi izboljšalo njihovo likvidnost. Poleg finančnih institucij in bank bi si morale zaupanje in kredibilnost povrniti tudi bonitetne agencije, in sicer tako da bi dokazale, da delujejo neodvisno. Dokazati bi morale tudi, da so njihove ocene transparentne in zanesljive.

Bistvenega pomena za preprečevanje prihodnjih kreditnih kriz je usklajeno delovanje nadzornikov in regulatorjev finančnega sistema, še posebej v evroobmočju, ki deluje kot celota, sestavljena iz več nacionalnih sistemov. Nadzorniki v nekaterih državah, kot na primer v Španiji, bankam niso dovolili razcveta procesa listinjenja posojil in takšnega delovanja na hipotekarnih trgih, kot na primer v ZDA, medtem ko so nekatere države, med njimi Velika Britanija, Nemčija, Francija, ZDA, spodbujale takšne dejavnosti. Pokazalo se je, da so banke, ki so jim regulatorji omejevali takšne dejavnosti, utrpeli manjše izgube in odnesle »celo kožo«. Čas je pokazal, da deregulacija v nekaterih državah ni bila dobra rešitev in je takšno delovanje bank privedlo do kreditne krize oziroma kreditnega zloma, ki ga lahko prepreči zgolj intervencija ECB. Zato je v prihodnosti pomembna boljša koordinacija in usklajenost med regulatorji posameznih držav v evroobmočju (de la Dehesa, 2008).

SKLEP

Kriza na trgu hipotekarnih kreditov, ki se je prvotno začela v ZDA, je hitro prešla v globalno finančno krizo, katere vpliv čutijo vse finančne institucije po svetu. Povod za nastanek krize je bil padec vrednosti nepremičnin, katerih vrednosti so zadnjih petdeset let strmo naraščale. Glavni vzroki za težave so se pojavili v segmentu drugorazrednih hipotekarnih posojil (t. i. *subprime* posojila), kjer prevladujejo posojilojemalci s slabšo kreditno sposobnostjo, ki so zaradi nižjih vrednosti svojih nepremičnin prenehali z odplačevanjem hipotekarnih posojil.

Če bi se dogajanje ustavilo zgolj pri drugorazrednih hipotekarnih posojilih, morda danes ne bi govorili o globalni finančni krizi. Vendar obstaja še drugi vzrok, zaradi katerega je kriza nastala. Banke so izdana hipotekarna posojila skozi proces listinjenja (sekuritizacije) preoblikovale v strukturirane finančne instrumente in jih prodale investitorjem oziroma jih prenesle na svoje sklade (*structured investment vehicle*) ter se na ta način znebile kreditnega tveganja.

Zaradi vse večjega števila posojilojemalcev, ki so prenehali odplačevati obveznosti, so se vrednosti določenih strukturiranih finančnih instrumentov močno znižale. Zaradi ogromne količine denarja, ki je bil naložen v te instrumente, in zaradi globalne razpršenosti investitorjev, je kriza dobila globalne razsežnosti.

Kmalu po zlomu kreditnega trga v ZDA so vpliv krize čutile tudi finančne institucije evroobmočja. V tem trenutku je težko določiti, kakšne so izpostavljenosti finančnih institucij na ameriškem trgu hipotekarnih kreditov, saj banke teh podatkov niso razkrile, vendar je iz finančnih rezultatov za leto 2007 razvidno, da je veliko bank utrpelo izgube zaradi odpisov naložb v strukturirane finančne instrumente. Bolj konkretne podatke izpostavljenosti so objavile finančne institucije nebančnega sektorja, predvsem zavarovalnice. Izkazalo se je, da so izpostavljenosti teh v drugorazrednih kreditih relativno manjše, kot se je pričakovalo.

Dva glavna problema, ki se pojavljata v celotnem procesu krize in sta predmet kritik, sta delovanje bonitetnih agencij, ki so objavljale napačne podatke o bonitetah, ter pomanjkljiva finančna regulacija na področju finančnih trgov. V prihodnosti bo treba preoblikovati bonitetne agencije v takšne subjekte, ki bodo zagotavljali bolj točne ocene, zanje pa bodo tudi odgovarjali. Hkrati bo treba oblikovati regulacijo finančnih trgov, da se takšne krize v prihodnosti ne bodo pojavljale.

Menim, da bo treba počakati še nekaj časa, da se bodo pokazali konkretnejši vplivi finančne krize na gospodarstvo in finančne institucije. Prikaz vpliva in izpostavljenosti finančnih institucij v tej nalogi je omejen zaradi dejstva, da finančne institucije teh podatkov še niso objavile. V prihodnosti, ko bodo podatki to omogočali, bi bilo treba narediti bolj poglobljeno analizo hipotekarne krize, ki bi jasneje osvetlila njene glavne vzroke in posledice.

LITERATURA IN VIRI

1. Avinash, P. (2008, 1. maj). The inappropriateness of financial regulation. *Vox*. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1102>.
2. Bančno finančna kriza (2008). Poteza d. d., diapozitivi 8–11. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/link.cp2?t=Cp2Binary&i=BEFB5503-EC1E-4B88-E56D-240498707B0B>.
3. Christie, L. (2008, 7. februar). Homeowners: Can't pay, Just walk Away. *CNNMoney*. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2008/02/06/real_estate/walking_away/.
4. de la Dehesa, G. (2007, 19. oktober). How to avoid further credit and liquidity confidence crises. *Vox*. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/657>.
5. *Financial Stability Review* (december 2007). (str. 93, 104–106, 121–122.) European Central Bank. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200712en.pdf>.
6. *Financial Stability Review* (junij 2008). European Central Bank. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200806en.pdf>.
7. Fin-Focus: Bilten o finančnih storitvah, (december 2007), (str. 5). Generalni direktorat za notranji trg in storitve. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus4/finfocus4_sl.pdf.
8. Fixed income primer: Asset-backed securities. (2005). Dwight asset management company (2005). Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu www.dwight.com/pubs/dwightABS2005.pdf.
9. *Global Financial Stability Report*, (april 2008). (str. 33, 36, 37, 107). International Monetary Fund. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/index.html>.
10. Kiff, J., Mills, P. (2007). *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Market*. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07188.pdf>.
11. Klemen, N. (2007). Pasti ameriškega "subprime" trga. *Bančni vestnik*, 56 (10), 21–22.
12. Liebowitz, S. (2008, 5. februar). The real mess: How Feds Invited the Mortgage Mess. *The independent institute*. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.independent.org/newsroom/article.asp?id=2114>.
13. Mejač Krassing, A. (1996). Listinjenje hipotekarnih posojil in premoženja. [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Mohorič, S. (2000). Listinjenje premoženja (1). *Bančni vestnik*, Ljubljana, 49, (6), 5–7.
15. Mortgage backed securities (2007, 25. junij). U.S. Securities and Exchange Commission. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm>.

16. Mortgage refinancing. (junij 2008) Federal Reserve. Najdeno 20. julija na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/pubs/refinancings/refinancing.pdf>.
17. Portes, R. (2008, 22. februar). Rating agency reform. *Vox*. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>.
18. Rant, V. (2008) Ameriška finančna kriza 2007–08 [powerpoint predstavitev], 3–10. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/190063/AmeriskafinancnakrizaMFO.ppt.
19. Securitisation in Euro area. (2008, februar). *Monthly Bulletin*. (str. 84–86). Frankfurt: ECB.
20. Snoj, A. in Žnidar, M. (2007). Kriza na trgu posojil in kreditnih instrumentov. *Bančni vestnik*. Ljubljana, 56, (11), 8–11.
21. What has been happening (2008). *BIS 78th Annual Report*, (str. 4–6). Basel: Bank for International Settlements.
22. What went wrong. (2008, 22. marec). *The Economist*, str. 73–74.