

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VLOGA BONITETNIH AGENCIJ PRI KRIZI OLISTINJENIH
DRUGORAZREDNIH POSOJIL**

Ljubljana, september 2008

TEJA PINTARIČ

IZJAVA

Študentka Teja Pintarič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Sergeje Slapničar, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 NEPREMIČNINSKI TRG	2
2 HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO.....	3
2.1 Tradicionalni model in model listinjenja	5
2.2 Udeleženci listinjenja	6
2.3 Hipotekarne obveznice	8
2.4 Proces listinjenja	10
2.5 Težave v povezavi z listinjenjem	11
4 UKREPI	13
5 ISKANJE KRIVCA	14
5.1 Bonitetne agencije	14
5.2 Vpliv na finančne trge	16
5.3 Nepravilnost delovanja bonitetnih agencij.....	17
6 POSLEDICE.....	20
6.1 Slab nepremičninski trg	20
6.2 Nezaupanje tudi na drugih trgih	20
6.3 Nestabilnost gospodarstva.....	22
7 VPLIV NA EVROPO.....	23
SKLEP.....	24
LITERATURA IN VIRI.....	26

UVOD

Namen diplomske naloge je preučiti vlogo bonitetnih agencij v ameriški finančni krizi, ki je izbruhnila avgusta leta 2007 na trgu drugorazrednih posojil v Združenih državah Amerike.

Zaradi obrestnih mer, ki jih je Ameriška centralna banka od leta 2000 nižala, da bi podprla borzne trge, je vedno več ljudi začelo najemati posojila. V zameno za dobljene kredite so zastavljali tako svoje nepremičnine kot lastnino podjetij, kajti tako posojilodajalci kot posojilojemalci so verjeli rasti vrednosti nepremičnin, kar v tistem trenutku niti ni bilo tako narobe.

S procesom listinjenja so krediti postali še dostopnejši in cenejši. Tradicionalno tveganje, da nekdo ne bo plačal stanovanjskega posojila (tj. kreditno tveganje), je nosilo podjetje, ki je posojilo odobrilo. V večini primerov je bila to banka. Zaradi procesa sekuritizacije (listinjenja), ki se je v ZDA pojavil v 70. letih prejšnjega stoletja, pa so se kreditna tveganja prenesla na širše finančne trge. Posojilodajalci so se zavedali dejstva, da ne bodo mogli izterjati vseh posojil. Da bi se zavarovali, so delež posojil spremenili v vrednostne papirje. Dane kredite so pretvorili v obveznice in jih prodajali prek finančnih ustanov z visoko bonitetno oceno. Tako so pridobivali sredstva za še več odobrenih kreditov, hkrati pa relativno ohranjali likvidnost.

Bonitetne agencije so imele pri razširitvi listinjenja veliko vlogo. Trg rizičnih hipotekarnih posojil v ZDA se brez ugodnih bonitetnih ocen nekaterih agencij ne bi mogel razrasti, kakor se je. Namreč, veliko finančnih institucij je imelo omejitve, kako kakovostne vrednostne papirje lahko kupujejo na trgu, vendar so zaradi visokih honorarjev, ki so jih dobile od bank, ter zastarele metodologije ocenjevanja razvitih izvedenih finančnih instrumentov bonitetne agencije brez težav dodeljevale »previsoke« ocene.

Tudi banke in druge finančne institucije so postajale vedno manj stroge pri izdajanju kreditov. Posojila so prejeli posojilojemalci s slabšo kreditno sposobnostjo, ki navadno ne bi bili upravičeni do standardne hipoteke, prav tako pa tudi tista podjetja in fizične osebe, ki realno sploh niso bili sposobni za odplačevanje kreditov.

Začetek krize pripisujejo že letu 2006, ko je Ameriška centralna banka (FED) znižala obrestno mero. Nižje obrestne mere so poleg večjega zadolževanja prebivalstva in povpraševanja povzročile tudi inflacijo. Da bi zajezila inflacijo, je FED posredovala z zvišanjem obrestne mere, ta pa je vplivala na višje stroške zadolževanja. Vse več kreditojemalcev ni bilo več sposobnih rednega odplačevanja kredita, mesečni obroki pa so zaradi povečanja obrestne mere vztrajno rasli. Plačilno nesposobni so začeli prodajati nepremičnine, to je povzročilo padanje cen nepremičnin. Ponudba nepremičnin je presegla povpraševanje, njihove cene pa so začele strmo padati.

Ko je prišlo do sodnih razglasitev zapadlosti hipotek na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA, ni bilo več hipotekarnih odplačil za pokritje posojil, zaradi česar se je znižala vrednost z drugorazrednimi hipotekami zavarovanih vrednostnih papirjev. Nadaljnja težava je

bila, da dejansko nihče ni vedel, kje na trgu so bili s premoženjem zavarovani vrednostni papirji; vedelo se je le, da so vlagatelji razpršeni po vsem svetu, med drugim tudi v Evropi.

Zaradi negotovosti, kje se nahajajo drugorazredne hipotekarne obveznice, ki so »okužene« s posojilojemalci, ki ne bodo mogli odplačati teh posojil, so postali svetovni finančni trgi zelo volatilni. Posledično je bilo tudi težje dobiti posojilo in stroški posojil so bili višji. Kriza, ki je bila specifična za ameriški trg drugorazrednih hipotek, je postala svetovna finančna kriza.

Diplomsko delo je razdeljeno na 7 poglavij. V teh poglavjih sem povzela in analizirala dejavnike, ki so povzročili ameriško finančno krizo. Ozadje krize, ki jo sestavljata nepremičninski trg in razvitost hipotekarnega bančništva, je predstavljeno v prvem in drugem poglavju. Velik poudarek je predvsem na listinjenju. V tretjem in četrtem poglavju se diplomska naloga nadaljuje z izbruhom krize in ukrepi, s katerimi so hotele centralne finančne institucije rešiti nastalo situacijo.

Peto poglavje, ki je tudi najbolj obsežno, podaja opis bonitetnih agencij. Opisuje, kakšno vlogo imajo bonitetne agencije na trgih ter katere nepravilnosti pri njihovem delovanju so pripomogle k izbruhu finančne krize v ZDA.

V šestem poglavju sem predstavila glavne posledice na ameriškem nepremičninskem in finančnem trgu ter kakšne so bile celotne posledice za gospodarstvo. Diplomsko nalogo sem zaključila z vplivom krize na Evropo.

1 NEPREMIČNINSKI TRG

Za nepremičninski trg je dolgo veljalo, da cene lahko samo rastejo. Vendar ni tako. Na nepremičnine tako kot na vsako drugo tržno kategorijo vplivajo ekonomski in psihološki dejavniki, pri čemer imajo zelo pomembno vlogo obrestne mere – cena denarja. Značilno je namreč, da se veliko kupcev za nakup zadolži, hkrati pa je to za mnoge največja naložba v življenju (Jakhel, 2007).

Zametke današnje krize lahko najdemo že od leta 2000 dalje, ko so glavne centralne banke nekaj let zapored nižale obrestne mere, da bi s tem (z večjo dostopnostjo ter nižjo ceno denarja in manjšim donosom netveganih naložb) podprle borzne trge.

Ljudje so se vrnitve na glavne borzne trge lotevali zelo obotavljivo. Namesto tega je val poceni denarja udaril na področje nepremičnin in s tem zajel veliko širšo populacijo, kajti ne vlaga vsak na borzi, skoraj vsakdo pa si želi svoj dom.

Takraten lahko dostopen in poceni vir denarja je povzročil visoko zadolženost predvsem gospodinjstev, kar je poganjalo cene nepremičnin navzgor. Mnoga gospodinjstva z nižjimi dohodki (t. i. drugorazredni sektor kreditorejmalcev), ki si ob višjih obrestnih merah ne bi mogla privoščiti nakupa nepremičnine, so se zadolžila čez glavo (Damijan, 2007).

Ameriški nepremičninski trg je po 1. juniju 2003 še zlasti močno zacvetel, saj so samo v zadnjih dveh letih ameriške banke dale za več kot 3.200 milijard dolarjev hipotekarnih

kreditov, od tega okrog 20 % drugorazrednemu sektorju gospodinjstev z nižjimi dohodki (Damijan, 2007).

Rastoče cene nepremičnin pa so (kot vsak drug razvijajoči in donosni trg) privabliale vedno več ljudi. Naglo se je povečal tudi delež tistih, ki so nepremičnine kupovali iz špekulativnih razlogov. Finančne institucije, hipotekarne banke in posojilnice pri dodeljevanju posojil niso imele strogih kriterijev, cenene kredite so ponujale tudi slabim plačnikom. Da bi pridobile čim več posojilojemalcev, so šle nekatere tako daleč, da za pridobitev posojila niso zahtevale nikakršnega pologa, so pa zato zahtevale višja odplačila kot običajno, tako da so morali posojilojemalci za njihovo poravnavanje najemati dodatna posojila¹ (Evropski parlament, 2007).

Cene nepremičnin so se višale, vedno bolj ohlapne zahteve pri najemanju hipotekarnih posojil pa so omogočile, da so na koncu do hiš in stanovanj prišli tudi ljudje, za katere je bilo jasno, da si tega ne morejo privoščiti.

2 HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO

Hipotekarni kredit je dolgoročni kredit, namenjen za nakup, gradnjo, prenovno nepremičnine itd. Zavarovan je z zastavo realne vrednosti, kot so hiše, stanovanja, zemljišča ali poslovne nepremičnine, s katero kreditojemalec že razpolaga ali jo s sredstvi kredita kupuje (Frank, 2007a, str. 7). V primeru neplačila kreditojemalca ima upnik (posojilodajalec) pravico, da svojo zapadlo terjatev poplača s prodajo zastavljene nepremičnine.

Sklop hipotekarnega bančništva obsega primarni in sekundarni trg, prek katerih poteka celotno poslovanje bank, ki ponujajo hipotekarne kredite. Trg hipotekarnega kreditiranja predstavlja aktivno stran bilance stanja hipotekarne institucije oziroma njeno odobravanje hipotekarnih posojil (Frank, 2007b, str. 19).

Preglednica 1: Bilanca banke pred listinjenjem (na primarnem trgu)

AKTIVA	PASIVA
Dolgoročna hipotekarna posojila	Vloge Kapital

Na razvitem sekundarnem hipotekarnem trgu banke odobrene hipotekarne kredite najprej prodajo posebnim finančnim institucijam, ki zagotovijo vire sredstev z izdajo in prodajo hipotekarnih obveznic investitorjem. Hipotekarna banka izdane hipotekarne obveznice proda na kapitalskem trgu in na podlagi zbranih sredstev lahko odobri nova dolgoročna stanovanjska posojila (Frank, 2007b, str. 20). Ta način financiranja imenujemo izdaja hipotekarnih obveznic oziroma listinjenje hipotekarnih posojil. Ločiti pa je treba med

¹ S perspektive evropskega bančništva si ni mogoče predstavljati, da so obstajali celo tako imenovani krediti **ninja** (**n**o income, **n**o job, **n**o asset) (Doles, Jelovčan, Kastelic, 2008, str. 59).

klasičnim modelom izdaje hipotekarnih obveznic in listinjenjem. Osnovna razlika je v tem, da pri listinjenju institucije, ki dajejo hipotekarna posojila, ne izdajo hipotekarnih obveznic z namenom pridobivanja finančnih virov, temveč hipotekarna posojila preprosto odprodajo posebnim finančnim institucijam, pri čemer kupec, ki je hkrati tudi izdajatelj oziroma investitor v MBS (*Mortgage-Backed Securities* – s hipotekami pokritih obveznic), postane tudi lastnik hipotekarnih kreditov in s tem upnik kreditojemalcev. V modelu hipotekarne obveznice je imetnik hipotekarne obveznice upnik izdajatelja oziroma kreditodajalca (to je banke), ta pa obdrži v svojem portfelju hipotekarne kredite, ki jih upravlja, servisira ipd. (More, 2001, str. 6).

Hipotekarne ustanove s prodajo svojih hipotekarnih posojil dobijo gotovino in lahko odobravajo več hipotekarnih kreditov, njihova ročnost je lahko precej daljša, stroški tovrstnih kreditov pa so navadno sorazmerno nizki, saj v pravno in regulatorno razvitih sistemih krediti, zavarovani s hipoteko, praviloma veljajo za kredite z nizkim kreditnim tveganjem oziroma z visoko stopnjo varnosti (More, 2001, str. 3).

Finančne institucije, ki se v ZDA ukvarjajo s hipotekarnim kreditiranjem, so predvsem hipotekarne banke, hranilnice in zavarovalnice, ki z zavarovanjem odobrenih posojil prispevajo k zmanjšanju tveganja posojilodajalcev.

Razvit primarni trg, na katerem velja hipoteka za varno in privlačno premoženje, je pogoj za razvoj sekundarnega trga. Sekundarni hipotekarni trg obsega pasivno stran bilance oziroma zagotavlja likvidnost bank in pretok sredstev (Frank, 2007b, str. 19).

Slika 2: Bilanca banke in izdajatelja vrednostnih papirjev po listinjenju (na sekundarnem trgu)

BANKA:

AKTIVA	PASIVA
Gotovina	Vloge
Dolgoročna hipotekarna posojila	Kapital

IZDAJATELJ VREDNOSTNIH PAPIRJEV:

↑

Gotovina

↓

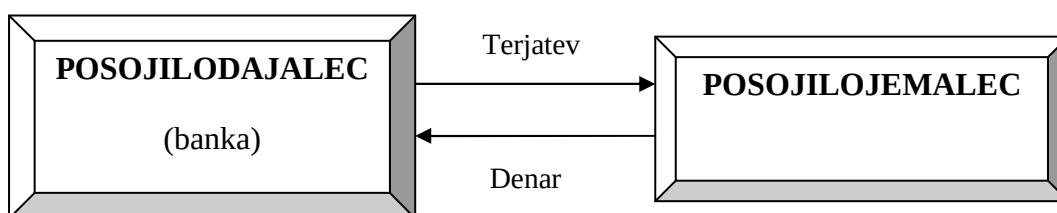
Dolgoročna
hipotekarna posojila

AKTIVA	PASIVA
Dolgoročna hipotekarna posojila	Vloge
Gotovina	Kapital
	Vrednostni papirji

2.1 Tradicionalni model in model listinjenja

V tradicionalnem modelu izdajanja hipotekarnih posojil banke obdržijo kreditno tveganje v svojih bilancah. Značilnost tega modela je slabo razvit sekundarni hipotekarni trg, kjer se finančni viri za odobravanje posojil zagotavljajo z depoziti fizičnih in pravnih oseb pri poslovnih bankah, ki opravljajo vse funkcije hipotekarnega bančništva. Prednost tradicionalnega modela je institucionalna preprostost, kjer ena institucija opravlja vse bistvene funkcije hipotekarnega bančništva. Slaba stran depozitnega načina zagotavljanja virov pa so izpostavljenost likvidnostnim in obrestnim tveganjem ter višji stroški tovrstnih institucij v primerjavi s tistimi, ki se refinancirajo na kapitalskem trgu (Frank, 2007b, str. 20).

Slika 3: Tradicionalni model



(Vir: Bank for international settlements, 2001)

Listinjenje se je kot finančna inovacija pojavilo v ZDA na področju hipotekarnega stanovanjskega financiranja v poznih 70. letih. Bistvo listinjenja je z vidika finančne institucije, ki odobrava posojila, prodaja finančnega premoženja z izdajo vrednostnih papirjev, kjer banka preoblikuje denarni tok iz manj likvidnih naložb v bolj likvidne vrednostne papirje (Frank, 2007b, str. 21).

Razlikujemo predvsem tri pomena pojma listinjenje (Ribnikar, 1996, str. 51):

1. V najširšem smislu gre za zadolževanje v obliki izdajanja vrednostnih papirjev (kot alternativa najemanju bančnih posojil), pri čemer se večja pomen finančnih trgov in manjša pomen finančnega posredništva, zato ga lahko pojmujeemo tudi kot nadomeščanje zadolževanja pri bankah.
2. Izdajanje vrednostnih papirjev na podlagi posojil ali terjatev, ki se odstranijo iz bilance prvotnega upnika. Značilnost tega pomena je izdaja vrednostnih papirjev na podlagi paketa še neodplačanih posojil, pri čemer nominalna vrednost izdaje in kuponska obrestna mera odsevata značilnost prvotnih posojil; glede na način razporejanja denarja od bančnih dolžnikov med imetnike obveznic pa ločimo pretočne obveznice (*pass-through*) in nepretočne (*pay-through*).
3. Tretji pomen je podoben pravkar opisanemu, pomembna razlika pa je v namenu. Če se namreč banka v 2. opisanem primeru želi znebiti dolgoročnih nelikvidnih posojil ali drugega premoženja in s tem zmanjšati svojo izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere, je njen motiv v tretjem pomenu listinjenja izdati vrednostne papirje, ki bodo zaradi dejstva, da so zavarovani s prvovrstnim premoženjem (in tako v očeh

investitorjev manj tvegani od same banke), lahko imeli nižji donos do dospelosti. Banka si tako z izdajo tako imenovanih s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev (*asset-backed securities*, ABS) zagotovi cenejše financiranje.

Z računovodskega vidika je listinjenje sredstvo prenosa tveganj in donosov. Listinjenje, pri katerem se posojila pretvarjajo v vrednostne papirje in se sredstva iz tega naslova ponovno vlagajo v različne naložbe, pospešujejo razvoj in donosnost banke ter tudi gospodarstva. Nove naložbe prinašajo nove obresti in marže (Potisk Špendl, 2000, str. 44).

Listinjenje ima dvojni vpliv na kreditni portfelj banke. Z njim se iz portfelja izločijo določena sredstva – terjatve podjetja, kar zniža bilančno vsoto banke za znesek izločene oziroma prodane terjatve v zameno za pridobljeno gotovino. S plasiranjem likvidnih sredstev se ponovno poveča kreditni portfelj in s tem tudi bilančna vsota (Potisk Špendl, 2000, str. 44).

Listinjenje je za prodajalca smiselno, če mu sredstva, pridobljena v procesu listinjenja, prinašajo večjo donosnost v primerjavi z donosnostjo prodanih terjatev.

2.2 Udeleženci listinjenja

Banka (*originator*) ima glavno vlogo v smislu, da v svoji kreditni dejavnosti odobri posojila, ki so podlaga za proces listinjenja.

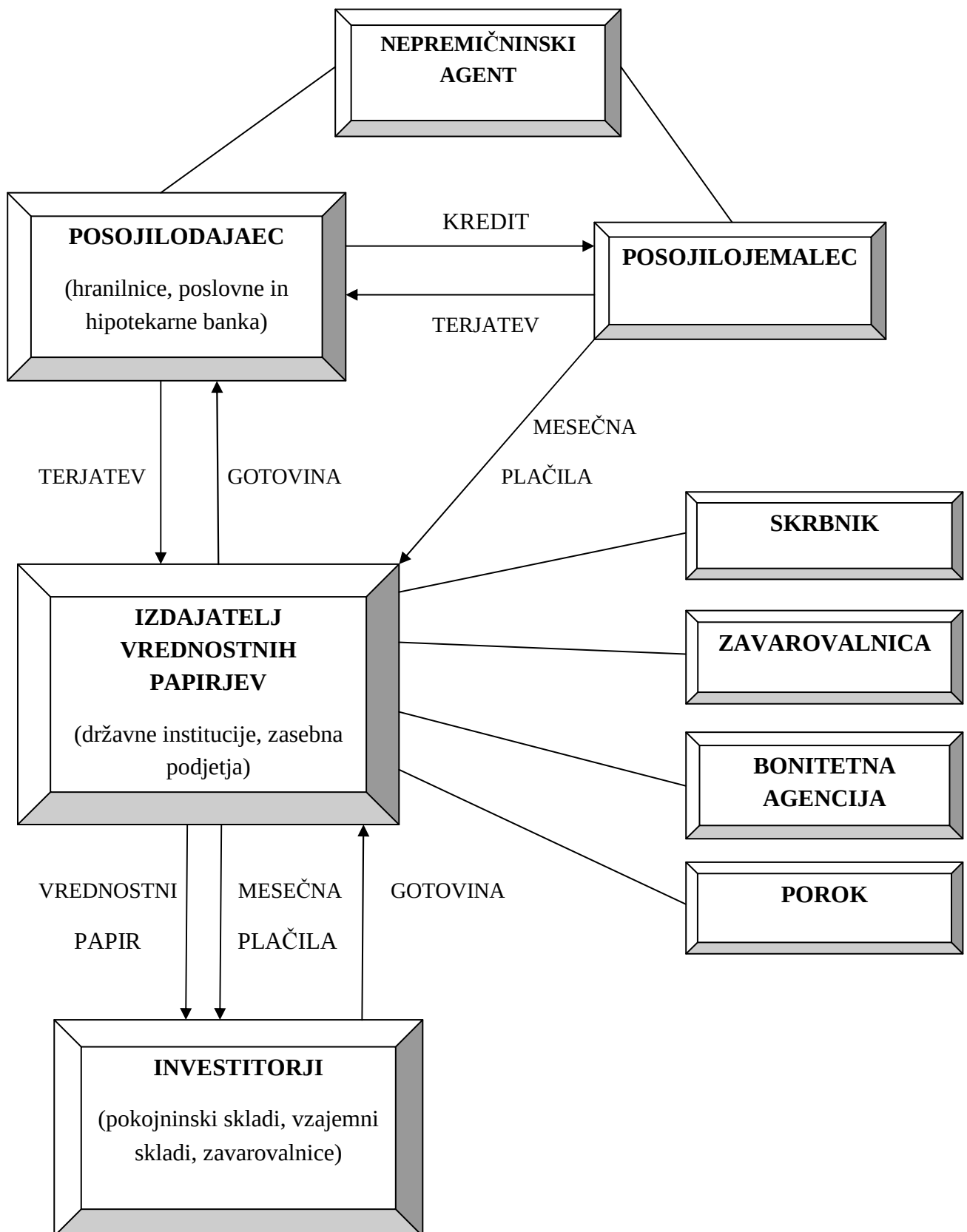
Izdajatelj vrednostnih papirjev (*issuer*) je kupec teh terjatev, svojo obveznost do banke (kupnino) pa poravnava s sredstvi, ki jih zbere ob izdaji vrednostnih papirjev. V vlogi izdajatelja nastopajo ali državne ali zasebne institucije, ki so specializirane za take posle (*special purpose vehicle*, SPV). Do izdaje lahko pride kar znotraj banke, ki je odobrila prvotno posojilo.

V vlogi **investitorjev** nastopajo predvsem institucionalni investitorji (pokojninski skladi, vzajemni skladi, zavarovalnice), poleg njih pa tudi poslovne in centralne banke ter v manjšem obsegu posamezniki. Slednji sodelujejo na tem trgu večinoma prek vzajemnih skladov.

Pomen **poroka** je, da nase prevzame tveganje potencialnih zamujenih plačil ali neizplačil s strani posojilojemalcev ter tako dvigne boniteto (*credit enhancement*) in privlačnost za investitorje. Take storitve opravljajo zavarovalnice, poslovne banke ali posebne državne institucije.

Kupec terjatev oziroma izdajatelj lahko najame tudi »**serviserja**«, ki skrbi za zbiranje denarnih tokov od dolžnikov (posojilojemalcev) in druge obveznosti v zvezi z njimi (vodi stanje preostalih dolgov, pošilja račune, spremlja predčasna in zamujena odplačila) ter jih razporeja med imetnike vrednostnih papirjev. Navadno to vlogo (proti plačilu določene provizije) opravlja kar banka, ki je odobrila prvotna posojila.

Slika 4: Model listinjenja



(Vir: Bank for international settlements, 2001)

Za konkretno izvedbo izdaje vrednostnih papirjev na podlagi premoženja izdajatelj najame **investicijsko banko**, ki zaradi svojega poznavanja tržnih razmer predlaga strukturo izdaje, primerno višino kupona, čas izdaje, ceno, poleg tega pa poskrbi še za »plasiranje« novo izdanih vrednostnih papirjev med končne investitorje. Opravlja lahko tudi vlogo ohranjevalca likvidnosti trga (market maker) za isto izdajo, kar pomeni, da je v vsakem trenutku pripravljena od ponudnikov kupiti ali povpraševalcem prodati določeno količino vrednostnih papirjev po tržni ceni.

Bonitetne agencije ocenijo posamezno izdajo na podlagi premoženja, ki služi kot zavarovanje. Ta ocena nepristranske strokovne institucije je ključnega pomena predvsem za male investitorje, saj ti sami niso sposobni vrednotiti tveganj, ki izhajajo iz posameznih vrednostnih papirjev. Motiv izdajateljev, da najamejo in plačajo bonitetne agencije, so po eni strani prav ti »neinformirani nesofticirani mali investitorji«, pomembnejši dejavnik pa so institucionalni investitorji in upravljavci premoženja (*portfolio managers*), ki morajo pri svojih investicijskih odločitvah upoštevati določena merila. Večinoma imajo tako določeno najnižjo oceno kreditnega tveganja (izdajatelja ali posamezne izdaje), ki se ji še lahko izpostavijo.

Ker se hipotekarna posojila navadno odplačujejo v mesečnih obrokih, obveznice pa izplačujejo obresti dvakrat ali samo enkrat na leto, je v procesu listinjenja »prostor« še za enega udeleženca, namreč za **institucijo, kjer se zbirajo denarni tokovi primarnih dolžnikov, tj. za skrbnika**, dokler ne napoči rok za izplačilo kuponskih obresti.

Zaradi vpletenosti številnih udeležencev v postopek listinjenja je natančno poznavanje pravic in obveznosti posameznih strank ključnega pomena za nemoten pretok transakcij, nujna prisotnost **pravnikov** pri izdelavi dokumentov za oblikovanje pogodbenih razmerij pa je ob tem seveda razumljiva (Mohorič, 2000, str. 5-6).

2.3 Hipotekarne obveznice

V splošnem se lahko izdajatelji obveznic ali posojilojemalci odločajo za več načinov poravnave dolgov, v primeru listinjenja premoženja pa ima izdajatelj na voljo predvsem dve metodi razporejanja periodičnih denarnih tokov: pretočno metodo, kjer dobimo pretočne obveznice, in plačilno metodo, kjer imamo nepretočne obveznice (ING Barings, 1997, str. 37):

- **Pretočne obveznice** so najosnovnejši rezultat listinjenja, saj jih v bistvu ne financira njegov izdajatelj, ampak imetniki posojil. Tu se denarni tokovi (odplačila obresti in glavnice ter morebitna predčasna odplačila) v nespremenjeni obliki posredujejo od strani posojilojemalcev do imetnikov vrednostnih papirjev. Pri tem gre za sorazmerno delitev zbranega denarja (zmanjšanega za provizije) med lastnike obveznic, saj so njihove (pretočne) obveznice po svojih značilnostih (zapadlosti, obrestni meri) enake.

- **Nepretočne obveznice** imajo bolj predvidljivo končno zapadlost, saj so investitorji zaradi strukture teh obveznic izpostavljeni manjšemu tveganju predčasnih poplačil. Pri plačilni metodi se denarni tokovi razporejajo nekoliko drugače. Pride namreč do prestrukturiranja denarnih tokov (oziroma do ponovnega listinjenja pretočnih obveznic²). Izdajatelj pretočnih obveznic oblikuje več tranš ali razredov, ki se med seboj razlikujejo po višini kuponske obrestne mere in po roku dospelosti. Denarni tok še vedno priteka od primarnih dolžnikov in je namenjen imetnikom obveznic, vendar se med slednje ne deli po načelu *pro rata*³. Izdajatelj namreč strukturira izvedene denarne tokove tako, da so vsa predplačila usmerjena k imetnikom razreda z najkrajšo dospelostjo. Ko je ta prvi razred izplačan v celoti, so »dobitniki« novih predplačil imetniki druge najkrajše zapadlosti. Tveganju predčasnih plačil torej niso izpostavljeni vsi investitorji v enakem obsegu, ampak ga med seboj delijo le imetniki istega razreda obveznic.

Skupna značilnost pretočnih in nepretočnih obveznic je, da pride do dejanske prodaje bančnega premoženja oziroma se to premoženje vodi zunajbilančno. V primeru pa, da banka na podlagi obstoječih danih posojil sama izda vrednostne papirje (za to se po navadi odloči takrat, ko je boniteta dolžnikov višja od bonitete banke, pri čemer je torej njen namen cenejše financiranje sredstev), so rezultat tega procesa tako imenovane **s premoženjem zavarovane ali pokrite obveznice**⁴ (*Asset-Backed Securities*, ABS). Najpogostejša oblika tega premoženja v praksi so hipoteke, zato lahko govorimo o s hipotekami pokritih obveznicah (*Mortgage-Backed Securities*, MBS) (Mohorič, 2000a, str. 6).

Varnost hipotekarnih obveznic je močno odvisna od bonitete izdajatelja, še bolj pa od kvalitete premoženja (nepremičnine), ki služi kot jamstvo (Frank, 2007b, str. 20).

V ZDA so največje izdajateljice hipotekarnih obveznic vladne agencije, med katerimi so nekatere v popolni državni lasti. Vlada ZDA je oblikovala tri hipotekarne agencije: GinnieMae GNMA (*Government National Mortgage Association*), Fannie Mae FNMA (*Federal National Mortgage Association*) in Freddie Mac FHLMC (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*).

Agencije so bile oblikovane z namenom, da bi pripravile posojila, dostopna širšemu krogu gospodinjstev, in bi s tem ključno pripomogle k oblikovanju sekundarnega hipotekarnega

² Za obveznice, ki so rezultat listinjenja po tej metodi, zasledimo v literaturi tudi izraz »s hipotekami zavarovani izvedeni instrumenti« (*mortgage-backed derivative securities*), ker so »izvedeni« iz navadnih pretočnih obveznic.

³ *pro rata* (lat) – v razmerju, sorazmerno

⁴ Za izdajo **s premoženjem pokritih obveznic** (*Asset-Backed Securities*, ABS) je značilno, da primarne terjatve ostanejo v bančni bilanci in predstavljajo zavarovanje (*collateral*) za pravočasno in zadostno izplačilo obresti in glavnice (primarni in izvedeni sekundarni tok nista neposredno povezana). Zaradi večje varnosti za investitorje so omenjeni vrednostni papirji za banko cenejši vir financiranja.

trga. Največja prednost agencij je v garanciji države, ki jo ponujajo za odobrena posojila (Frank, 2007b, str. 21).

2.4 Proces listinjenja

V primeru razvitega sekundarnega hipotekarnega trga govorimo o večnivojskem modelu hipotekarnega bančništva. Vsaka banka, ki želi uspešno poslovati, se mora znebiti čim večjega dela svojih dolgoročnih terjatev iz naslova dolgoročnih hipotekarnih posojil in pridobiti likvidnejša sredstva. Banka najprej v prvi fazi proda del svojega premoženja ter oblikuje poseben paket, ki ga izloči iz premoženjske bilance tako, da ga proda posebnim institucijam.

Taka banka s prodajo paketa hipotekarnih posojil sprost del premoženja, spremeni strukturo aktive svoje premoženjske bilance ter pridobi likvidnost. Gotovina, ki jo je pridobila s prodajo terjatev izdajatelju, predstavlja premoženje banke, ki ni izpostavljeno kreditnemu in obrestnemu tveganju, kot to velja za neodplačana posojila. Banka ima tako namesto terjatev do hipotekarnih posojil na aktivni likvidna finančna sredstva, ki niso več izpostavljena kreditnemu tveganju. Taka banka je sicer ob prihodke iz naslova obresti, dobi pa izplačane prihodke iz naslova provizij.

Drugačno vlogo v tem procesu listinjenja imajo posebne finančne institucije, ki zberejo kupnino z izdajo hipotekarnih obveznic. Te institucije določijo tudi kuponsko obrestno mero in pogostost izplačil kuponov na podlagi denarnih tokov iz kupljenih hipotekarnih posojil. Za pokrivanje kuponskih obresti se uporabljajo prihodki iz hipotekarnih posojil.

Zaradi varovanja investitorjev mora biti struktura obveznic oblikovana tako, da povezuje denarne tokove prihodkov iz posojil z izplačili iz naslova glavnice in kuponske obrestne mere obveznic (Frank, 2007b, str. 19).

Med temi finančnimi institucijami so tudi institucije SIV, ki se financirajo z izdajo kratkoročnih komercialnih papirjev ABCP⁵, kar predstavlja njihov poglavitni del financiranja.

Za kasnejše razumevanje današnje krize naj omenim, da se v celotnem procesu listinjenja pojavljajo še podjetja, ki posojila »prepakirajo« v CDO-je⁶. (Doles et al., 2008, str. 59).

⁵ ABCP (Asset backed commercial paper) je posebna vrsta komercialnih zapisov, ki so zavarovani z neko vrsto premoženja (hipotekarna posojila, financiranje prilivov iz naslova kreditnih kartic, posojila za nakup avtomobilov itd.).

⁶ CDO-ji (Collateralised Debt Obligation) so vrednostni papirji, ki so zavarovani z različnimi dolžniškimi instrumenti, kot so obveznice, posojila, strukturirani vrednostni papirji, hipotekarne obveznice ipd. Na podlagi portfelja obveznic in/ali posojil izdajatelj izda več vrednostnih papirjev različnih razredov oz. tranš. Z investiranjem v posamezno tranšo CDO-ja vlagatelj investira v portfelj diverzificiranih naložb (sestava premoženja se pri različnih CDO-jih razlikuje), hkrati pa z izborom ustrezne tranše in s tem ravni subordinacije izbere raven kreditnega tveganja, ki ga je pripravljen sprejeti.

S stopničastim procesom listinjenja se povečuje ponudba vrednostnih papirjev za širši krog potencialnih investorjev. Vrednostni papirji so namreč v procesu listinjenja izdani v različnih tranšah, ki se razlikujejo po tveganosti in posledično donosnosti in tako ustrezajo različnim profilom investorjev (Janevska, 2004, str. 43):

- Nadrejena tranša (*senior tranche*) – najbolj kakovostni vrednostni papirji najvišje bonitetne ocene z najnižjim tveganjem.
- Mezanin tranša (*mezzanine tranche*) – vrednostni papirji srednje kakovosti in s srednjim tveganjem.
- Podrejena tranša (*junior tranche* ali *equity tranche*) – tranša najslabše kakovosti in z visokim tveganjem, ki kompenzira izgube prvih dveh tranš. Posledično so ti vrednostni papirji tudi najbolj donosni.

Proces listinjenja je zaključen, ko se s kupnino od prodanih vrednostnih papirjev poravna kupnina za odkupljeno terjatev.

2.5 Težave v povezavi z listinjenjem

Kljub zagotovitvi, da bodo investitorjem iz hipoteke izplačane pripadajoče obresti in glavnica, pa so investitorji izpostavljeni določenim tveganjem, ki izvirajo predvsem iz sprememb v gospodarskem okolju. V razmerah padanja obrestnih mer prevzemajo investitorji tveganje predčasnega odplačila kredita, saj se posojilojemalci pogosto odločijo za refinanciranje obstoječega kredita in prvotni kredit predčasno odplačajo z najemom novega kredita po nižji obrestni meri. Poleg že navedenega dejavnika vplivajo na predčasno odplačilo kredita tudi dogajanje na trgu nepremičnin, ekonomske razmere, padanje dohodkov in nezaposlenost (Frank, 2007b, str. 21).

Z listinjenjem je povezana tudi druga velika težava, ki pa je bil pomemben dejavnik pri izbruhu današnje krize. Namreč prodajalec posojil lahko na sekundarnem trgu proda slaba posojila in v svojem portfelju obdrži dobra. Na splošno velja, da se listinijo dobra posojila, kajti v nasprotnem primeru lahko trpi ugled prodajalca in se mu onemogoči prodaja posojil v prihodnosti. Po drugi strani pa s postopkom listinjenja terjatev visokobonitetnega komitentna banka »siromaši« kreditni portfelj in z nadaljevanjem postopkov lahko ostanejo v bilanci banke samo tvegana posojila, kar je slaba investicija banke v prihodnosti.

Tretji problem se nanaša na servisiranje dolga, ki je bil predmet listinjenja, in na zaupanje v družbo, ki je sprejela posel, da ga do konca izpelje. Tudi v tem primeru sta v ospredju ugled in delovanje družbe v prihodnosti (Potisk Špendl, 2000, str. 43).

3 IZBRUH FINANČNE KRIZE

Ob gospodarskem vzponu je FED višala obrestne mere, kar je pomenilo, da so se višali tudi obroki kreditov z variabilnimi obrestnimi merami (Doles et al., 2008, str. 59), obrestne mere pa so se dvigovale s tako nizkih ravni, da se to dolgo nikomur ni poznalo. Ob tem je treba

vedeti, da so v ZDA pri hipotekarnih posojilih dolgo prevladovali krediti z nespremenljivo obrestno mero. Ravno v času od 2000 dalje pa so se razmahnil takšni, ki sledijo določeni osnovi plus pribitek (ARM – *adjustable rate mortgage*, hipoteka s spremenljivo obrestno mero) (Jakhel, 2007).

Vnovično dvigovanje cene denarja s strani denarnih oblasti je povišalo obroke pri takšnih plačljivih posojilih. Ker je v nekaterih primerih znesek posojila lahko dosegal ogromen odstotek vrednosti nepremičnine (ali ga celo presegal), se je kreditojemalcem začelo splaćati, da prenehajo s plačevanjem anuitet. Po drugi strani so zaostreni pogoji financiranja začeli postopno odvrčati nove kupce in pritiskati na špekulativno kupljene nepremičnine. Spremenili sta se torej tako moč povpraševanja kot tudi moč ponudbe; cene so dosegle vrh in obrnile smer. Stopnje rasti cen nepremičnin so postale impresivne in že leta 2005 je bila stvar tako daleč, da je ugledni britanski časnik *The Economist* nepremičninski razcvet imenoval največji mehurček v zgodovini – večji kot borzni mehurček 2000, s katerega propadom se je zgodba začela (Jakhel, 2007).

Težave na trgu drugorazrednih posojil so nastopile, ko je nepremičninski trg prenehal rasti – ko je ponudba presegla povpraševanje. Špekulativni kupci so prenehali odplačevati obroke, kar je privedlo do tega, da se je v kratkem času večina hipotekarnih bank odločila za dvig obrestnih mer in za ukinitve posojil strankam s slabšo boniteto. Ker posojilojemalci niso mogli več poravnati svojih dolgov, so kreditodajalci zasegli nepremičnine in jih želeli čim prej prodati. Zaradi prodajnega pritiska se je znižala cena nepremičnin (Evropski parlament, 2007). Vse več posojilojemalcev je začelo izgubljati svoje domove, ker niso bili zmožni odplačevati vse višjih obrokov, v številnih primerih tudi niso bili več motivirani za odplačevanje kreditov, saj je njihov dolg postal večji od vrednosti nepremičnine.

Sprva ni bilo čutiti večje zaskrbljenosti, saj je kazalo, da bo dogajanje omejeno le na trg ameriških hipotekarnih posojil, med katerimi drugorazredna hipotekarna posojila predstavljajo manj kot 10 % vseh posojil. Če bi se zadeva končala z njimi, vse skupaj še ne bi bilo tako problematično. Do širitve krize pa je privedlo pretirano listinjenje drugorazrednih posojil.

V negotovih razmerah so investitorji preferirali državni dolg, trg ABCP se je krčil. SIV ob zapadlosti niso mogli poplačati kupcev svojega dolga, upniki so pritiskali in tako so se nekateri SIV odločili za »fire sale«, razprodajo svojih naložb po zelo nizki ceni (ob tem se je pokazalo, da je ta trg zelo nelikviden, gre pa tudi za zelo komplicirane instrumente, ki jih je težko vrednotiti). Nekaterim so na pomoč priskočile »matične« banke v obliki kreditnih linij⁷ ali pa so vzele sredstva nazaj v svoje bančne bilance.

⁷ Kreditna linija je način financiranja, ki omogoča prekoračitev sredstev (dovoljeno negativno stanje) na poslovnem računu zasebnikov, pravnih oseb civilnega prava v okviru dogovorjenega zneska z odplačilno dobo do enega leta. Namenjena je premoščanju trenutnih likvidnostnih težav in financiranju tekočega poslovanja (Banka Koper, d. d, 2008).

Cena CDO-jev je bila tako zaradi nižjih ratingov kot tudi zaradi večje ponudbe nižja. Izkazalo se je tudi, da so bili kupci teh papirjev banke in skladi z vsega sveta. Zaradi merjenja teh inštrumentov po pošteni vrednosti so morali prikazati izgube. V preteklosti so jih namreč k nakupu pritegnili višji obljubljeni donosi teh papirjev, na višja tveganja se je pozabilo, zavedlo pa jih je tudi dejstvo, da so bile ocene bonitetnih agencij ugodne, izkazalo pa se je, da vendarle napačne (Doles et al., 2008, str. 59).

Negativne novice glede izgub in težave z refinanciranjem na trgu kreditnih instrumentov so povzročile močno nenaklonjenost tveganju. To se je najprej pokazalo v selitvi sredstev v varnejše naložbe, predvsem kratkoročne ameriške državne vrednostne papirje (Snoj, Žnidar, 2007, str. 9, 10). Težave so se pojavljale tudi druge. Največji kupci dolga, ki so ga izdajali SIV, so bili vzajemni skladi denarnega trga, ki so za investitorja načeloma predstavljali precej varno naložbo, primerljivo z bančnimi depoziti (Doles et al., 2008, str. 59).

V začetku avgusta leta 2007 pa se je vpliv iz drugih segmentov finančnega trga preselil tudi na denarni trg. Stvar je prišla celo tako daleč, da se je skoraj ustavil medbančni posojilni trg. Banke si niso več upale posojati denarja niti med seboj – zaradi negotovosti, v čigavi bilanci bodo izbruhnili problemi in kako veliki bodo (Jakhel, 2007).

4 UKREPI

Poslabšanje likvidnostne situacije na denarnem trgu je vodilo svetovne centralne banke k različnim načinom ukrepanja. Njihov namen je bil pospešiti vzpostavitev normalnih razmer na denarnem trgu, pri čemer v bistvu niso želele reševati investorjev, ki so vlagali v tvegane naložbe.

Prvotna reakcija centralnih bank je bila zato dodajanje likvidnosti na kratkoročnih segmentih medbančnega denarnega trga, kar naj bi pripomoglo k stabilizaciji obrestnih mer na tem segmentu. FED je prek izrednih operacij zagotovila bančnemu sistemu potrebno likvidnost in jim omogočila zastavljanje ABCP-jev. Prav tako je 17. avgusta leta 2007 FED na izrednem zasedanju prvič znižala diskontno obrestno mero s 6,25 % na 5,75 % (Snoj, Žnidar, 2007, str. 10).

Hitre reakcije ameriške centralne banke so nekoliko omilile krizo, vendar so bili to le kratkoročni ukrepi. Da se podobne krize ne bi dogajale tudi v prihodnje, bodo morale ZDA marsikaj bolj temeljito pregledati in spremeniti, predvsem v zvezi z zakonodajo. Ameriška centralna banka je tako v juliju leta 2008 že izdala nova pravila glede hipotekarnih posojil, ki naj bi v prihodnje zaščitila potrošnike. Toda veljati bodo začela šele oktobra 2009.

Po novih pravilih posojilodajalci namreč ne bodo smeli več zavajati ljudi glede podrobnosti okrog obresti in stroškov, povezanih s hipoteko, kot so davki in zavarovanja. Prav tako ne bodo smeli pritiskati na nepremičninske posrednike, da naj lažjejo o resnični vrednosti hiše ali stanovanja. Posojilodajalci bodo lahko po novem odobrili posojilo le tistim, za katere bodo ugotovili, da so kreditno sposobni; da lahko odplačajo kredit z dohodkom ali premoženjem, tudi takšnim, ki ni vezano na nepremičnino pod hipoteko. Kazni za prehitro odplačevanje

kreditov bodo omejene in uvedene lahko šele po prvih štirih letih najema posojila. Tvegana posojila bodo lahko imela po novem le za 1,5 odstotka višjo obrestno mero od povprečja, ki ga objavi agencija Freddie Mac (STA, 2008d).

5 ISKANJE KRIVCA

Kdo je glavni krivec, da je do krize mednarodnih razsežnosti sploh prišlo? Po eni strani bi lahko rekli, da je vse skupaj ustvaril trg sam z ameriško centralno banko, ki je sprva zniževala in potem zviševala ključno obrestno mero, medtem ko so na drugi strani cene nepremičnin že dosegle svoj vrh in se začele gibati v obratnem sorazmerju glede na obrestno mero

Eno izmed ključnih vlog pa so zagotovo imele bonitetne agencije, ki so sodelovale v tej zgodbi in na koncu v javnosti postale glavni krivec pri celotni zadevi, predvsem zaradi visokih bonitetnih ocen, ki so jih podelile vrednostnim papirjem, izdanim na podlagi hipotek (Špenko, 2007).

5.1 Bonitetne agencije

Bonitetne agencije igrajo ključno vlogo na svetovnih trgih vrednostnih papirjev in na bančnih trgih, zato je bistveno, da dosledno pripravijo *neodvisne*, objektivne in čim bolj kakovostne bonitetne ocene. Takšna ocena kreditne sposobnosti finančnih institucij, bank, držav in večjih podjetij je namreč poglavitni vir informacij investitorjem za njihovo naložbeno odločanje, predvsem tistim, katerih poslovanje ni podprto z lastno usposobljeno bonitetno službo.

Bonitetne agencije izdajajo mnenja o kreditni sposobnosti določenega izdajatelja ali finančnega instrumenta. Ocenjujejo verjetnost, da izdajatelj ne bo izpolnil svojih finančnih obveznosti na splošno (bonitetna ocena izdajatelja) ali obveznosti, ki se nanašajo na določen dolžniški instrument ali vrednostni papir s stalnim donosom (bonitetna ocena instrumenta). Ta mnenja ali bonitetne ocene temeljijo na informacijah v zvezi s tokom prihodka in bilanco stanja (s posebnim poudarkom na dolgu) ocenjevanega subjekta. Upošteva se tudi pretekla finančna uspešnost (Uradni list Evropske unije, 2006).

Bonitetne ocene po navadi zahtevajo – in tudi plačajo – izdajatelji sami. V teh primerih ocene temeljijo tako na javno razpoložljivih podatkih kot na informacijah, ki niso dostopne javnosti, vendar jih ocenjevani subjekt prostovoljno razkrije (npr. s pogovori z višjimi finančnimi uradniki ocenjevanega subjekta). Včasih pa bonitetne agencije izdajo nenaročene bonitetne ocene (ocene, ki jih izdajatelj ni zahteval), ki jih običajno pripravijo brez dostopa do nejavnih informacij.

Ker prikazujejo samo stanje v določenem trenutku, jih je treba redno potrjevati ali spreminjati v skladu s trenutnimi ekonomskimi ali drugimi gibanji. Bonitetne ocene dejansko razvrščajo izdajatelje v ustrezne razrede glede na to, ali se šteje, da so bolj ali manj nagnjeni k neizpolnjevanju obveznosti (Uradni list Evropske unije, 2006).

Bonitetne agencije uporabljajo natančne lestvice kreditne sposobnosti. Najbolj znani bonitetni agenciji sta **Moody's Investors Service** in **Standard & Poor's**. Obe agenciji delita obveznice

na več vrst: visoko kvalitetne (*high grade*), ki imajo oceno Aaa (AAA pri S & P) ali Aa (AA pri S & P), srednje kvalitetne (*medium grade*), ki imajo oceno A (pri obeh) ali Baa pri Moody's (BBB pri S & P), nezanesljive (*speculative*), ki imajo oceno Ba pri Moody's (BB pri S & P) ali B (pri obeh), ter tiste, pri katerih plačila zamujajo ali jih celo ni (*default on debt*) in imajo ocene med Caa in C pri Moody's ter CCC in D pri Standard & Poor's. Obe bonitetni agenciji tem ocenam dodeljujeta še pomožne znake, ki nakazujejo, ali je določena obveznica bližje višjemu razredu, nižjemu ali pa je nekje na sredini. Agencija Moody's uporablja številke od ena do tri, agencija Standard & Poor's pa simbola "+" in "-". Če ima določena obveznica recimo oznako AA+ (pri Moody's Aa1), to pomeni, da je po kvaliteti bližje kategoriji AAA (pri Moody's Aaa) kot pa kategoriji A (Potisk, 2007).

Preglednica2: Kategorije z ocenami in s kratkim opisom

Kvaliteta	Moody's	S & P	Kratek opis
Visoko kvalitetne	Aaa	AAA	Obveznice najboljše kvalitete. Praktično brez tveganja.
	Aa	AA	Obveznice najboljše kvalitete z izredno nizkim tveganjem.
Srednje kvalitetne	A	A	Obveznice s primernim nivojem zavarovanja izplačil glavnice in obresti.
	Baa	BBB	Obveznice, podobne tistim, ocenjenim z oceno A, vendar nekoliko slabše zavarovane.
Nezanesljive	Ba	BB	Obveznice z določeno stopnjo nezanesljivosti. Pogosto so slabo zavarovane.
	B	B	Obveznice, ki imajo karakteristike slabe naložbe. Na dolgi rok pogosto nizko zagotovilo izplačila.
Obveznice z zamujenimi plačili ali celo »brez plačil«	Caa	CCC	V slabem stanju. Izplačila zamujajo ali pa obstaja velika nevarnost, da bodo zamujala.
	Ca	CC	Zelo nezanesljiva izplačila. Pogosto so izplačila ustavljena ali pa imajo druge resne pomanjkljivosti.
	C		Najnižja ocena pri Moody's. Izredno slabe možnosti za izplačilo glavnice ali obresti.
		C	Obveznice, ki trenutno sploh ne izplačujejo obresti.
		D	Najnižja ocena pri S & P. Ne izplačujejo obresti in/ali glavnice.

(Vir: Potisk, 2007)

Kritična meja poteka med tako imenovanim investicijskim razredom (nizko tveganje) in špekulativnim razredom (visoko tveganje) in odraža tveganja, povezana z vrednostnim papirjem (tj. verjetnost neizpolnitve obveznosti) (Uradni list Evropske unije, 2006).

Ameriške državne obveznice (torej obveznice, katerih izdajatelj je ameriška vlada ali drug zvezni organ) veljajo za tveganja proste (*risk-free*), zato imajo avtomatično najvišjo bonitetno oceno (oziroma jih bonitetne hiše sploh ne ocenjujejo). Prav tako to velja za druge države, med drugim tudi za Slovenijo.

Drugo pomembno dejstvo poleg finančne moči izdajatelja je tudi zavarovanje izplačil. Obveznice, katerih izplačilo glavnice in obresti je garantirano z določenim premoženjem (nepremične, vrednostni papirji, oprema itd.), dobijo višjo bonitetno oceno, saj so zaradi takšnega zavarovanja izplačil varnejše (Potisk, 2007).

Junk bonds

Obveznice, ki imajo bonitetno oceno nižjo od Baa (Moody's) in BBB (Standard & Poor's), veljajo za visoko donosne (*high yield bonds*), imenujejo jih tudi odpadne obveznice (*junk bonds*). Visoko donosne jih imenujejo, ker kupci takšnih obveznic zahtevajo precej višje obresti na glavnico kot kupci visoko kvalitetnih obveznic. Zlato razmerje med tveganjem in donosom velja tudi za obvezniški trg.

Junk bonds so pomembne iz več razlogov. Trgovanje z njimi ni zelo različno od trgovanja z delnicami. So veliko bolj špekulativne narave, zato so tudi donosi in izgube toliko večji. Prav tako je njihovo vrednotenje bolj odvisno od dobrih ali slabih razmer na trgu. Z merjenjem razlike v zahtevanih donosih med visoko kvalitetnimi državnimi obveznicami in nizko kvalitetnimi "high yield" obveznicami se pogosto meri zaupanje investorjev v gospodarstvo. Če je razlika majhna, torej če kupci nizko kvalitetnih obveznic ne zahtevajo bistveno višjih obresti kot kupci visoko kvalitetnih obveznic, potem velja, da je zaupanje veliko, saj se investitorji ne bojijo slabih časov oziroma jih v kratkem ne pričakujejo. Takrat velja, da je optimizem na trgu visok (Potisk, 2007).

5.2 Vpliv na finančne trge

Bonitetne ocene imajo precejšen vpliv na finančne trge. Za to obstajata dva osnovna razloga. Prvi je ta, da jih vlagatelji ne glede na stopnjo znanja, strokovnosti in izobrazbe lahko razumejo brez težav in takoj, čeprav so pripravljene na podlagi zapletenih ocen. Drugi je ta, da uživajo bonitetne agencije velik ugled, pri čemer je med udeleženci na trgu razširjeno mnenje, da zagotavljajo nepristranske analize podatkov (Uradni list Evropske unije, 2006).

Pomen bonitetnih agencij v zadnjih letih je mogoče zaslediti tako v poslovni praksi kot v zakonskih zahtevah. Po eni strani je komercialni uspeh večine izdaj dolžniških instrumentov v veliki meri odvisen od prejete bonitetne ocene. Bonitetna ocena je postala predpogoj za iskanje zunanjega financiranja na trgih vrednostnih papirjev (zlasti, če izdajatelji niso stalno prisotni na dolžniških trgih). Bonitetna ocena izdajatelja določa obrestne mere, ki jih bo ta moral ponuditi za pridobitev zunanjega financiranja.

Po drugi strani številne jurisdikcije že vztrajajo pri tem, da se lahko nekatere vrste investicijskih produktov prodajajo le, če lahko izdajatelj dokaže določeno stopnjo kreditne

bonitete, ki jo odraža bonitetna ocena, izdana s strani priznane bonitetne agencije. Bonitetne agencije se tudi vedno bolj ukvarjajo z ocenjevanjem tveganj, povezanih s sredstvi, ki jih imajo finančne institucije in za katere se uporabljajo zahteve po kapitalski ustreznosti.

Vloga, ki jo na trgih igrajo bonitetne agencije, je na splošno zelo pozitivna tako za vlagatelje kot za izdajatelje. Vlagateljem zagotavljajo informacije, s katerimi si lahko pomagajo pri oceni tveganj, povezanih z določenim vrednostnim papirjem. Izdajateljem (ali vsaj tistim izdajateljem, ki prejmejo ugodno bonitetno oceno) pomagajo znižati stroške zbiranja kapitala (Uradni list Evropske unije, 2006).

5.3 Nepravilnost delovanja bonitetnih agencij

V preteklih 30 letih so regulatorji v ZDA bistveno povečali stopnjo uporabe bonitetnih ocen za nadzor nad tveganji naložb pri reguliranih institucijah (Kovač, 2006). Za bonitetne agencije je bilo prelomno leto 1975, ko je ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev (*Securities Exchange Commission* – SEC) začela uradno priznavati bonitetne ocene nekaterih bonitetnih agencij, ki so jih poimenovali NSRSO (*Nationally recognized statistical rating organizations*). S takšnim ukrepom je SEC ustvarila nekakšne blagovne znamke ocenjevanja in pogoje za množično uporabo v državah ZDA. Trenutno ima takšen status le pet agencij, med drugimi tudi Moody's and Standard & Poor's (Vukovič, 2007, str. 28). Prav tako se je pomen bonitetnih agencij povečal, ker so se podjetja namesto v bankah vse bolj zadolževala na finančnih trgih z izdajanjem raznih finančnih instrumentov. V središče dogajanja na borznih trgih pa jih je pripeljalo listinjenje. Drugorazredne hipotekarne obveznice in drugi izvedeni finančni papirji (predvsemi CDO-ji) so šli v promet le, če so imeli dovolj visoko bonitetno oceno. Ker so bančne in druge institucije začele popuščati pri kriterijih dodeljevanja kreditov, so imele bonitetne agencije moč določiti, kateri vrednostni papirji bodo lahko šli v promet (Lowenstein, 2008).

K taki razširitvi listinjenja so pripomogle prav bonitetne agencije. Veliko drugorazrednih papirjev ne bi šlo v promet, če ne bi dobili dovolj visoke bonitetne ocene. Če pa so bile drugorazredne hipotekarne obveznice označene z visoko bonitetno oceno, še zlasti od tako priznane bonitetne agencije, kot sta npr. Moody's ali Standard & Poor's, potem so investitorji zaupali bonitetni oceni ne glede na tveganost dejanskih denarnih tokov, povezanih z obveznicami (Lowenstein, 2008).

Največja napaka, ki jo očitajo bonitetnim agencijam, je bila ta, da so zelo kompleksne vrednostne papirje (npr. CDO-je) ocenjevale tako, kot da bi ocenjevale zelo preproste obveznice. Ker so se vrednostni papirji v zadnjih letih tako hitro razvijali in spreminjali, bi se morale bonitetne agencije zavedati, da bi morale tudi same razviti naprednejši način ocenjevanja.

Ker pa je na trgu veljala napačna predpostavka, da cene nepremičnin nikoli ne padejo, je kupcem obveznic in bonitetnim agencijam, ki so izdajale bonitetne ocene AAA, zagotavljala, da tudi v primeru, da kupec hiše ne bi več plačeval svojih obveznosti, lahko hišo preprosto

zasežejo in prodajo na trgu – po vsaj enaki vrednosti, kot je znašala vrednost obveznosti. Zato so bonitetne agencije, tudi če so imele »košarico« slabo kvalitetnih posojil, lahko podeljevale visoke ocene (Kranjc, 2008).

Da so hipotekarne obveznice lahko šle v promet, so jih najprej razdelili v tranše oziroma v razrede. Če so bila v »košarici« npr. samo posojila slabše kvalitete posojilojemalcev, je bila pričakovana verjetnost neodplačila posojil kar 10 %. Prvi razred, imenovan "**equity**"⁸ **tranša**, ima najvišji donos, vendar vsa neodplačana posojila najprej bremenijo ta del razreza⁹. Naslednji razred je "**mezzanine**" **tranša**, ki ima nižje donose v primerjavi s prejšnjim razredom, vendar ta del bremeni kakršen koli bankrot posojilojemalcev šele, če gre število bankrotov nad 20 %, saj jih do prvih 20 % prizadene le equity razred, ki s tem postane ničvreden. Recimo, da »mezzanine« banka postavi na 20 %. Zadnji razred je "**senior**" **tranša**. V tem primeru je to preostalih 60 % celotne »košarice«. Ta razred lahko dobi bonitetno oceno AAA, saj jo kakršna koli neplačila prizadenejo šele, če je vrednost neplačil nad 40 % (Kranjc, 2008).

Medtem ko celotne »košarice« ne bi mogli prodati nobenemu institucionalnemu investitorju, so lahko z razdelitvijo v te tri razrede in z visokimi bonitetnimi ocenami razreda »senior« prodali kar 60 % obveznic institucionalnim investitorjem.

Zaradi nizkega razmerja neplačil tudi v tveganih segmentih posojil v preteklih letih (lastniki nepremičnin so lahko jemali vedno nove hipoteke; dokler je vrednost nepremičnin rasla, ni nihče bankrotiral) so bonitetne hiše lahko dajale take ocene, da je verjetnost neplačil zelo majhna, in podeljevale bonitete AAA »senior« tranšam, ki so recimo zajemale tudi do 90 % celotne »košarice«, pri čemer je bila »equity« tranša samo nekaj odstotkov (2 %) celotne »košarice«.

Izvedenci ugotavljajo, da so bonitetne agencije odpovedale zaradi konflikta interesov. Čeprav nastopajo kot neodvisni ocenjevalci, sodelujejo s finančnimi institucijami pri oblikovanju finančnih svežnjev, ki jih kasneje ocenjujejo (Kocbek, 2008a). Banke so bile namreč pripravljene plačati visoke honorarje bonitetnim agencijam, vendar le pod pogojem, da so dobile željeno bonitetno oceno. V primeru nezadostne ocene so imele banke dve možnosti, da so spravile »slabše« vrednostne papirje v promet. Ali so še podvojile svoje plačilo bonitetnim agencijam ali pa so željeno oceno poskušale dobiti pri kateri drugi agenciji. Ta proces je bil v ZDA znan kot »*rating shopping*« (kupovanje ocen) (Lowenstein, 2008).

Naslednji problem, ki je privedel do tega, da so bili vrednostni papirji narobe ocenjeni, je v tem, da bonitetne agencije nimajo dostopa do podatkov posojilojemalcev. Problem bonitetnih agencij je bil, da so premalo komunicirale s posojilodajalcem, da bi si pridobile dodatne

⁸ Besedica equity ponazarja tveganost obveznice, ki je podobna tveganosti lastniškega kapitala.

⁹ Torej, če je recimo »equity« tranša 20 % celotne »košarice«, potem je glede na 10 % pričakovanih bankrotov v celi »košarici« verjetnost neplačil za samo »equity« tranše kar 50 %.

podatke o posojilojemalcih, še manj pa so preverjale resničnost podatkov. Zaradi vse večjega števila vrednostnih papirjev, ki so jim morali podati bonitetno oceno, se jim to ni zdelo več tako pomembno. Tudi miselnost je bila naslednja: »Naloga posojilodajalca je, da oceni, kateri posojilojemalec je zmožen poplačati kredit, njihova naloga pa je, da morajo dati ocene na podlagi predložene dokumentacije.« (Lowenstein, 2008).

Bonitetne hiše so začele podrobneje raziskovati ozadja »okuženih« papirjev šele leta 2007 in ugotovilo se je, da stanje ni tako bleščeče, kot je bilo videti na zunaj. Tako so razni CDO-ji (*Collateralized Debt Obligation*), ABS fundi (*Asset-Backed Securities*) in podobni čez noč postali slabše ocenjeni, kar je seveda povzročilo pravi preplah na trgu, čeprav je bila zadeva pričakovana (Špenko, 2007).

Del krivde v celotni krizi vendarle lahko pripišemo bonitetnim agencijam. Banke so namreč že leta 2006 opozarjale, da utegne izbruhniti kriza na trgu nepremičnin v ZDA, vendar so se bonitetne agencije prepozno odzvale z znižanjem ratingov nekaterih vrednostnih papirjev (STA, 2007).

Bonitetne agencije so bile obtožene nepravilnosti delovanja že v preteklosti. Dvom o verodostojnosti ocen vnaša tudi nepravočasna reakcija bonitetnih agencij na hude finančne probleme energetskega giganta Enron. Vendar tudi zgodba o Enronu ni bila prva, ki je načenjala kredibilnost bonitetnih ocen. Bonitetne agencije niso pravočasno reagirale že na finančne krize devetdesetih let v manj razvitih delih sveta (mehiško in še bolj azijsko) (Kovač, 2002, str. 7–9).

Resnično je ironično, da so ocenjevalne agencije edine sile na kapitalskih trgih, ki jih v pravnem pomenu besed nihče ne nadzoruje. Ne samo, da je njihova beseda vplivala na gibanje cen vrednostnih papirjev, včasih so celo odločale o obstoju določenega podjetja (Kovač, 2006, str. 9). Vendar pa zaradi sedanje finančne krize lahko pričakujemo, da bodo tudi bonitetne agencije dobile pravnega nadzornika.

Med posledicami, ki jih bodo bonitetne agencije občutile, bo zagotovo tudi sprememba zakonodaje. Predvsem je treba odpraviti konflikt interesov in jasneje povedati, kako naj bonitetne agencije sploh delajo, kako naj izdelajo bonitetne ocene ter kakšna je njihova odgovornost (Kocbek, 2008a). Spremembe bodo potrebne tudi v zvezi z ocenjevanjem kompleksnejših papirjev. Na evropskem območju se že dogovarjajo, da bodo ustanovili mednarodni nadzor bonitetnih agencij.

Bonitetne agencije pa so predvsem izgubile ugled in moč, ki so jo imele njihove bonitetne ocene na trgu pri drugih udeležencih. Zaupanje investitorjev v verodostojnost bonitetnih ocen se je močno zmanjšala. Ljudje ne bodo več brez pomisleka verjeli ocenam, ki jih podeljujejo te agencije, ampak bodo hoteli poznati tudi malo več ozadja (Lowenstein, 2008).

6 POSLEDICE

Usoda svetovnega gospodarstva je še vedno zelo odvisna od zadnje finančne krize in tudi v prihodnje bo tako. Leto dni po izbruhu finančne krize v ZDA kaže, da so posledice veliko večje, kot je sprva kazalo. Predvsem se je kriza zelo močno razširila iz obsega ameriških mej. Poleg finančnega segmenta je prizadela tudi številne druge trge, močno pa prizadela tudi vsa svetovna gospodarstva tako v ZDA kot tudi v Evropi.

6.1 Slab nepremičninski trg

Nepremičninski sektor, kjer se je kriza začela, se zaenkrat še ne izboljšuje. Povprečne cene nepremičnin namreč še naprej padajo, poslabšanje pogojev kreditiranja pa bi lahko še podaljšalo obdobje počasne gospodarske rasti (Mesar, 2008). Tudi napovedi o umiritvi stanja na nepremičninskem trgu niso obetavne. Po mnenju finančne skupine HSBC (največje podjetje na svetu po Forbesovi lestvici) naj se ameriških trg stanovanjskih hiš še ne bi kmalu umiril; cene naj bi padale še eno leto (Ugovšek, 2008).

Nepremičninska kriza je do sedaj povzročila že okoli bilijon dolarjev izgub. Ameriška vlada se zaveda resnosti dogajanja na nepremičninskem trgu in razmišlja o dodatni finančni injekciji, vendar s tem lahko še dodatno poveča proračunski primanjkljaj (Mesar, 2008). Obenem se povečuje število zaseženih nepremičnin, kar skupaj z nepremičninami, ki sploh še niso bile prodane, dodatno znižuje cene.

Med številnimi bančniki prevladuje mnenje, da bodo obveznice, vezane na hipotekarne kredite, začele dokončno pridobivati na vrednosti šele, ko bodo cene nepremičnin v ZDA nehale padati.

6.2 Nezaupanje tudi na drugih trgih

Že leta 2007 je višanje medbančnih obrestnih mer povzročilo velik preplah med investitorji, saj se je cena denarja povečala. Praktično čez noč je presahnilo povpraševanje po podjetniških obveznicah z nižjo boniteto, kar je povzročilo podjetjem težave s financiranjem. Posledično se podjetja manj zadolžujejo, optimalne strukture kapitala so pod velikimi vprašaji, hkrati pa je obrat denarja manjši, kar zagotavlja nižje dobičke.

Tudi finančni sektor se še ni v celoti izvil iz krize. Čeprav so banke visoke odpise reševale z dodatnimi dokapitalizacijami, kar je pomirilo investitorje in trge, pa si tudi ta trg še ni popolnoma opomogel in zato lahko pričakujemo še dodatne odpise v finančnem sektorju.

Po enem letu od izbruha krize se še vedno pojavljajo novi primeri, ko kakšna banka ali upravljalna družba objavi, da ima v svojih bilancah izgube. Najbolj so na udaru oziroma šele bodo manjše banke. Te imajo manjši portfelj komitentov in naložb, kar jih naredi bolj občutljive za nelikvidnost. Tako naj bi v prihodnjih treh letih v ZDA propadlo okoli 300 manjših bank. V primerjavi z letom 2007, ko so propadle tri, je to vsekakor zaskrbljujoča napoved (Mesar, 2008).

Poleg navala investorjev na varne naložbe sta se na trgu precej povečala negotovost ter nezaupanje med finančnimi subjekti, predvsem med bankami, ki niso bile več prepričane o finančnih situacijah drugih akterjev na trgu, kar je privedlo do tega, da niso bile več pripravljene posojati sredstev vsakomur oziroma so v zameno zanje zahtevale visoke obrestne mere (Špenko, 2008). Vir denarja, ki ga banke potrebujejo za svoje delovanje, postaja vse dražji in vse težje dosegljiv. Najvidnejše posledice tako zaostrenih razmer na finančnih in posojilnih trgih bodo v prihodnosti zagotovo dražja posojila (Grm, 2007b).

Banke v Sloveniji krizi niso bile neposredno izpostavljene, saj po podatkih Banke Slovenije naj ne bi imele naložb v vrednostne papirje, ki imajo v ozadju hipotekarne obveznice. Vendar se posledicam krize kljub temu niso mogle izogniti. Prvi znaki krize so namreč tudi nanje vplivali v obliki pomanjkanja likvidnih sredstev na trgu, kar je posledično povišalo ceno njihovih virov financiranja. Iz tega lahko sklepamo, da bodo posledice kmalu občutili tudi posojilojemalci, saj obstaja velika verjetnost, da bodo banke te podražitve prenesle nanje (Špenko, 2008).

Tudi največji giganti se niso izognili krizi, ta je namreč prizadela tudi sklada Fannie Mae in Freddie Mac. Ta dva hipotekarna velikana sta bila ustanovljena z namenom, da bi zagotavljala likvidnost na ameriškem nepremičninskem trgu. Sredstva na trgu hipotekarnih posojil sta zagotovila s pomočjo izdaje hipotekarnih obveznic, za katere sta jamčila s paketi hipotekarnih posojil, ki sta jih kupovala na sekundarnem hipotekarnem trgu ali od bančnih institucij. Udeleženci na trgu so bili v zameno za visoke donose pripravljene spregledati dve dejstvi. Prvič, sklada sta v primerjavi z bankami poslovala z neverjetnimi razmerji. Konec prejšnjega leta sta imela dobrih 82 milijard dolarjev temeljnega kapitala, s tem pa podpirala za okoli 5.200 milijard dolarjev dolga in poroštev. In drugič, izdane obveznice niso imele vladnega porošstva, kljub temu pa so bili na trgu prepričani, da je vladna podpora samoumevna (Kenda, 2008).

Podjetji sta v 100-odstotni zasebni lasti in kotirata na newyorški borzi. Kljub neodvisnosti sta obe podjetji od nekdanj uživali naklonjenost tako kongresa kot zveznih rezerv – FED, saj podjetji zagotavljata 80 % vseh posojil na ameriškem nepremičninskem trgu. Reševanje tako pomembnih podjetij je vsekakor pričakovano, vendar ima zadeva širšo problematiko, saj ima lahko njuna nacionalizacija dolgoročne posledice za ameriško gospodarstvo.

Drug problem pri reševanju krize, ki jo imata Fannie Mae in Freddie Mac, je dolgoročne narave. Podjetji sta namreč nesolventni, kar pomeni, da ne bosta mogli poslovati na dolgi rok in bo predvidena finančna injekcija rešila le začasne probleme, ki jim bo sledil nov val slabih kreditov, ki jih bodo spodbudile tudi druge finančne institucije, predvsem banke (Mesar, 2008).

Prav tako je problematično tudi dejstvo, kako se banke (posojilojemalci), ki so polne slabih kreditov, rešujejo iz krize. Izboljšave, ki se kažejo v javnosti, so namreč predvsem kratkoročne narave (npr. dvig letnih članarin za priljubljene kreditne kartice oziroma podražitve drugih bančnih storitev) (Mesar, 2008).

6.3 Nestabilnost gospodarstva

Posledica dogajanja na finančnih trgih je bilo znižanje ključne obrestne mere za kar 325 bazičnih točk (s 5,25 % na 2 %). FED je od avgusta leta 2007 do avgusta leta 2008 znižala obrestno mero kar 7-krat. S tem je želela pospešiti gospodarsko dejavnost in okrepiti potrošnjo. Rezultat je povečana količina denarja v obtoku, ki pa ob nizkih obrestnih merah ter ob naraščajočih cenah nafte povzroča nove inflacijske pritiske (Grm, 2007a).

Kreditni pribitki tveganih obveznic in premije za zamenjavo kreditnega tveganja pa so se znatno povečali (Snoj, Žnidar, 2007, str. 9). Pribitek, ki vsebuje premijo za tveganje navračila, je namreč postal višji zaradi zaostrenih razmer na trgu in večje percepcije tveganosti kreditjemalcev (Grm, 2007b).

Določitev monetarne politike oziroma primerne (nevtralne) obrestne mere je neke vrste vzajemnost med rastjo gospodarstva in stopnjo inflacije. Situacija v ZDA je tokrat precej bolj zapletena, saj so ZDA ujete med izredno nizko gospodarsko rastjo in visoko inflacijo. Potrošnja, ki sestavlja 75 odstotkov ameriškega BDP-ja, se zaradi padajočega nepremičninskega sektorja in naraščajočih cen nafte ter hrane praktično tedensko znižuje. Potrošnja se kljub stimulacijskemu paketu za pospešitev ameriškega gospodarstva (110 milijard USD) zaradi naraščajoče brezposelnosti, padajočih cen na borzi ter zaradi slabše in manjše ponudbe kreditov ne bo bistveno povečala (Grm, 2008).

Kljub temu pa je FED (z Bernankom na čelu) v kočljivem položaju, ko jo dodatno nižanje obrestne mere lahko pripelje do dodatnega pritiska na dolar, višanje obrestne mere pa bi bilo dodatno olje na ogenj recesije in ohlajanja (Mesar, 2008).

Zaradi ameriške kreditne krize se je zmanjšalo zaupanje vlagateljev, kar pa močno vpliva na zmanjšanje aktivnosti potrošnikov in s tem na gospodarsko rast. V prvem četrtletju leta 2008 je gospodarska rast v ZDA znašala 1,9 odstotka na letni ravni (celo več od pričakovanj). Tako »visoka« rast pa je bila predvsem posledica šibkega dolarja ter izvoza. Vendar gospodarska rast že v drugem delu leta 2008 ne bo tako krepka. To nakazujejo številni indeksi potrošnje ter še vedno slabo stanje nepremičninskega sektorja, črne napovedi glede prihodnje inflacije ter rasti gospodarstva v ZDA (Grm, 2008).

Stranski učinek nižanja obrestnih mer in finančne krize v ZDA pa je zagotovo tudi šibek dolar. Šibka valuta povečuje konkurenčnost ameriškega gospodarstva (predvsem v primerjavi z Evropo, manj s Kitajsko), kar povečuje izvoz in posledično znižuje zunanjetrgovinski primanjkljaj. Ameriške denarne oblasti namenoma vzdržujejo nizko vrednost dolarja, saj šibek ameriški dolar rešuje ZDA pred recesijo. Težave povzročajo tudi vedno višje cene nafte. S tako rastjo cen nafte je moč pričakovati visoko inflacijo osnovnih življenjskih potrebščin, ki bo povzročala množične stavke, visok prag revščine in brezposelnosti ter nekonkurenčnost gospodarstva. Prav kombinacija visoke inflacije ter padajoče potrošnje ob zgodovinsko visokih cenah nafte (ki se praktično dnevno draži) je garancija, da se ameriški dolar v kratkem še ne bo okrepil. Kljub temu, da daje FED prednost rasti pred inflacijo, pa vendarle ne more

zanemariti visoke cene zlata, cene nafte in šibkega dolarja. Ameriško gospodarstvo se bo moralo soočiti z reševanjem tudi tega problema. Že malo bolj spodbudne novice o ameriškem gospodarstvu ali prvi znaki upočasnjevanja gospodarske aktivnosti v EU pa bodo zagotovo povzročili obrat in dolgo pričakovano krepitev ameriškega dolarja (Grm, 2008).

Hipotekarna kriza in rekordne cene nafte so na trgu delovne sile v ZDA vplivale tudi na rast nezaposlenosti. Brezposelnost je narasla na 5,7 odstotka. Ta stopnja brezposelnosti je najvišja raven v zadnjih štirih letih (Zaplotnik, 2008).

Zaradi krize na trgu hipotekarnih posojil pa ljudje ne ostajajo samo brez delovnih mest, temveč tudi brez domov. Če ameriška vlada ne bo ukrepala, bo brez domov ostalo še veliko več ljudi. Zaradi neplačevanja obrokov hipotekarnih posojil je aprila 2008 v ZDA grozila izvršba nad 243 tisoč hišami in stanovanji. V celotnih ZDA je sicer le dva odstotka vseh stanovanj in hiš pod grožnjo zaplembe, a to za tiste, ki jim grozi izguba doma, ni nobena tolažba (STA, 2008a). Brez stanovanj in hiš naj bi zaradi hipotekarne krize po nekaterih napovedih lahko ostalo tudi do pol milijona Američanov.

Ameriški ekonomisti recesijo definirajo kot opazni padec v gospodarski aktivnosti, ki traja več kot nekaj mesecev in je viden v realnem bruto domačem proizvodu, stopnji zaposlovanja, industrijski proizvodnji in (vele- in malo-) prodaji. Številni strokovnjaki so si edini, da ZDA ob trenutni gospodarski situaciji izpolnjujejo vse zgoraj omenjene kriterije.

Da se je recesija v ZDA že začela, ne dvomi skoraj nihče. Ta trenutek se postavlja le vprašanje, kako dolgo bo obdobje brez gospodarske rasti in kako močno bo to vplivalo na blaginjo potrošnika (Grm, 2008).

7 VPLIV NA EVROPO

In zakaj taka mednarodna razsežnost krize? Finančni trgi so med seboj tesno povezani, padec tečajev v eni državi vpliva na gospodarstvo drugih držav. Čeprav je dejansko teh drugorazrednih hipotek razmeroma malo (le 13 do 15 odstotkov), je proces listinjenja vplival na to, da problem ni ostal le ameriški, temveč je s trgovanjem s temi papirji dosegel tudi preostali del sveta. Tu velja poudariti, da so ZDA največja svetovna dolžnica oziroma "proizvajalka" dolžniških vrednostnih papirjev, saj so tujci upniki kar 80 odstotkov ameriških kreditov. Med njimi je tudi precej tujih centralnih bank, ki imajo te papirje shranjene v svojih rezervah. Zato je kriza, ki se je sprva začela v Ameriki, prizadela ves svet, najbolj pa Evropo (Špenko, 2007).

Nestabilen pa je tudi nepremičninski trg. Za izgubo domov se vse bolj bojijo Britanci, Irci, Španci, Indijci, ker ne bodo več zmogli odplačevati posojil, poročstva pa so zaradi zmanjševanja vrednosti nepremičnin vse manj vredna. Nepremičninski balon je počil tudi na Poljskem in v baltskih državah, kjer so premožni Zahodnoevropejci kupovali nepremičnine kot naložbo. Cene nepremičnin, ki so bile zadnja leta rekordne, se vračajo na realno vrednost.

Kljub temu pa so zaenkrat posledice ameriškega finančnega virusa v evroobmočju milejše, kot bi sicer lahko bile, k čemur je zagotovo prispevala hitra in odločna akcija Evropske centralne banke. Ta je namreč s svojimi intervencijami pomagala evropskim bankam z likvidnimi sredstvi v času negotovosti, ko je vladalo nezaupanje med bankami pri posojanju sredstev (Špenko, 2008).

Gospodarstvo evroobmočja pa je še vedno v negotovosti. Najbolj zaskrbljujoča je naraščajoča inflacija, ki še vedno vztraja na zgodovinsko visokih ravneh. Zaostrovanje se kaže tudi na kreditnih in posojilnih trgih. Tudi gospodarska rast držav evroobmočja je vse nižja. Nizka potrošnja, zmanjševanje investicij (obrestne mere so na nespremenjeni ravni), šibek dolar pa ne obetajo izboljšanj. Kljub vsemu pa naj bi se Evropa izognila recesiji.

Kljub temu da so v Evropi delovale bonitetne agencije bolj korektno kot v Ameriki, pa je Evropska komisija že začela z večjimi ukrepi in nadzorom nad bonitetnimi agencijami. Predlagali so pogoje, ki jih bodo morale izpolnjevati agencije, če bodo hotele delovati v EU. Kot so poudarili, je cilj teh pogojev zagotoviti, da bodo ocene, ki jih izdelujejo bonitetne agencije, zanesljive in natančne. Opozorili so tudi na to, da se banke in druge finančne ustanove preveč zanašajo zgolj na ocene bonitetnih agencij in same niso dovolj pozorne na dogajanje na trgih (STA, 2008b).

SKLEP

Za krizo, ki je avgusta leta 2007 prizadela najprej ZDA in kasneje tudi Evropo, ne moremo reči, da ni bila pričakovana. Nobelov nagrajenec Joseph Stiglitz je v pogovoru za Sunday Times med drugim razložil, zakaj so bila svarila, da bo prišlo do finančne krize, preslišana (Kocbek, 2008b). Preveč ljudi je služilo preveč denarja. V finančnem in nepremičninskem sektorju so služili toliko denarja, da so želeli verjeti, da ne delajo nič narobe. Veliko je bilo samoprevare, ugotavlja ugledni ekonomist. Velik del krivde nosi tudi Ameriška centralna banka, ker je gospodarstvo preplavila z gotovino – zaradi zniževanja temeljne obrestne mere se ni splačalo varčevati, zato so potrošniki in podjetja povečali potrošnjo (Kocbek, 2008b).

Torej kljub temu, da so današnji finančni trgi močno regulirani, da obstaja mnogo navodil in pravil za delovanje na trgih, da obstaja vse več strokovnjakov, ki svetujejo udeležencem, in da obstaja toliko nadzornih ustanov, v prihodnosti še vedno lahko pričakujemo različne krize.

Nobena finančna kriza pa ni enaka prejšnji. Iz vsake krize se lahko naučimo nekaj novega in v vsaki krizi je nekdo glavni krivec. Tokrat so bile to bonitetne agencije. Posledice, ki jih bodo občutile te agencije, bodo gotovo (vsaj v naslednjih nekaj letih) v strožjem nadzoru nad njihovim delovanjem. Pričakujemo lahko tudi spremembo zakonodaje, ki bo poostrila način dela teh agencij. In nazadnje, kar bo bonitetne agencije najbolj prizadelo, je to, da bodo pri drugih udeležencih na trgu izgubile del svojega ugleda, ki so ga imele prej. Ljudje so namreč bonitetnim agencijam verjeli na »besedo«.

Na Slovenijo ameriška finančna kriza ni vplivala neposredno. Slovenske banke, skladi in druge institucije naj namreč ne bi kupovali »okuženih« hipotekarnih obveznic. Prav tako

Slovenija še nima tako razvitega sekundarnega hipotekarnega trga, da bi se podobna zgodba lahko zgodila tudi pri nas. Vendar pa bomo tudi Slovenci občutili krizo. Zaradi nezaupanja na medbančnih finančnih trgih so se obrestne mere financiranja na tujih trgih dvignile in posledično tudi financiranje slovenskih bank, te pa bodo podražile odobrena posojila slovenskim podjetjem in potrošnikom.

Nestabilnost lahko pričakujemo tudi na nepremičninskem trgu. V Sloveniji smo bili v zadnjih dveh desetletjih vajeni, da so cene nepremičnin nenehno naraščale in je veljalo splošno prepričanje, da se lahko hiša ali stanovanje v prihodnjih letih vedno proda po višji ceni od trenutne. Vendar takšna situacija tudi pri nas ne bo trajala v nedogled in lahko rečemo, da je le vprašanje časa, kdaj bo ponudba presegla povpraševanje, kar bo posledično privedlo do začetka padanja cen (Špenko, 2008).

LITERATURA IN VIRI

1. *Banka Koper, d.d.* Kreditna Linija. Najdeno 21. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.banka-koper.si/BIN/product.seam?id=FE2FDC37-CC63-A440-D35C-2DECE8BBFD11&cid=2>
2. *Bank for international settlements* (2001). Asset Securitisation. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bcbsca06.pdf>
3. DAMIJAN P., J. (2007, 13. avgust). Ameriški finančni virus na pohodu. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://razgledi.net/blog/2007/08/13/ameriski-financni-virus-na-pohodu/>
4. DOLES, J.; JELOVČAN, M. & KASTELIC J. (2008). Finančna kriza – priložnost za zaslužek. *Bančni vestnik*, 57, (1–2), 58–61.
5. *Evropski parlament* (2007, 30. avgust). Več preglednosti na svetovnem finančnem trgu. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20070823STO09819+0+DOC+XML+V0//SL&language=SL>
6. FRANK, M. (2007). Razvitost hipotekarnega bančništva doma in po svetu 1. *Bančni vestnik*, 56, (4), 6–10.
7. FRANK, M. (2007). Razvitost hipotekarnega bančništva doma in po svetu 2. *Bančni vestnik*, 56, (5), 19–23.
8. GRM, J. (2007a, 15. oktober). Šibek dolar rešuje ZDA pred recesijo. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=8900>
9. GRM, J. (2007b, 2. december). ECB – povečanje ali znižanje obrestne mere. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://juregrm.blogspot.com/2007/12/ecb-poveanje-ali-znianje-obrestne-mere.html>
10. GRM, J. (2008, 9. junij). Cena črnega zlata – nočna mora potrošnika. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=10594>
11. ING B. (1997). Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications. Euromoney publications PLC, str. 37.
12. JAKHEL, Č. (2007, 14. avgust). Svetovni trgi v lastni omaki. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/188685/Svetovni_trgi_v_lastni_omaki
13. JANEVSKA, L. (2004). Prenos kreditnega tveganja. *Bančni vestnik*, 53, (3), 42–47.
14. KENDA, A. (2008, 24. julij). Kriza se ne dogaja samo drugim. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/219086>

15. KOCBEK, D. (2008a, 22.februar). Kdo miži in kdo molči. Najdeno 21. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tednik/200807/clanek/nar--ekonomija-darja_kocbek/
16. KOCBEK, D. (2008b, 18. julij). Kdo je naslednji? Katera banka? Katera država?. Najdeno 21. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tednik/200829/kdo_je_naslednji__katera_bank__katera_drzava_
17. KOVAČ, S. (2002). Rating agencije in verodostojnost rating ocen. *Bančni vestnik*, 51, (12), 7–9.
18. KOVAČ, S. (2006). *Vloga in razvoj mednarodnih rating agencij Moody's, Standard & Poor's in Fitch*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. KRANJC, G. (2007, 24. avgust). Re: Razprodaja v finančnem sektorju. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/forumi/?rate&m=105436>
20. LOWENSTEIN, R. (2008, 27. april). Triple-A Failure. Najdeno 7. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9900EFDE143DF934A15757C0A96E9C8B63>
21. MESAR, M. (2008, 28. julij). Ameriške sanje se razblinjajo na nepremičninskem trgu... Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=10841>
22. MOHORIČ, S. (2000). Listinjenje premoženja 1. *Bančni vestnik*, 49, (6), 2–9.
23. MORE, M. (2001). Pomen in možnost razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji. 7. strokovno posvetovanje o bančništvu, str. 3, 6.
24. POTISK, M. (2007, 25. julij). Bonitetna ocena. Najdeno 7. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://bond-digger.blogspot.com/2007/07/bonitetna-ocena.html>
25. POTISK ŠPENDL, A. (2000). Listinjenje kot metoda upravljanja bilance banke. *Bančni vestnik*, 49, (1–2), 42–45.
26. RIBNIKAR, I. (1996). Listinjenje. *Bančni vestnik*, 45, (1–2), 48–51,
27. SNOJ, A. & ŽNIDAR, M. (2007). Kriza na trgu posojil in kreditnih instrumentov, *Bančni vestnik*, 56, (11), 8–12.
28. STA (2007, 16. avgust). Bonitetne hiše pod drobnogledom Bruslja. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/188775>
29. STA (2008a, 15. maj). Nepremičninska kriza v ZDA se še ne umirja. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/212978>

30. STA (2008b, 31. julij). Evropska komisija za večji nadzor nad bonitetnimi agencijami. Najdeno 7. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljnovice.com/default.asp?podrocje=26&menu=5&novica=83852>
31. STA (2008c, 19. avgust). Zvezne rezerve izdale nova pravila glede hipotekarnih kreditov. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljnovice.com/default.asp?podrocje=28&menu=4&novica=82926>
32. ŠPENKO, M. (2007, 10. december). Aktualno dogajanje na mednarodnih trgih. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/sys/cmsspage.aspx?MapaId=32004&VsebinaId=226962>
33. ŠPENKO, M. (2008, 11. maj). Dogajanja na mednarodnih finančnih trgih in odraz teh dogajanj v Sloveniji. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/sys/cmsspage.aspx?MapaId=35004&VsebinaId=269471>
34. UGOVŠEK, J. (2008, 12. maj). HSBC: Nepremičninska kriza bo trajala (vsaj) še leto. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/212667>
35. *Uradni list Evropske unije* (2006, 11. marec). Sporočilo Komisije o bonitetnih agencijah. Najdeno 7. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:SL:PDF>
36. VUKOVIČ, D. (2007). *Presoja bonitete zavarovalnice s sistemom ratingov*. Magistrsko delo. Maribor: Ekonomska fakulteta
37. ZAPLOTNIK, Ž. (2008, 1. avgust). Vse več brezposelnih v ZDA. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/219703>