UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

PETER PREMRL

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

VPLIV FINANČNE KRIZE NA IZVAJANJE DENARNE IN GOSPODARSKE POLITIKE

Ljubljana, april 2010

PETER PREMRL

IZJAVA

Študent Peter Premrl izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal v soglasju s svetovalcem prof. dr. Boštjanom Jazbecem, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 28. 04. 2010

Podpis: _____

KAZALO

UVOD 1
Problematika in namen magistrskega dela 1
Cilj magistrskega dela 6
Metodologija 7
1 TEMELJI FINANČNE KRIZE V ZDA 8
1.1 Klasifikacija finančnih kriz 8
1.2 Povečana ponudba hipotekarnih kreditov 10
1.3 Prvorazredni in drugorazredni kreditojemalci 11
1.4 Porast povpraševanja po kreditih s prilagodljivo obrestno mero 13
1.5 Porast finančnih tveganj 15
1.6 Rast listinjenja 16
2 STANOVANJSKI TRG V ZDA 18
2.1 Vloga lastniškega stanovanja v ZDA 18
2.2 Kupci primarnega stanovanja 21
2.3 Kupci sekundarnega stanovanja 22
2.4 Investitorji 23
2.5 Špekulanti 25
3 DENARNA POLITIKA PREDSEDNIKA FEDA GREENSPANA 26
3.1 Politika nizke Fed funds obrestne mere 26
3.2 Porast hipotekarnih kreditov s prilagodljivo obrestno mero 26
3.3 Ukrepi predsednika Feda Greenspana v času finančnih kriz 28
3.4 Protideflacijska politika Feda 29
3.5 Premoženjski učinek 29
4 RAST INVESTICIJ DRŽAV V RAZVOJU 31
4.1 Rast kitajskih investicij 31
4.2 Rast investicij ostalih držav v razvoju 32
4.3 Povečevanje likvidnosti s strani centralnih bank 33
5 NOVE OBLIKE FINANČNIH INSTRUMENTOV IN STRATEGIJ 34
5.1 Konec obdobja tradicionalnega bančništva 34
5.2 Postopek listinjenja 37
5.3 Strukturirani ABS 38
5.4 Bančni sistem v senci 40
5.5 Likvidnostne težave finančnih institucij 41
5.6 Povečevanje finančnega vzvoda 42
5.7 Nerazumevanje principa razpršitve investicij 44
6 NEPRIMEREN NADZOR KREDITODAJALCEV 45
6.1 Kompleksen in neučinkovit sistem regulatornih institucij 45
6.2 Vladna politika spodbujanja lastništva stanovanj 47
6.3 Greenspanova neučinkovita politika nadzora finančnih trgov 49
6.4 Konzervativnost regulatornih institucij 50

6.5 Denarna politika predsednika Feda Bernankeja ... 50
7 RAST, BALON, OHLAJANJE, ZLOM STANOVANJSKEGA TRGA ... 52
7.1 Rast stanovanjskega trga ... 52
7.2 Stanovanjski balon ... 53
7.3 Precenjenost stanovanj ... 55
7.4 Ohlajanje stanovanjskega trga ... 56
7.5 Zlom stanovanjskega trga ... 57
7.6 Razsežnosti krize na stanovanjskem trgu ... 58
8 KREDITNA KRIZA ... 60
8.1 Začetek kreditne krize ... 60
8.2 Ponovno ovrednoteno kreditno tveganje ... 62
8.3 Finančne težave zavarovalnih institucij ... 64
8.4 Vpliv finančnega vzvoda na likvidnost ... 65
8.5 Razsežnosti kreditne krize ... 68
9 PROTIKRIZNI UKREPI AMERIŠKE VLADE IN FEDA ... 72
9.1 Počasni in nezadostni začetni ukrepi ameriške vlade in Feda ... 72
9.2 Nejasna politika ameriške vlade ... 74
9.3 Nekonvencionalni instrumenti Fedove denarne politike ... 77
9.4 Gospodarski stimulativni paket predsednika Busha ... 81
9.5 Stečaj Lehman Brothersa ... 83
9.6 Povečano tiskanje bankovcev ... 85
9.7 Gospodarski stimulativni paket predsednika Obame ... 88
9.8 Vladna politika zmanjševanja števila zaplemb stanovanj ... 89
9.9 Stabilnost na finančnih trgih ... 91
9.10 Obseg pomoči ameriške vlade in Feda ... 94
10 SVETOVNA GOSPODARSKA KRIZA ... 97
10.1 Padec stopnje varčevanja v ZDA ... 97
10.2 Padec vrednosti USD ter porast cen nafte in zlata ... 102
10.3 Padec vrednosti premoženja gospodinjstev ... 104
10.4 Umirjanje razmer na trgih ... 108
11 IZHODNA STRATEGIJA OB KONCU FINANČNE KRIZE ... 109
11.1 Potrebne spremembe po finančni krizi ... 109
11.1.1 Računovodsko pravilo vrednotenja po tržnih cenah ... 110
11.1.2 Ponovna določitev pravila zgornjega nivoja ... 111
11.1.3 Povečanje obsega podatkov ... 111
11.1.4 Reforma procesa zaplembe stanovanja ... 112
11.1.5 Povečanje finančne pismenosti ... 112
11.1.6 Potencialni nastanek novega balona v gospodarstvu ... 113
11.1.7 Povečanje finančne transparentnosti in odgovornosti ... 114
11.2 Regulatorne spremembe ... 114
11.3 Fedova izhodna strategija ... 117
SKLEP ... 119

LITERATURA IN VIRI **121**
PRILOGE

KAZALO SLIK

Slika 1: Klasifikacija finančnih kriz 9
Slika 2: Gibanje vrednosti ameriških delniških indeksov Dow Jones, S&P 500 in Nasdaq Composite 23
Slika 3: Gibanje cen stanovanj 24
Slika 4: Znesek hipotekarnih kreditov, katerih pogoji odplačevanja se bodo spremenili 30
Slika 5: Obseg listinjenja po kategorijah kreditov 36
Slika 6: Kapitalska struktura povprečnega RMBS 37
Slika 7: Rast obsega izdanih CDO 39
Slika 8: Globalni finančni sistem 41
Slika 9: Struktura investicij povprečnega SIV 41
Slika 10: Povezava med stopnjo brezposelnosti v ZDA in pričetkom dvigovanja Fed funds obrestne mere 52
Slika 11: Gibanje cen stanovanj in napoved cen v prihodnosti s pomočjo modela 54
Slika 12: Porast obsega zaplemb stanovanj skozi sedanjo finančno krizo 58
Slika 13: Odstotek zaplenjenih stanovanj od celotne prodaje stanovanj v danem letu 59
Slika 14: Presežne zaloge stanovanj v ZDA 60
Slika 15: Zaostreni pogoji za pridobitev kredita 72
Slika 16: 6-mesečni USD LIBOR, 2-letni in 10-letni ameriški državni vrednostni papir 76
Slika 17: Sprejete protiponudbe na avkcijah TAF 78
Slika 18: Sestava stimulativne fiskalne pomoči po državah 96
Slika 19: Javni dolg v odstotkih BDP 96
Slika 20: Lastniška struktura ameriškega javnega dolga (7,6 bilijona USD), september 2009 97
Slika 21: Indeks ISM v proizvodnem sektorju ZDA 101
Slika 22: Zmanjšanje zaposlenosti po demografskih skupinah (Q4/2007-Q3/2009, v %) 101
Slika 23: Ceni nafte in zlata (v USD) 103
Slika 24: Neto nakupi ameriških državnih vrednostnih papirjev 104
Slika 25: Osebna potrošnja v odstotkih BDP 105
Slika 26: Sestava stopnje rasti BDP 106
Slika 27: Neto premoženje gospodinjstev (v bilijonih USD) 108
Slika 28: Obseg listinjenja ponovno raste 109
Slika 29: Fedova strategija izhoda 118

KAZALO TABEL

Tabela 1: Regulatorne institucije trga hipotekarnih kreditov 46
Tabela 2: Vpliv finančnega vzvoda na vrednost investicije 66
Tabela 3: Kapitalske izgube finančnih institucij na globalni ravni (do 11. februarja 2010) 70
Tabela 4: Fedovi instrumenti denarne politike 80
Tabela 5: Vladna pomoč skozi finančno krizo (v mrd USD) 94
Tabela 6: Sestava stimulativne fiskalne pomoči v okviru programa ARRA v ZDA 95
Tabela 7: Odstotek celotnega neto premoženja ameriških gospodinjstev glede na višino osebnega dohodka 107

UVOD

Problematika in namen magistrskega dela

V magistrski nalogi bom predstavil finančno krizo v letih 2007–2010 in njen vpliv na izvajanja denarne in gospodarske politike v ZDA. Leta 2007 je nastopila kreditna kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov, ki se je nato razširila na kreditni ter leta 2008 tudi celoten finančni trg. V zadnjem četrtletju leta 2008 pa so tržni analitiki pričeli ugotavljati, da je finančna kriza prešla v gospodarsko krizo. Zmanjšanemu povpraševanju potrošnikovin obsegu proizvodnje ter varčevalnim ukrepom je, prvič po Veliki depresiji iz 30-ih let prejšnjega stoletja, sledila recesija v vseh največjih svetovnih gospodarstvih, z izjemo Kitajske. Nadaljnje zaostrovanje gospodarskih razmer in dolgotrajno recesijo so preprečile centralne banke in vlade s pomočjo vrste obsežnih finančnih ukrepov in pomoči. Zaradi obširne tematike se bom v magistrskem delu osredotočil le na analizo finančne krize v ZDA, kjer se je kriza tudi pričela in je bilo tudi dogajanje najbolj pomembno za razmere v svetovnem gospodarstvu.

V 1. poglavju se bom osredotočil na temelje finančne krize v ZDA, podal definicijo kreditne krize po Owensu in Schreftu (1992, str. 1) ter klasifikacijo finančnih kriz. V zadnjih 2 desetletjih se je na trgu močno povečala ponudba hipotekarnih kreditov, hkrati so se znižali kriteriji za pridobitev tovrstnega kredita. Finančne institucije so pričele agresivno ponujati kredite predvsem drugorazrednim kreditojemalcem in si pri tem pričele zaračunavati visoke provizije. S ciljem visokih dobičkov in nizkega tveganja so agresivno ponujale kredite s prilagodljivo obrestno mero. Vzporedno z rastjo obsega kreditov s prilagodljivo obrestno mero je porasla tudi kreditna izpostavljenost kreditojemalcev, posledično pa so porasla tudi finančna tveganja. Nadalje so finančne institucije začele združevati več posameznih kreditov v svežnje glede na stopnjo tveganja in jih nato listinile. Tako so imeli investitorji možnost izbire med manj tveganimi, vendar tudi manj donosnimi vrednostnimi papirji, ter bolj tveganimi in hkrati donosnejšimi vrednostnimi papirji. Pomembno vlogo na področju listinjenja imata vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac.

V 2. poglavju bom prikazal razmere na stanovanjskem trgu v ZDA. Lastniško stanovanje je eden od ključnih osebnih ciljev v ameriški družbi in ravno zato so prebivalci pripravljeni plačati za stanovanje, kolikor jim omogočajo kreditne sposobnosti. Obdobje ugodnih kreditnih pogojev v letih pred kreditno krizo so mnogi prebivalci izkoristili za nakup večjega stanovanja, drugega stanovanja, počitniške enote ali zgolj za adaptacijo svojega stanovanja. Pri tem so pogosto najemali hipotekarne kredite s prilagodljivo obrestno mero, ki so jih finančne institucije agresivno ponujale. Hkrati je na trgu poraslo število špekulantov, katerih cilj je bil izvedba nakupa in prodaje stanovanj v najkrajšem času ter z maksimizacijo dobička.

3. poglavje je namenjeno predstavitvi denarne politike ameriške centralne banke Fed v obdobju predsednika Alana Greenspana. Predsednik Greenspan je s politiko nizke Fed funds obrestne mere želel omiliti težave na delniških trgih, obenem pa je spodbudil rast stanovanjskega balona. Ob tem je s svojimi izjavami finančne institucije spodbujal k odobravanju hipotekarnih kreditov s prilagodljivo obrestno mero, ki naj bi bolj ustrezali življenjskemu slogu Američanov. Nizka Fed funds obrestna mera je ob začetku 21. stoletja spodbudila refinanciranje hipotekarnih kreditov, hkrati pa je prišlo tudi do učinka premoženja.

V zadnjem desetletju je občutno porasel obseg investicij na svetovni ravni, k čemur je veliko prispeval porast investicij s strani Kitajske. Centralne banke so zaradi sprejetja Kitajske v Svetovno trgovinsko organizacijo novembra 2001 kljub zniževanju ključnih obrestnih mer videle večje nevarnosti za deflacijo. Kitajska je namreč pričela na trge ekonomsko razvitih držav izvažati nizko cenovne proizvode. Hitra rast cen surovin, posebno nafte in povečano povpraševanje potrošnikov po kitajskih proizvodih sta vplivala na nadaljnjo gospodarsko rast Kitajske ter na povečevanje trgovinskega deficita v ZDA. Hkrati so Kitajska, Bližnji vzhod, Rusija in druge s surovinami bogate države pričele povečevati svoje naložbe v ZDA. Najprej so investitorji iz držav v razvoju povpraševali po varnih, a nizko donosnih ameriških državnih vrednostnih papirjih, sčasoma pa po vedno donosnejših, vendar tudi vedno bolj tveganih vrednostnih papirjih, vključno z obveznicami, izdanimi na podlagi drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Vpliv rasti investicij držav v razvoju in posledično zniževanje ključnih obrestnih mer na nastanek kreditne krize bom opisal v 4. poglavju.

V 5. poglavju bodo predstavljene nove oblike finančnih instrumentov in strategij, katerih obseg, kompleksnost in pomembnost so se v zadnjem desetletju občutno povečali. Takrat se je končalo obdobje tradicionalnega bančništva, vedno večji pomen pa je pridobival bančni sistem v senci. Rast ponudbe novih oblik finančnih instrumentov je bila posledica nizke Fed funds obrestne mere, povečanega povpraševanja investitorjev po visoko donosnih naložbah ter rasti in razvoja internetnih aplikacij (Zandi, 2009b, str. 10). Tako so finančne institucije pričele izdajati obveznice na hipotekarne in avtomobilske kredite ter tudi dolg potrošnikov na kreditnih karticah. S ciljem maksimizacije dobička so združevale posamezne kredite v svežnje glede na stopnjo tveganja in jih nato listinile. Sredi 90. let 20. stoletja je listinjenje postalo glavni vir dobička v investicijskem bančništvu. Poleg tega je listinjenje kreditov bankam sprostilo kreditne linije ter jim omogočilo odobritev novih kreditov. V želji po vedno večjih donosnostih so investitorji začeli uporabljati finančni vzvod, ki jim je omogočil, da so kljub majhnemu finančnemu vložku oziroma marži investirali veliko večje zneske, tudi preko 200-kratnik zneska vplačane začetne marže. Zaradi izjemno nizkih obrestnih mer v letih 2002 in 2003 so se investitorji množično zadolževali in sredstva vlagali v novoizdane vrednostne papirje. Od konca leta 2007 pa je imelo vedno več finančnih institucij težave z likvidnostjo zaradi neobvladovanja časovnega

horizonta zadolževanja in investiranja. Regulatorne institucije so bile ob tem zmotno prepričane, da se z razpršitvijo investicij zmanjša tveganje znotraj bančnega sistema.

V 6. poglavju bom predstavil neprimeren nadzor finančnih institucij s strani regulatornih institucij, ki so soodgovorne za nastalo finančno krizo. Rezultati njihovih raziskav so pokazali, da večina kreditojemalcev ne pozna svojih finančnih obveznosti iz naslova kreditne pogodbe. Ameriška centralna banka Fed ni pravilno ocenila nevarnosti nastajajoče kreditne krize in ni posegala na dogajanje na trgu. Prav tako Agencija za nadzor in uveljavljanje zakonov o borzi in vrednostnih papirjih (angl. *Securities and Exchange Commission – SEC*) v času nastajanja kreditne krize ni posvečala pozornosti nadzoru postopkov izdajanja kreditov, temveč predvsem zlorabam notranjih informacij pri trgovanju z vrednostnimi papirji. Posledično niso reagirale niti preostale institucije in agencije, ki so specializirane za nadzor določenega segmenta finančnega trga. Poleg tega so regulatorni organi zaupali poročilom in bonitetnim ocenam s strani bonitetnih agencij, ki pa se financirajo s sredstvi izdajateljev ocenjevanih vrednostnih papirjev. Ti so bonitetnim agencijam pošiljali zavajajoče podatke, zato so bile tudi bonitetne ocene napačne. Ob tem so imele bonitetne agencije težave pri razvijanju modelov za ocenjevanje kreditnega tveganja v primeru nastopa krize na stanovanjskem trgu ali gospodarske recesije. El-Erian (2008, str. 187) si zastavlja vprašanje, ali je mogoče zaupati bonitetnim agencijam, in meni, da bodo te v prihodnje nedvomno deležne strokovnega pregleda svojega delovanja s strani vladnih organov.

Natančnejšemu pregledu razlogov za povečano povpraševanje na stanovanjskem trgu pred kreditno krizo ter zmanjšano povpraševanje v času kreditne krize je namenjeno 7. poglavje. Nakup stanovanj je zaradi nizkih donosnosti na delniških trgih in nizkih depozitnih obrestnih mer postajal bolj privlačen tudi za investitorje, ki so s ciljem doseganja večjih donosnosti pričeli najemati vedno večje hipotekarne kredite. Na podlagi historičnih podatkov so bili prepričani, da bodo tako kakor v preteklosti cene stanovanj porasle tudi v prihodnosti. Poleg tega so lahko plačila obresti na hipotekarne kredite uveljavili za zmanjšanje davčne osnove, od sredine 90. let 20. stoletja pa tudi kapitalski dobički od prodaje stanovanj niso bili obdavčeni. Zato se je občutno povečalo število stanovanjskih špekulantov, ki so želeli maksimizirati dobiček. Kreditojemalci so v vlogah za odobritev kredita zamolčali pomembne podatke ali celo navajali neresnične podatke z namenom pridobitve večjega zneska kredita pod ugodnejšimi kreditnimi pogoji.

Prednosti rasti cen stanovanj so bile: (1) povečana gospodarska rast, (2) povečano število novoustvarjenih delovnih mest in (3) porast premoženja lastnikov stanovanj, kar jim je omogočalo večje zadolževanje in potrošnjo (Zandi, 2009, str. 15). Posledično je porasla inflacija in sredi leta 2004 je zato Fed pričel zniževati Fed funds obrestno mero.

V drugem četrtletju leta 2005 se je pričel stanovanjski trg ohlajati. Po večletni rasti cen in začetku zviševanja Fed funds obrestne mere vedno več lastnikov stanovanj ni zmoglo

odplačevati kreditov. Na trgu se je povečevala ponudba stanovanj, po katerih pa je bilo povpraševanja vedno manj. Lastniki so želeli stanovanja čim prej prodati in tako preprečiti, da bi bila zaradi padanja cen vrednost njihovega stanovanja manjša kot obveznosti iz naslova kreditov.

V 8. poglavju sledi predstavitev kreditne krize. Z ohlajanjem stanovanjskega trga se je pričelo tudi zmanjševanje povpraševanja po kreditih, ki so ga kreditodajalci želeli preprečiti z agresivnejšo ponudbo novih oblik kreditnih pogodb. Poraslo je povpraševanje po hipotekarnih kreditih s prilagodljivo obrestno mero, ki so bili privlačni predvsem zaradi nizkih obrestnih mer v začetnem obdobju odplačevanja kredita. Lastniki stanovanj, ki so najeli tovrstne kredite, niso poznali svojih obveznosti skozi celotno obdobje odplačevanja kredita in so v času kreditne krize hitro izgubili premoženje.

Kreditodajalci so od kupcev stanovanj zahtevali vedno manjši delež lastnega kapitala in jim svetovali, naj najamejo raje dva manjša kredita, ki pa bosta zneskovno skupaj enaka enemu večjemu kreditu. Tako so se kreditojemalci izognili plačilu zavarovanja, ki ga je potrebno plačati pri najemu večjega kredita. Navadno so bile skupne kreditne obveznosti enake vrednosti stanovanja, kar pomeni, da kreditojemalci v primeru padca cene stanovanja niso imeli zadostnega finančnega kritja. Vendar so bili manjši krediti navadno sklenjeni po prilagodljivi obrestni meri in so stroški odplačila skozi obdobje odplačevanja občutno porasli. Takrat so finančne institucije komitentom svetovale refinanciranje in predčasno poplačilo starega kredita, kar pa je bilo vezano na pogodbene kazni. Finančne institucije so dodatno pričele izdajati kredite brez predhodnih dokazil kreditojemalcev o ustreznem lastnem kapitalskem vložku ali rednih osebnih prihodkih. Z začetkom kreditne krize je postajal nakup stanovanj vedno bolj nedostopen, kreditojemalci pa niso uspeli plačati niti začetnih obrokov že odobrenih kreditov. Na navedene poslovne izgube so se odzvali regulatorni organi in omejili nekatere agresivne oblike kreditiranja.

Sredi leta 2007 so se v finančnih težavah znašli špekulativni skladi investicijske banke Bear Stearns, ki so agresivno vlagali v vrednostne papirje, izdane na osnovi drugorazrednih hipotekarnih kreditov. V obdobju rekordno visokih nivojev cen delnic, obveznic in stanovanj so bile novice o težavah Bear Stearnsa za investitorje povsem nepričakovane. Posledično se je nenaklonjenost tveganju občutno zvišala in investitorji so množično prodajali svoje investicije. Na finančnih trgih se je zmanjšalo povpraševanje in likvidnostne težave so še porasle. S trga drugorazrednih hipotekarnih kreditov se je kreditna kriza razširila na denarni trg.

Povečano kreditno tveganje je vplivalo na porast medbančnih obrestnih mer in zmanjšanje likvidnosti. Banke zaradi nelikvidnega trga niso bile več sposobne ovrednotiti izgub svojega premoženja in so pričele z odpisi slabih terjatev. Dodatne težave so za banke predstavljali visoko tvegani podjetniški krediti, ki so jih nameravale listiniti in prodati

investitorjem. Ker ni bilo več povpraševanja po tovrstnih vrednostnih papirjih, se je kreditna izpostavljenost bank povečala.

V težavah so se znašle tudi finančne institucije, ki so nudile kreditno zavarovanje za vrednostne papirje. Te institucije so garantirale poplačilo finančnih izgub v primeru stečaja izdajatelja dolžniških vrednostnih papirjev. Sprva so nudile zavarovanje le za vrednostne papirje, izdane s strani vladnih agencij, s ciljem doseganja večjega dobička pa so ponudbo garancij razširile tudi na visokotvegane dolžniške vrednostne papirje in listinjene vrednostne papirje na podlagi dolžniških instrumentov. Bonitetne agencije so od teh finančnih institucij zahtevale višja kapitalska sredstva, če želijo ohraniti bonitetno oceno. Znižanje bonitetne ocene pa je pomenilo, da je njihovo zavarovanje brez vrednosti in po njem ni bilo več povpraševanja.

Spomladi leta 2008 so zašle v likvidnostne težave tudi največje investicijske banke in ostale investicijske institucije, ki so pri svoji naložbeni politiki uporabljale finančni vzvod (leverage), ki omogoča trgovanje z velikimi zneski na osnovi majhnih finančnih vložkov. Finančni vložek mora pokriti le začetno in gibljivo maržo, finančne institucije pa lahko upravljajo z nekaj 10- ali celo 100-kratnim zneskom vplačane marže. Posledično dobički ali izgube hitro dosežejo ali celo presežejo finančni vložek. Bear Stearns je špekuliral z vrednostnimi papirji, izdanimi na osnovi stanovanjskih hipotekarnih kreditov, in je zato v času rasti cen na trgu stanovanj dosegal velike dobičke. Ob povečani negotovosti med tržnimi udeleženci se je sicer znašel pred stečajem, vendar je bil Fed prepričan, da je Bear Stearns preveč pomembna finančna institucija za stabilnost celotnega finančnega sistema, zato je posredoval pri njegovem prevzemu s strani J. P. Morgan Chasea.

V 9. poglavju bom predstavil protikrizne ukrepe ameriške vlade in Feda. Ob začetku krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov vlada in Fed nista predvidela pravih razsežnosti kreditne krize in zato so bili tudi protikrizni ukrepi počasni in nezadostni, politika ameriške vlade pa nejasna. Leta 2008 je ameriški Kongres sprejel Bushev stimulativni paket v višini 168 milijard USD, namenjen znižanju davkov gospodinjstev, davčnim spodbudam in aktivni politiki zaposlovanja. Fed je finančnim institucijam v težavah omogočil nove likvidnostne vire preko nekonvencionalnih instrumentov. V nasprotju pa ni posredoval pri likvidnostnih težavah investicijske banke Lehman Brothers, ki je 15. septembra 2008 razglasila stečaj. Posledično je nenaklonjenost tveganju tržnih udeležencev porasla do rekordnih vrednosti. Na zaostrene razmere se je odzval novi ameriški predsednik Obama in februarja 2009 odobril stimulativni paket v višini 787 milijard USD, ki je bil namenjen davčnim olajšavam in povečanju potrošnje vlade. Poleg tega si je vlada preko politike lažje dostopnih hipotekarnih kreditov želela spodbuditi stanovanjski trg, predvsem pa zmanjšati število zaplemb stanovanj. V devetem poglavju je prikazano tudi prizadevanje ameriškega finančnega ministra Geithnerja za povečanje finančne stabilnosti preko programa Financial Stability Trust, čemur sledi pregled programov pomoči vlade in Feda.

Finančna kriza se je razvila v gospodarsko krizo, opisano v 10. poglavju. Za obdobje pred začetkom krize je značilno, da so prebivalci ZDA močno znižali stopnjo varčevanja ter povečali kreditiranje in potrošnjo. Ob začetku kreditne krize se je zaradi povečane nenaklonjenosti tveganju in upada zaupanja v ameriško gospodarstvo zmanjšal tudi obseg investicij v ZDA, kar je vplivalo na padec vrednosti USD. Ta pa je vplivala na porast vrednosti cen surovin, posebno nafte in zlata, s katerimi se trguje predvsem v USD. Skozi finančno krizo je občutno padla vrednost premoženja prebivalcev ZDA, hkrati pa je njihova zadolženost dosegla rekordno visoke nivoje.

V 11. poglavju bom predstavil izhodno strategijo iz ukrepov pomoči v času finančne krize. Poleg Zandijevih predlogov sprememb, ki jih je potrebno vpeljati z namenom preprečitve finančnih kriz v prihodnje, bom prikazal tudi predvidene regulatorne spremembe na finančnem trgu in Fedovo izhodno strategijo.

Cilj magistrskega dela

Cilj magistrskega dela je celovita predstavitev razvoja finančne krize ter njenega vpliva na finančne trge in gospodarstvo. Podati želim dogajanje v letih pred nastopom finančne krize ter razloge, ki so pripeljali do nje. Pav tako skušam dokazati hipotezo, da je bilo ukrepanje ameriške centralne banke Fed, ameriške vlade in vladnih institucij skozi finančno krizo z namenom umirjanja razmer na finančnih trgih učinkovito. Fed je skozi krizo izvajal konvencionalne ukrepe pogosteje in v večjem obsegu ter uvedel tudi vrsto nekonvencionalnih ukrepov. Podobno se je spremenil tudi pogled na pomen vloge države pri urejanju tržnih razmer, vlada pod vodstvom predsednika Obame je tako sprejela največji paket stimulativne fiskalne pomoči v zgodovini ter preko kapitalskih vložkov vstopila v lastninsko strukturo največjih komercialnih in investicijskih bank ter zavarovalnic. V magistrskem delu bom podal svoje mnenje o razvoju krize, primernosti protikriznih ukrepov, predloge za umirjanje razmer na finančnem trgu in odpravljanje posledic finančne krize.

Harris (2008, str. 113) trdi, da je razumevanje vloge ameriške centralne banke Fed pred finančno krizo temeljilo na napačnih političnih odločitvah skozi Veliko depresijo v 30-ih letih ter Veliko inflacijo v 70-ih letih 20. stoletja. Menim, da bosta po koncu trenutne krize redefinirani vlogi centralne banke pri izvajanju denarne politike in vlade pri interveniranju na trgu. Poskušal bom dokazati, da je bilo interveniranja Feda in vlade nujno potrebno in učinkovito ter da bi v nasprotnem primeru ameriško in posledično svetovno gospodarstvo beležila dolgoletno recesijo.

Metodologija

Pri izdelavi magistrske naloge bom uporabil (1) deskriptivno metodo, s katero bom predstavil uporabljene teoretične pojme, opisal razloge za nastanek kreditne krize, razmere na finančnih trgih skozi kreditno krizo ter ukrepe Feda in ameriške vlade. (2) Z metodo klasifikacije bom predstavil finančno pomoč in njene oblike. (3) S primerjalno oziroma komperativno metodo bom primerjal razloge nastanka finančne krize in ukrepe pri njenem reševanju. (4) Metoda sinteze mi bo omogočila združiti lastne ugotovitve, do katerih bom prišel skozi nalogo v ustrezne sklepe. (5) Empirično metodo pa bom uporabil pri zbiranju in urejanju podatkov ter oblivanju slik in tabel.

Pri pisanju magistrske naloge se bom opiral na tujo strokovno literaturo in vire s področja denarne in fiskalne politike, saj je o sedanji finančni krizi domače strokovne literature malo. V pomoč mi bodo tuje (1) strokovne knjige in članki, (2) raziskave tržnih analitikov poslovnih bank, (3) intervjuji, govori predstavnikov FOMC in zapisniki z zasedanja FOMC ter (4) kronologije finančnih kriz. Strokovne članke sem iskal predvsem na spletnih straneh ameriške centralne banke Fed, Mednarodnega denarnega sklada (IMF), Banke za mednarodne poravnave (BIS) in Svetovne banke (WB).

Magistrsko nalogo bom razdelil na enajst širših sklopov, znotraj katerih bom oblikoval posamezna podpoglavja, sledil bo sklep s temeljnimi ugotovitvami. Ob koncu bodo navedeni literatura in uporabljani viri, ki jih bom uporabljal pri pisanju. Dodatek predstavljajo tri priloge z obrazložitvijo uporabljenih kratic, angleško-slovenskim slovarjem strokovnih izrazov ter dodatnimi slikami in tabelami. Uporabljal bom izrazoslovje, ki je v splošni uporabi. Pri strokovnih terminih, ki še niso prevedeni oziroma je prevod neustrezen, bom poleg lastnega prevoda navedel tudi angleški termin.

1 TEMELJI FINANČNE KRIZE V ZDA

1.1 Klasifikacija finančnih kriz

Owen in Schreft (1992) trdita, da nastopi kreditni krč (angl. *credit crunch*), ko finančne institucije pri določeni obrestni meri občutno zmanjšajo obseg ponujenih kreditov za kreditojemalce, katerih kreditno tveganje ostane nespremenjeno. Kreditni krč je torej posledica povečane nenaklonjenosti tveganju kreditodajalcev oziroma bega v kvaliteto (angl. *flight to quality*). S pomočjo diagrama ponudbe in povpraševanja je mogoče kreditno krizo prikazati s premikom krivulje ponudbe po finančnih sredstvih v levo, ob predpostavki, da bonitetne ocene kreditojemalcev ostanejo nespremenjene. Podobno definirata kreditno krizo Bernanke in Lown, ki trdita, da pri kreditni krizi pride do občutnega premika krivulje ponudbe bančnih kreditov v levo, ob tem pa se realna obrestna mera in bonitetna ocena potencialnih kreditojemalcev ne spremeni (Felsenheimer & Gisdakis, 2008, str. 205).

Kompleksnost različnih oblik investicij je v korelaciji z nastankom finančnih kriz, saj je stabilnost finančnega sistema odvisna od transparentne in učinkovite realokacije finančnih tveganj. Tako je hiter in slabo nadzorovan porast trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti vplival na stečaj špekulativnega sklada Long-Term Capital Management (LTCM), zlom delniškega trga leta 1987 in krizo na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Finančni analitiki se sicer strinjajo, da uporaba izvedenih finančnih instrumentov pozitivno vpliva na delovanje finančnih trgov v obdobju gospodarske sukcesije, hkrati pa trdijo, da njihova uporaba poveča volatilnost v obdobju eksogenih finančnih šokov.

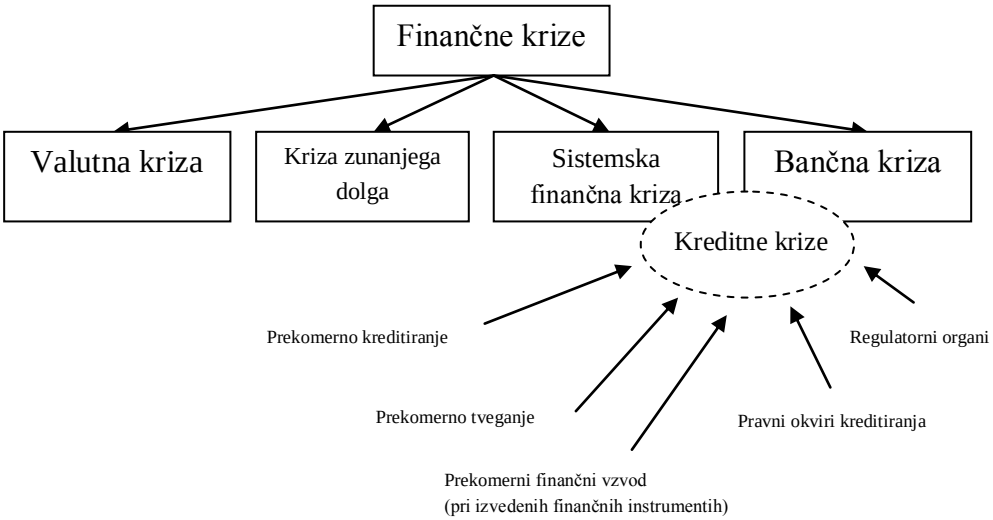
Pomembno vlogo v obdobjih zaostrenih razmer na finančnih trgih ima sistem regulatornih organov, prepričan pa sem, da bi moral biti sposoben hitrejše in učinkovitejše prilagoditve nenehnemu spreminjanju razmer na trgu, hkrati pa biti zmožen ocenjevati in obvladovati nove finančne instrumente. Ob tem Edwards (2009a, str. 1) opozarja, da se je skozi japonsko recesijo v 90. letih 20. stoletja pokazalo, da se v obdobju recesije drastično zmanjša zaupanje investitorjev glede obvladovanja razmer na finančnih trgih s strani regulatornih organov.

Kompleksnost finančnega sistema in transmisijskih mehanizmov pride do izraza šele v času finančnih kriz in ravno zato so tržni udeleženci takrat toliko bolj presenečeni. Tržni udeleženci z visoko nenaklonjenostjo tveganju pričnejo prodajati svoja finančna sredstva, kar posledično zaradi velike ponudbe teh sredstev zniža njihovo vrednost. Pri tem je pomembna psihološka komponenta reakcij tržnih udeležencev. Gustav le Bon je leta 1897 menil, da so zavedna dejanja posameznikov substitucija za nezavedna dejanja množice. Toda nevropsihologi pod vodstvom Vasilyja Kluchareva so v letu 2009 prišli do spoznanja, da živčni sistem, ki nam omogoča učenje, hkrati vpliva, da sledimo vedenju množice (Grice, 2009a, str. 1).

Začetni stroški, ki so neposredno povezani s finančno krizo, predstavljajo manjši del celotnih stroškov krize. Ti namreč vsebujejo tudi stroške, ki jih povzroči drugi ali tretji val krize. Pri teh učinkih je vedno prisoten tudi faktor neracionalnosti tržnih udeležencev. Med finančnimi krizami obstajajo določene podobnosti, vedno pa je mogoče zaznati tudi specifičnosti. Felsenheimer in Gisdakis (2008, str. 206–207) klasificirata finančno krizo glede na vzrok nastanka in posledično navajata štiri glavne oblike finančne krize (Slika 1):

- Valutna kriza: Špekulativni napad na valuto, kateremu sledi občutna devalvacija deviznega tečaja. Denarne oblasti intervenirajo na deviznem trgu z namenom preprečitve nadaljnje devalvacije (npr. z dvigom obrestne mere).
- Kriza zunanjega dolga: Razmere, ko država ni zmožna poravnavati svojega zunanjega dolga.
- Sistemska finančna kriza: Več hkratnih težav v finančnem sistemu, ki neugodno vplivajo na realno gospodarstvo. Zajema lahko valutno in posledično bančno krizo, medtem ko obratno razmerje ni nujno.
- Bančna kriza: Dejanske ali potencialne finančne težave bank, zato banke začasno svojim varčevalcem prenehajo izplačevati obveznosti. Pogosto mora s finančno pomočjo intervenirati vlada in preprečiti stečaje bank.

Slika 1: Klasifikacija finančnih kriz



Vir: J. Felsenheimer & P. Gisdakis, Credit Crisis: From Tainted Loans to a Global Economic Meltdown, 2008, str. 207.

Caballero in Kurlat (2009, str. 34) trdita, da kljub mnogim podobnostim, ki so značilne za finančne krize, glavnega razloga za nastanek krize ni lahko prepoznati. Finančno krizo

lahko povzročijo pričakovani dejavniki, kakor hitra rast nepremičninskega balona ali trga izvedenih finančnih instrumentov, vendar se nato stopnjuje zaradi vzajemnih učinkov finančnih, političnih in socialnih dejavnikov.

1.2 Povečana ponudba hipotekarnih kreditov

Neučinkovit nadzor trga drugorazrednih hipotekarnih kreditov v ZDA je v začetku 21. stoletja destabiliziral delovanje svetovnega finančnega sistema in bil povod za recesijo v mnogih razvitih državah. Finančne institucije so v zadnjem desetletju zniževale kriterije za odobritev kreditov, posebno drugorazrednih kreditov (angl. *subprime loan*). Kreditojemalci tako ob vložitvi kreditne vloge niso potrebovali dokazil o zaposlitvi ali višini osebnih dohodkov, zmanjševal se je zahtevani odstotek lastnega začetnega kapitala in ugodnejše je bilo zavarovanje kredita. Posledično se je povečal odstotek neodplačanih drugorazrednih hipotekarnih kreditov, avtomobilskih kreditov, obveznosti na kreditnih karticah in študentskih kreditov.

Menim, da finančne institucije ne bi smele zavajati komitentov in jim samoiniciativno svetovati, da namesto enega najamejo dva zneskovno manjša kredita in se tako izognejo plačilu zavarovanja kredita. Obresti kreditov so bile ob začetku odplačevanja nizke in kreditojemalci so dobili finančna sredstva pod ugodnejšimi začetnimi kreditnimi pogoji, kakor da bi plačali zavarovanje kredita. Prepričan sem, da bi regulatorne institucije v tem obdobju z učinkovitejšim nadzorom še lahko preprečile nastanek kreditne krize.

Finančne institucije so vedno agresivneje ponujale hipotekarne kredite s prilagodljivo obrestno mero (angl. *adjustable-rate mortgage loan,* v nadaljevanju ARM). Pri ARM so se kreditojemalci lahko odločili, da bodo mesečno odplačevali le obresti ali del obresti, za neodplačani del obresti pa se jim poveča glavnica. V tem primeru so njihove kreditne obveznosti naraščale in odplačilni pogoji so se spreminjali. Kreditojemalci pogosto niso poznali spremenjenih odplačilnih pogojev, kar je po mojem mnenju eden od pomembnejših razlogov za nastanek krize na stanovanjskem trgu.

V ZDA imajo vladne institucije pomembno vlogo na stanovanjskem trgu, saj je bilo v zadnjem desetletju ob njihovi podpori izdanih več kakor 40 % vseh hipotekarnih kreditov. Vlada spodbuja kreditiranje prebivalstva ob pomoči Zvezne stanovanjske administracije (angl. *Federal Housing Administration,* v nadaljevanju FHA) ter Veteranske administracije (angl. *Veterans Administration,* v nadaljevanju VA) (Zandi, 2009a, str. 30). Vladni instituciji sicer ne nudita kreditov neposredno, vendar omogočata kreditodajalcem zavarovanje kreditov za primer neodplačila kreditov. FHA in VA sta v času stanovanjskega balona pričela izgubljata vpliv, ker so zasebni kreditodajalci nudili drugorazredne hipotekarne kredite strankam pod ugodnejšimi pogoji. Od začetka kreditne krize se njun vpliv ponovno povečuje zaradi občutnega padca ponudbe s strani zasebnih kreditodajalcev in večjih zakonskih pristojnosti FHA.

Ameriška vlada je svoj vpliv na stanovanjskem trgu ohranjala ob pomoči vladnih agencij The Federal National Mortgage Association oziroma Fannie Mae in The Federal Home Loan Mortgage Corp. oziroma Freddie Mac. Vlada je Fannie Mae ustanovila v obdobju Velike depresije v 30. letih 20. stoletja z namenom spodbujanja hipotekarnega kreditiranja ter povečevanja lastništva stanovanj. Gospodarska kriza med letoma 1929 in 1933 je bila ena največjih ali celo največja gospodarska kriza v zgodovini ZDA. V tem obdobju je realni neto nacionalni produkt padel za polovico, nominalni pa za tretjino (Friedman, M. & Jasobson Schwartz, 2008, str. 11).

Z enakim namenom je bil leta 1970 ustanovljen Freddie Mac, ki naj bi poleg tega predstavljal konkurenco Fannie Mae. Obe vladni agenciji sta bili pri svojem delovanju uspešni in bili leta 1989 preoblikovani v delniški družbi. Kljub temu sta bili tudi nadalje regulirani s strani vlade. Po ustanovitvenem aktu sta Fannie Mae in Freddie Mac zavezana spodbujanju lastništva na stanovanjskem trgu pri finančno šibkejših skupinah prebivalstva. Zato je bilo agencijama onemogočeno odobravanje zneskovno velikih kreditov (angl. *jumbo loan*).

Po preoblikovanju v delniški družbi agenciji nista bili več v pristojnosti vlade, ta pa ni bila več pravno zavezana, da jima pomaga v primeru poslovnih težav. Tržni udeleženci so kljub temu menili, da bo vlada po potrebi agencijama pomagala. Fannie Mae in Freddie Mac sta imela zato ugodnejši dostop do finančnih virov na trgu kot konkurenčne finančne družbe. Skozi sedanjo finančno krizo je vlada zaradi njune velikosti in pomembnosti za ameriški stanovanjski trg in ameriško gospodarstvo finančno pomagala agencijama pri težavah z insolventnostjo ter preprečila njun stečaj. V septembru 2008 je vlada prevzela nadzor nad agencijama. V tem času se je pričela v medijih vse pogosteje pojavljati fraza "prevelik, da bi propadel" (angl. *"to big to fail"*).

Fannie Mae in Freddie Mac sta zaradi potrebe po doseganju čimvečjih dobičkov spodbujala rast trga drugorazrednih hipotekarnih kreditov, kar je bilo v skladu z interesi njunih delničarjev in ustanovitvenim aktom, s predpostavko, da agenciji nudita kredite kreditojemalcem, ki na trgih niso uspeli dobiti finančnih sredstev. Ker so bile njune poslovne izgube večje kakor kapitalska sredstva, sta prišli septembra 2008 pod skrbništvo Zvezne agencije za stanovanjsko financiranje (angl. *Federal National Mortgage Association*, v nadaljevanju FHFA).

1.3 Prvorazredni in drugorazredni kreditojemalci

Pomen vladnih institucij na trgu hipotekarnih kreditov se je močno zmanjšal v času stanovanjskega balona. Leta 2007 je odstotek nezapadlih kreditov, izdanih s strani zasebnih kreditodajalcev, znašal 60 %. Trg zasebnih hipotekarnih kreditov je mogoče

razčleniti na osnovi različnih kriterijev. Najpogosteje se uporablja kriterij kreditnih točk kreditojemalca, ki odraža ažurnost poravnavanja preteklih kreditnih obveznosti. Finančne institucije ločijo glede na število kreditnih točk med prvorazrednimi (angl. *prime borrower*) in drugorazrednimi (angl. *subprime borrower*) kreditojemalci. Število kreditnih točk potencialnih kreditojemalcev finančne institucije izračunajo s pomočjo statističnih metod. Število je odvisno od (1) predhodne plačilne discipline, (2) števila kreditnih kartic v posesti in ostalih finančnih obveznosti, (3) števila aktivno uporabljenih kreditnih linij, ki so na voljo (Zandi, 2009b, str. 36).

Najbolj razširjena klasifikacija kreditnih točk je FICO klasifikacija, pri kateri se razpon kreditnih točk giblje med 300 in 850. Nižje število kreditnih točk predstavlja večjo verjetnost, da kreditojemalec ne bo zmožen redno odplačevati kreditnih obveznosti. Kreditne točke so se kot kriterij odobravanja potrošniških kreditov, vključno s hipotekarnimi krediti, uveljavile v 90. letih 20. stoletja, prvotno pa so se uporabljale pri odobravanju limitov na kreditnih karticah.

Prvorazrednega kreditojemalca je mogoče definirati kot osebo, ki je v preteklosti relativno redno plačevala svoje finančne obveznosti in je zato pri kreditodajalcih zaželena. Obstaja verjetnost, da je s plačilom nekaterih finančnih obveznosti v preteklosti sicer zamujala, vendar ne več kakor dva meseca. V primeru dvomesečne zamude se njeno število kreditnih točk zmanjša in lahko izgubi status prvorazrednega kreditojemalca. Drugorazredni kreditojemalec pa je nasprotno v preteklosti pogosto zamujal s plačilom svojih finančnih obveznosti, jih ni v celoti odplačal ali mu še nikoli ni bil odobren kredit. V obdobju rasti stanovanjskega balona se je na nepremičninskem trgu povečalo število kupcev prvega stanovanja, ki jim v preteklosti kredit nikoli ni bil odobren.

Večino kreditojemalcev je mogoče uvrstiti med obe navedeni skrajnosti. Alternativni A kreditojemalci (angl. *alternative-A borrower*) so kreditojemalci z velikim številom kreditnih točk, ki jim manjka določen pomemben podatek, kot je dokazilo o višini rednih prihodkov.

Finančne institucije potencialnega kreditojemalca opredelijo kot drugorazrednega v primeru, da ima manj kot 620 kreditnih točk. Pred nastopom kreditne krize v ZDA je bilo povprečno število kreditnih točk kreditojemalcev 700 (Zandi, 2009b, str. 37). V obdobju stanovanjskega balona se je povečalo število kreditnih točk drugorazrednih kreditojemalcev zaradi agresivne ponudbe drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Tako so tovrstne kredite najeli tudi kreditojemalci, ki so izpolnjevali pogoje za pridobitev konvencionalnih oblik kreditov. Kreditodajalci so preferirali drugorazredne hipotekarne kredite zaradi višjih obrestnih mer in bonusov, ki so jih prejeli ob sklenitvi teh kreditnih pogodb. Tako je v letu 2006 povprečno število kreditnih točk drugorazrednih kreditojemalcev, ki so najeli stanovanjski kredit, poraslo na 650. Obseg izdanih

drugorazrednih hipotekarnih kreditov je porasel povsod po ZDA, najbolj v Kaliforniji in na Floridi, kjer je bilo v letu 2006 takih več kakor tretjina vseh izdanih kreditov.

1.4 Porast povpraševanja po kreditih s prilagodljivo obrestno mero

Drugorazredni kreditojemalci so najeli kredit s prilagodljivo obrestno mero (ARM) in s tem povečali svoje finančne težave. Ponudba ARM je bila na finančni trgih prisotna že 30 let, a je bila namenjena le prvorazrednim kreditojemalcem, ki so ob nakupu stanovanja vplačali lastni začetni finančni vložek ter imeli redne osebne prihodke. Pogoji so se v obdobju stanovanjskega balona pričeli rahljati in leta 2006 je imelo prilagodljivo obrestno mero 90 % vseh odobrenih drugorazrednih kreditov (Zandi, 2009b, str. 39).

Pri hipotekarnih kreditih s fiksno obrestno mero se znesek mesečnega odplačila obveznosti ne spreminja skozi obdobje odplačevanja ne glede na spremembe Fed funds obrestne mere. V ZDA ima tri četrtine neodplačanih hipotekarnih kreditov fiksno obrestno mero. Ameriška vlada je ponudbo 30-letnih kreditov s fiksno obrestno mero pospeševala po Veliki depresiji preko FHA in Fannie Mae z namenom spodbujanja lastništva stanovanj. Pri kreditih s fiksno obrestno mero lahko kreditojemalci enostavno izračunajo svoje bodoče finančne obveznosti in se tako izognejo finančnim težavam ter odplačevanju kreditov. V primeru padca dolgoročnih obrestnih mer se lahko kreditojemalci refinancirajo po nižji obrestni meri.

Veliko kreditojemalcev v obdobju visoke stopnje inflacije in visoke Fed funds obrestne mere ne izpolnjuje pogojev za pridobitev kredita s fiksno obrestno mero. Finančne institucije so zato v zgodnjih 80. letih 20. stoletja tem kreditojemalcem ponudile kredite s prilagodljivo obrestno mero. Kreditojemalci teh kreditov plačujejo v prvih letih nizko obrestno mero, vezano na kratkoročne tržne obrestne mere, ki so v normalnih tržnih razmerah nižje kakor dolgoročne. Pri tem sicer tvegajo, da bodo v primeru rasti tržnih obrestnih mer v prihodnosti kredit odplačevali po višji obrestni meri, vendar so pripravljeni tvegati zaradi nižje obrestne mere v začetnem obdobju odplačevanja kredita.

Kreditiranje po prilagodljivi obrestni meri so od 80. let 20. stoletja spodbujale regulatorne institucije, da bi finančne institucije s tem zmanjšale svojo obrestno izpostavljenost. Te so namreč odobravale kredite s fiksno obrestno mero, hkrati pa komitentom plačevale depozitne vloge po variabilni obrestni meri. To je bil vzrok za finančno krizo v začetku 90. let 20. stoletja. Nekdanji predsednik Feda Greenspan se je pred kreditno krizo v svojih govorih pozitivno opredelil do kreditov s prilagodljivo obrestno mero. Pri tem je izpostavil, da je frekventnost selitev prebivalcev v ZDA nižja kakor 10 let in zato plačevanje obrestne mere vezane, na 10-letne državne obveznice, ni smotrno. Predsednik Greenspan je trdil, da bi bili bolj primerna rešitev krediti s prilagodljivo obrestno mero, katerih obrestna mera se prilagaja tržnim obrestnim meram po treh, petih ali sedmih letih. Mislim pa, da je vsekakor

potrebno predsedniku Greenspanu priznati povečano transparentnost izvajanja denarne politike (Priloga 3: Tabela 1).

Lastnost kredita s prilagodljivo obrestno mero je prilagajanje obrestne mere kreditne pogodbe tržnim obrestnim meram. Padec kratkoročnih tržnih obrestnih mer je zato za kreditojemalce ugoden, medtem ko imajo lahko v primeru porasta kratkoročnih tržnih obrestnih mer finančne težave. Podatki Mortgage Bankers' Association kažejo, da imajo kreditojemalci, ki najamejo kredite s prilagodljivo obrestno mero, večje težave pri odplačevanju kredita kakor kreditojemalci, ki najamejo kredite s fiksno obrestno mero. Delež neodplačanih kreditov s prilagodljivo obrestno mero je približno 50 % večja kakor delež neodplačanih kreditov po fiksni obrestni meri (Zandi, 2009b, str. 41).

V obdobju stanovanjskega balona so kupci stanovanj tri četrtine drugorazrednih hipotekarnih in dve tretjini alternativnih A hipotekarnih kreditov najeli po prilagodljivi obrestni meri. Ti predstavljajo četrtino vseh neporavnanih hipotekarnih kreditov. Drugorazredni hipotekarni krediti s prilagodljivo obrestno mero so običajno strukturirani tako, da se pogoji odplačevanja kredita spremenijo po dveh letih plačevanja fiksne obrestne mere. Mesečno plačilo obveznosti se običajno vsakih šest mesecev prilagaja benchmark indeksu. Pri drugorazrednih hipotekarnih kreditih, odobrenih leta 2006, je bilo tako mesečno plačilo obveznosti prvič spremenjeno v začetku leta 2008.

Velikost spremembe mesečnega plačila obveznosti je odvisna od višine tržne obrestne mere v trenutku prilagoditve obrestne mere kredita. Kreditojemalcem, ki so najeli kredit s prilagodljivo obrestno mero leta 2005, so plačila mesečnih obveznosti v začetku leta 2007 močno porasla zaradi takratnih visokih kratkoročnih tržnih obrestnih mer. Med pogodbenimi pogoji drugorazrednih hipotekarnih kreditov je tudi klavzula maksimalnega enkratnega porasta obrestne mere za 2 odstotni točki. To pomeni, da lahko obrestna mera kreditne pogodbe ob vsaki spremembi odplačilnih pogojev poraste za maksimalno 2 odstotni točki, kar se je leta 2007 tudi zgodilo. Mesečna plačila kreditnih obveznosti so zneskovno v povprečju porasla za 350 USD, iz 1.200 USD na 1.550 USD.

Finančne institucije so z namenom povečanja obsega kreditiranja po prilagodljivi obrestni meri modificirale kreditne pogodbe in vstavile dodatne pogoje ter posledično na kreditojemalce prenesle del obrestnega tveganja. Pogosto je bila vključena nizka obrestna mera v začetnem obdobju odplačevanja kredita oziroma vaba (angl. *teaser rate*). Vaba je omogočala večjemu številu kreditojemalcev izpolnjevanje pogojev za pridobitev kredita, vendar le ob njenem upoštevanju pri odplačevanju kredita skozi celotno obdobje. S tem so finančne institucije zanemarile dejstvo, da mesečna odplačila kreditnih obveznosti po spremembi pogojev porastejo. Pred kreditno krizo leta 2007 je vaba znašala le 1–2 %.

Poleg vabe so finančne institucije ponudile kreditojemalcem kreditni strukturi plačevanja samo obresti ter opcijo na kredit s prilagodljivo obrestno mero, ki sta v začetnem obdobju

odplačevanja kredita prav tako znižali znesek odplačila. Kreditna struktura plačevanja samo obresti predpostavlja le mesečno plačevanje obresti, medtem ko se celotna glavnica plača ob koncu obdobja. Kreditna struktura opcija na kredit s prilagodljivo obrestno mero nudi kreditojemalcem možnost izbire, da plačujejo obresti in glavnico ali obresti ali pa le minimalni znesek, ki je manjši od obresti. Neplačan del obresti se pripiše glavnici kredita in zato se postopek imenuje negativna amortizacija (Muolo & Padilla, 2008, str. 217). Nasprotno se klasični krediti skozi svojo življenjsko dobo v celoti amortizirajo. Zaradi maksimalnega zmanjšanja mesečnih plačil so se kreditojemalci najpogosteje odločali za plačilo minimalnega zneska.

Kreditni strukturi plačevanja samo obresti in opcija na kredit s prilagodljivo obrestno mero v začetnem obdobju odplačevanja kredita znižata zneske mesečnih obveznosti, toda hkrati občutno povečata zneske odplačila kredita v prihodnosti. Sorazmerno z rastjo negativne amortizacije in s podaljšanjem obdobja, skozi katero ta nastopa, se poveča znesek odplačila kredita. Ob pregledu literature sem prišel do spoznanja, da se je ravno v obdobju stanovanjskega balona ponudba novih kreditnih struktur občutno povečala.

1.5 Porast finančnih tveganj

Z rastjo kreditnih struktur s prilagodljivo obrestno mero se je povečalo tudi število kreditojemalcev, ki niso redno plačevali mesečnih obveznosti. Posledično je poraslo število zaplemb stanovanj. Vzroki za to so bili tudi prevelika izpostavljenost finančnim tveganjem, majhen ali ničen lastni začetni finančni vložek, nepreverjeni in zato nezanesljivi prihodki ter prezadolženost kreditojemalcev.

Finančne institucije so pričele zniževati pogoje za odobritev kreditov pri začetnem lastnem finančnem vložku, ki je bil za potencialne kreditojemalce najpogosteje glavna ovira pri nakupu stanovanj. Tradicionalno so finančne institucije od kreditojemalcev zahtevale minimalno 20 % lastni začetni finančni vložek od nakupne vrednosti stanovanja. Višina začetnega lastnega finančnega vložka je finančnim institucijam zagotavljala, da kreditojemalci ne bodo tvegali izgube stanovanja. V obdobju rasti stanovanjskega balona je lastni začetni finančni vložek padel na manj kakor 5 % ali sploh ni bil zahtevan.

Prav tako so finančne institucije tradicionalno zahtevale od potencialnih kreditojemalcev, ki niso vplačali zadostnega lastnega začetnega finančnega vložka, da najeti kredit zavarujejo. V obdobju stanovanjskega balona so finančne institucije želele znižati stroške najema kredita in zato potencialnim kreditojemalcem namesto zavarovanja svetovale alternativno možnost najetja dveh kreditov. Zneskovno večji kredit je znašal 80 % vrednosti nakupne cene stanovanja. Drugi, zneskovno manjši, je znašal preostalih 20 % vrednosti nakupne cene stanovanja, njegova obrestna mera je bila občutno večja kot pri zneskovno večjem kreditu in zato so ga investicijski bančniki poimenovali obremenilni kredit (angl. *piggyback loan*). Podobna je kreditna struktura 80/15/5, ki pomeni, da bo

kreditojemalec najel hipotekarni kredit v višini 80 % vrednosti stanovanja, obremenilni kredit v višini 15 % vrednosti stanovanja, medtem ko bo preostalih 5 % sredstev plačal ob sklenitvi nakupne pogodbe (Kalotay & Fu, 2009, str. 19). Z zniževanjem Fed funds obrestne mere se je dostopnost navedenih kreditov dodatno povečala.

Kupci stanovanj so se za najem obremenilnega kredita odločali predvsem zato, da bi se pri nakupu stanovanja izognili potrebi po vplačilu lastnih začetnih finančnih sredstev in zavarovanja. Celoten znesek kupnine so plačali z najetimi krediti, zato so se finančne institucije, ki so odobravale obremenilne kredite, izpostavile velikemu kreditnemu tveganju. Tradicionalno je povprečni stanovanjski hipotekarni kredit v ZDA znašal 40 % nakupne vrednosti stanovanja. V primeru, da ne upoštevamo kreditojemalcev, ki so kredit že odplačali, povprečni tradicionalni stanovanjski hipotekarni kredit znaša 65 % nakupne vrednosti stanovanja. Do leta 2006 je povprečni drugorazredni hipotekarni kredit porasel na 95 % nakupne vrednosti stanovanja. V obdobju kreditne krize so cene stanovanj padle, kreditne obveznosti kreditojemalcev so porasle in pogosto presegle tržno vrednost njihovih stanovanj.

Finančne institucije so pred odobritvijo kredita poleg opustitve zahtevanega vplačila lastnih začetnih finančnih vložkov tudi prenehale preverjati potrdila o rednih prihodkih kreditojemalcev. Te kredite so investicijski bančniki poimenovali krediti z navedenimi prihodki (angl. *stated income loan*) in so do leta 2006 presegli polovico odobrenih drugorazrednih hipotekarnih kreditov.

Kreditojemalci so nepreverjanje podatkov finančnih institucij izkoristili in v vlogah za odobritev kredita navajali višje redne prihodke, kakor so jih dejansko prejemali. Finančne institucije so jim zato odobrile višje zneske kreditov, kot bi jim pripadali. Menim, da bi se regulatorne institucije morale zavedati te nevarnosti in jo preprečiti. Leta 2006 je povprečni drugorazredni kreditojemalec preko 40 % svojih rednih prihodkov namenil za odplačevanje drugorazrednih hipotekarnih kreditov, skupaj z obveznostmi na kreditnih karticah, avtomobilskimi in študentskimi krediti pa več kot 50 %.

Zadolženost alternativnih A in jumbo kreditojemalcev je bila nekoliko nižja, vendar je med njimi naraščalo število špekulantov. Ti niso kupovali stanovanj z namenom bivanja, temveč so jih želeli v najkrajšem času in s čim večjim dobičkom prodati naprej. V primeru, da to ni bilo mogoče, so opustili naložbo, prenehali odplačevati hipotekarni kredit ter stanovanje prepustili banki. Prepričan sem, da bi morale biti regulatorne institucije sposobne predvideti potencialni razvoj dogodkov in obvestiti zakonodajno oblast.

1.6 Rast listinjenja

V tradicionalnem bančnem sistemu so se krediti financirali neposredno s strani finančnih institucij ali z listinjenjem in prodajo novih obveznic investitorjem. Ti obveznice držijo do

zapadlosti ali prodajo na svetovnih finančnih trgih. Do 80. let 20. stoletja so finančne institucije 90 % hipotekarnih kreditov financirale z depozitnimi vlogami varčevalcev, le 10 % hipotekarnih kreditov je bilo listinjenih. Osrednjo vlogo na stanovanjskem trgu so imele vladne agencije Fannie Mae, Freddie Mac in Ginnie Mae.

V 80. in 90. letih 20. stoletja je zaradi prevelike obrestne izpostavljenosti finančnih institucij močno poraslo listinjenje kreditov. Fannie Mae in Freddie Mac sta konec 80. let 20. stoletja postali delniški družbi, zato zanju omejitve za vladne institucije niso več veljale. Neformalno pa sta med tržnimi udeleženci še vedno veljali za agenciji z vladnim poroštvom in zato za varnejši od zasebnih finančnih institucij. Fannie Mae in Freddie Mac sta posledično na finančnih trgih lahko prišli do ugodnih virov finančnih sredstev in kapitalska sredstva obeh agencij so porasla. Do sredine 90. let 20. stoletja je bila več kot polovica hipotekarnih kreditov listinjenih.

V drugi polovici 90. let 20. stoletja se je na finančnih trgih povečala vloga zasebnih finančnih institucij, predvsem investicijskih bank, ki so ponujale drugorazredne hipotekarne kredite, alternativne A hipotekarne kredite ter jumbo kredite. Agencijama Fannie Mae in Freddie Mac namreč ni bilo dovoljeno odobravanje tovrstnih kreditov. Pred kreditno krizo je zasebnim finančnim institucijam tržni delež listinjenih hipotekarnih kreditov (angl. *mortgage-backed security*, v nadaljevanju MBS) porasel na 20 %.

Ugotovil sem, da je velik del tržnih udeležencev menil, da listinjenje prinaša prednosti. Finančnim institucijam, ki so odobrile kredite, se je zmanjšalo kreditno tveganje, sprostile so se jim kreditne linije, kar jim je posledično omogočilo odobravanje novih kreditov. Investitorjem je listinjenje nudilo dodatne možnosti investiranja, medtem ko so finančni posredniki prejemali visoke premije, ki so bile vračunane v ceno listinjenih vrednostnih papirjev (angl. *asset-backed security*, v nadaljevanju ABS). Regulatorne institucije so menile, da se s pomočjo listinjenja kreditno tveganje razprši med investitorje.

Sredi leta 2008 se je kreditna kriza na finančnih trgih razširila in razmerja med finančnimi institucijami so se ponovno spremenila. Zasebne finančne institucije so prenehale z listinjenjem, vloga Fannie Mae, Freddie Mac in Ginnie Mae pa je ponovno porasla. Menim, da bi morala biti politika listinjenja vladnih agencij transparentnejša in bolj nadzorovana.

Rast stanovanjskega balona in obsega odobrenih hipotekarnih kreditov je trajala od pomladi leta 2004 do jeseni leta 2007. V tem obdobju se je močno povečal obseg najbolj tveganih oblik drugorazrednih hipotekarnih kreditov, alternativnih A hipotekarnih kreditov ter jumbo kreditov s prilagodljivo obrestno mero. Leta 2006 je znesek izdanih hipotekarnih kreditov znašal 3 bilijone USD, od tega 615 milijard USD drugorazrednih hipotekarnih kreditov, 475 milijard USD alternativnih A hipotekarnih kreditov in 395 milijard USD jumbo kreditov s prilagodljivo obrestno mero. 250 milijard USD drugorazrednih kreditov s

prilagodljivo obrestno mero je bilo izdanih kreditojemalcem brez rednih prihodkov, ki niso vplačali niti lastnega začetnega finančnega vložka. Po mojem mnenju bi bilo tovrstno kreditiranje potrebno predhodno preprečiti, saj ti kreditojemalci z najemom kredita niso imeli ničesar izgubiti, lahko pa bi veliko pridobili. Mislim, da je tovrstnemu vedenju moč pripisati špekulativno naravo.

Finančne institucije so bile prepričane, da bodo drugorazredni kreditojemalci hipotekarne kredite še pred celotnim poplačilom predčasno refinancirali, ter predpostavljale, da bodo cene stanovanj naraščale in s tem tudi vrednost premoženja kreditojemalcev. Na osnovi tega premoženja bi jim v prihodnosti lahko odobrile refinanciranje pod še ugodnejšimi pogoji.

Toda rast cene stanovanj se je spomladi leta 2006 ustavila in v začetku leta 2009 so cene dosegle nivoje iz sredine leta 2003. Posledično je bilo v neugodni finančni situaciji 14 milijonov kreditojemalcev v ZDA. Njihovi dolgovi v nominalni vrednosti 2,5 bilijona USD so presegli vrednost njihovega premoženja. V spremenjenih tržnih razmerah kreditojemalci niso uspeli refinancirati svojih kreditov. Mislim, da je opisano dogajanje pokazalo neprimeren nadzor.

2 STANOVANJSKI TRG V ZDA

2.1 Vloga lastniškega stanovanja v ZDA

Kvaliteta in lokacija stanovanja poleg delovnega mesta najbolj vpliva na ekonomski status povprečnega ameriškega gospodinjstva, ki zato investira v nakup stanovanja, kolikor mu dovoljujejo prihodki in premoženje. K temu prispevajo tudi znatne državne finančne spodbude. Izpostaviti želim tudi psihološki vidik, življenski cilj vsakega Američana je namreč imeti svoje lastno stanovanje.

V ameriški strokovni literaturi se kot kazalec gospodarskega uspeha uporablja tudi lastniški delež stanovanj, to je delež gospodinjstev, ki imajo lastno stanovanje. Na podlagi tega kazalca je mogoče sklepati, da je ZDA od začetka druge svetovne vojne do leta 2005 doživela velik gospodarski uspeh. V tem obdobju je delež lastniških stanovanj porasel kar za 25 odstotnih točk, posebno hitro pri skupinah s tradicionalno nizko stopnjo lastništva; mladih, Afroameričanih, potomcih španskih priseljencev.

Po koncu druge svetovne vojne je ameriška vlada vojakom omogočila najem hipotekarnih kreditov po nizki obrestni meri brez lastnega začetnega finančnega vložka, zavarovanih preko vladnega VA. Delež gospodinjstev z lastniškim stanovanjem je porasel iz 44 % leta 1940 na 55 % leta 1950. Rast se je nato upočasnila, toda še vedno je dosegla 10 odstotnih točk v naslednjih 25 letih. Najpomembnejši dejavnik je bilo širjenje železniške povezave

med ameriškimi zveznimi državami v 60. in 70. letih 20. stoletja, ki je najemnikom stanovanj v mestih omogočila, da postanejo lastniki stanovanj v primestnih naseljih.

V 80. in v začetku 90. let 20. stoletja so cene stanovanj padale zaradi rasti obrestnih mer in posledično manj dostopnih kreditov, višje stopnje brezposelnosti, hranilne in kreditne krize ter kreditne krize v Kaliforniji in na severovzhodu ZDA. Delež gospodinjstev z lastniškim stanovanjem je bil leta 1995 le nekoliko višji kakor leta 1965.

Okrevanje stanovanjskega trga se je pričelo ob koncu 90. let 20. stoletja zaradi nižjih cen stanovanj, padanja obrestnih mer in večje dostopnosti hipotekarnih kreditov. Delež gospodinjstev z lastniškim stanovanjem je med letoma 1995 in 2005 porasel za 5 odstotnih točk na zgodovinsko najvišjo vrednost 69 %.

Stanovanjski stroški (hipotekarni krediti, davki na premoženje, stroški ogrevanja, stroški nakupa pohištva) so za povprečno ameriško gospodinjstvo največja proračunska postavka, ki obsega približno tretjino proračunskih sredstev. Transportni stroški znašajo sedmino, prehrambni stroški desetino proračuna povprečnega ameriškega gospodinjstva. Velik delež stanovanjskih stroškov ni odvisen od premoženjskega statusa gospodinjstva in je pokazatelj pomena statusa lastniškega stanovanja v ZDA. Za primerjavo, Novozelandci potrošijo za stanovanjske stroške četrtino, Francozi petino, Japonci in Korejci le sedmino proračunskih sredstev (Zandi, 2009b, str. 52).

Povprečnemu ameriškemu gospodinjstvu stanovanje predstavlja največje osebno premoženje, medtem ko mu hipotekarni kredit predstavlja največjo obveznost. Menim, da bi zato morala ameriška vlada in Fed stanovanjskemu trgu posvečati občutno večjo pozornost, saj bi tako morda preprečila finančno krizo. Po podatkih Feda je v obdobju stanovanjskega balona leta 2006 vrednost lastniških stanovanj znašala 22 bilijonov USD oziroma 2,5-krat več kakor desetletje prej. Nakup stanovanja je v ZDA običajno financiran s hipotekarnimi krediti, hkrati pa četrtina lastnikov stanovanj nima nobenega drugega premoženja. Celotni dolg ameriških gospodinjstev iz hipotekarnih kreditov je leta 2006 znašal približno 10 bilijonov USD, medtem ko je bilo celotno premoženje kreditojemalcev 12 bilijonov USD (Zandi, 2009b, str. 53).

Premoženje povprečnega ameriškega gospodinjstva je leta 2006 znašalo 110.000 USD. Premoženje iz naslova stanovanj je bilo med gospodinjstvi razporejeno relativno enakovredno in pri več kakor treh četrtinah gospodinjstev presegalo 30.000 USD. Vendar je velikost premoženja povprečnega gospodinjstva variirala po zveznih državah, v Monterey Peninsuli v Kaliforniji je bilo 400.000 USD, v Indianapolisu pa le 25.000 USD. Z izjemo obdobja borznega balona je bilo stanovanje vedno največje premoženje povprečnega ameriškega gospodinjstva.

Po Veliki depresiji, skozi katero so milijoni prebivalcev izgubili stanovanja, je vlada pričela aktivneje spodbujati lastništvo stanovanj, posebno preko davčne zakonodaje. Zaradi davčnih olajšav ameriško ministrstvo za finance izgubi letno 150 milijard USD prihodkov. Najpomembnejša davčna olajšava je bila sprejeta leta 1913 in omogoča zmanjšanje davčne osnove za plačane obresti na hipotekarne kredite. Prvotno ni bila namenjena spodbujanju lastništva, temveč davčni razbremenitvi podjetniškega dobička. Koncept prihodki minus stroški, pri čemer je plačilo obresti veljalo za strošek, je bil kasneje razširjen tudi na gospodinjstva. S kasnejšimi amandmaji je vlada iz stroškov izvzela plačila obresti na vse kredite, z izjemo plačil obresti na hipotekarne kredite. To olajšavo danes v ZDA koristi 40 milijonov davčnih zavezancev. Prepričan sem, da je tudi ta olajšava prispevala k nastanku finančne krize.

Pomembne davčne olajšave so tudi zmanjšanje davčne osnove za plačilo davkov na stanovanja ter nizke davčne stopnje na kapitalski dobiček od prodaje stanovanja. Ameriška vlada je v 90. letih 20. stoletja občutno znižala kapitalske dobičke od prodaje primarnega stanovanja. Kapitalski dobički pod 250.000 USD na osebo oziroma 500.000 USD na zakonski par so oproščeni plačila davka. Poleg tega ima vsak lastnik stanovanja pravico enkrat v življenju izkoristiti ekskluzivno pravico oprostitve davka celotnega kapitalskega dobička od prodaje stanovanja. V začetku 21. stoletja je ameriški predsednik George W. Bush sprejel dodatno olajšavo znižanja davčne stopnje na kapitalske dobičke.

Skupne stanovanjske davčne olajšave znižajo efektivno obrestno mero pri hipotekarnem kreditu za približno eno odstotno točko. Na primer, če bi v začetku letošnjega leta najeli prvorazredni hipotekarni kredit v višini 225.000 USD po fiksni obrestni meri 6,5 % in vplačali 10 % lastni začetni finančni vložek, bi zaradi davčnih olajšav mesečno prihranili 150 USD oziroma naše mesečno odplačilo kredita bi se znižalo s 1.425 USD na 1.275 USD. Kreditojemalci, ki želijo biti deležni davčnih olajšav, morajo na davčnem obrazcu navesti postavke za znižanje davčne osnove. Menim, da tak sistem ni enakopraven, saj bi bilo predhodno potrebno povečati finančno pismenost. Na davčno zakonodajo se namreč bolje spoznajo višje izobraženi in premožnejši prebivalci, ki zaradi davčnih olajšav tudi največ prihranijo.

Ameriška vlada spodbuja lastništvo stanovanj tudi z zagotavljanjem stalnega vira ugodnih hipotekarnih kreditov, kar je pomembno v času finančnih kriz. Finančne institucije, ki v normalnih tržnih razmerah nudijo hipotekarne kredite, so skozi Veliko depresijo izgubljale varčevalce in zato niso mogle odobravati novih kreditov. Zato je ameriška vlada leta 1932 ustanovila zvezne banke za stanovanjske kredite Federal Home Loan Banks (v nadaljevanju FHLB). Ker so bile FHLB finančne institucije z državno garancijo, so na finančnem trgu dobile sredstva po nižji obrestni meri, posledično pa tudi same posojale sredstva po nižji obrestni meri bankam, ki so nato odobravale kredite gospodinjstvom in podjetjem. Iz istega razloga je vlada ustanovila tudi FHA leta 1934, Fannie Mae leta 1938 in Freddie Mac leta 1968.

Leta 2007 se je k urejanju razmer na področju izdajanja hipotekarnih kreditov s kreditnim programom vključil Fed in v zavarovanje pri operacijah denarne politike finančnim institucijam v likvidnostnih težavah pričel sprejemati MBS. S to politiko je Fed občutno povečal likvidnost na trgu in mnoge banke rešil pred nelikvidnostjo (Waggoner, 2008, str. 74). Fed je tudi odkupoval kredite, ki sta jih odobrila Fannie Mae in Freddie Mac in vrednostne papirje, izdane na osnovi hipotekarnih kreditov, ki so bili zavarovani s strani obeh agencij. Cilji Fed so bili stabiliziranje cen vrednostnih papirjev, normaliziranje razmer na področju MBS, znižanje obrestne mere hipotekarnih kreditov na finančnem trgu in preprečitev poglabljanja kreditne krize.

2.2 Kupci primarnega stanovanja

V obdobju stanovanjskega balona so bili krediti dostopni pod ugodnimi pogoji. V teh okoliščinah so največ pridobili kupci svojega primarnega stanovanja. Ti so menili, da morajo izkoristiti življenjsko priložnost in kupiti stanovanje, saj so bili odpravljeni vsi tradicionalni pogoji najetja hipotekarnega kredita: kreditne točke, lastni začetni finančni vložek ter visoka mesečna odplačila kredita.

Pred nastankom stanovanjskega balona so prebivalci ZDA težko kupili svoje prvo stanovanje. V začetku tega desetletja so bile obrestne mere na hipotekarne kredite nizke, strma rast cen pa se še ni pričela. Kljub dobrim kreditnim referencam, povprečnemu osebnemu dohodku in 10 % lastnemu začetnemu finančnemu vložku, povprečno gospodinjstvo ni imelo dovolj finančnih sredstev za nakup svojega primarnega stanovanja po povprečni tržni ceni. V začetku 80. let 20. stoletja so bile tržne razmere za kupce primarnega stanovanja še manj ugodne, saj je imelo gospodinjstvo s povprečnim dohodkom le 50 % potrebnih finančnih sredstev za nakup stanovanja po povprečni ceni.

Razmere na stanovanjskem trgu so se spremenile s povečano ponudbo drugorazrednih hipotekarnih kreditov s prilagodljivo obrestno mero, z vabo in brez lastnega začetnega finančnega vložka. Kljub zanemarljivemu porastu osebnih prihodkov, visokim obrestnim meram drugorazrednih hipotekarnih kreditov in občutnemu porastu cen stanovanj je imel povprečni kupec svojega primarnega stanovanja po povprečni ceni zadosti finančnih sredstev za nakup. Ugotovil sem, je bila glavni razlog za to vaba oziroma nizka začetna obrestna mera.

Cenovno najmanj dostopna so bila stanovanja na najdražjih lokacijah. Na začetku 21. stoletja so bile obrestne mere na hipotekarne kredite nizke in ponudba drugorazrednih hipotekarnih kreditov skromna. Kupec primarnega stanovanja v Los Angelesu ali Miamiju je imel takrat le 60 % vrednosti cenovno povprečnega stanovanja. V začetku leta 2006 je delež porasel na 85 % vrednosti, čeprav so se cene stanovanj v tem obdobju skoraj

podvojile. Finančne institucije so kupcem stanovanj pomagale pridobiti preostalih 15 % vrednosti ter se vseliti v stanovanje.

Rezultati Fedove raziskave med kreditojemalci (Priloga 3: Tabela 2) so pokazali nerazumevanje karakteristik kreditov s prilagodljivo obrestno mero. Kreditojemalci pogosto niso vedeli, da bo znesek njihovega mesečnega odplačila porasel, ali niso bili prepričani, v kolikšni meri in kdaj se bo to zgodilo. Pogoje kreditne pogodbe s prilagodljivo obrestno mero so slabše razumeli kreditojemalci z nižjimi osebnimi prihodki, nižje izobraženi in pripadniki manjšin.

Kreditojemalcem, ki so razumeli pogoje kreditne pogodbe in bili zato negotovi, so finančne institucije zatrdile, da bodo lahko obstoječi kredit refinancirali z novim kreditom, preden poraste znesek njihovega mesečnega odplačila. Toda z najemom kredita s prilagodljivo obrestno mero so se kreditojemalci izpostavili velikim tržnim tveganjem.

2.3 Kupci sekundarnega stanovanja

Kupci primarnega stanovanja so stari okoli 30 let, medtem ko so kupci sekundarnega stanovanja stari okoli 40 let. Leta 2005 je bilo v ZDA več kot 45 milijonov prebivalcev starih med 40 in 50 let. Istega leta je bila najbolj pogosta starost ljudi 45 let. Zaradi šoloobveznih otrok so porasle njihove potrebe po večjem stanovanju.

V obdobju stanovanjskega balona se je zmanjšalo število prebivalcev ZDA, starih med 30 in 40 let. Večina baby boom generacije je svoj 30. rojstni dan praznovala sredi 90. let 20. stoletja in število tridesetletnikov je od tedaj stalno padalo. Vendar so zaradi ugodnih drugorazrednih hipotekarnih kreditov tudi kupci primarnega stanovanja občutno prispevali k rasti stanovanjskega balona.

Menim, da je bil stanovanjski trg tudi pod vplivom terorističnega napada na ameriški trgovinski center 11. septembra 2001. Prebivalci, ki so imeli svoje stanovanje in so nameravali v bližnji prihodnosti potovati po svetu, so zaradi strahu pred novimi terorističnimi napadi raje kupili novo stanovanje.

Gradbena podjetja so zaradi večjih dobičkov pozornost posvečala predvsem kupcem večjih in bolj kakovostnih stanovanj. Povprečna velikost novega stanovanja se je v zadnjem desetletju povečala za 25 % na 232 m^2, medtem ko so bila stanovanja, zgrajena v 50. letih 20. stoletja, polovico manjša.

Do leta 2008 se je povpraševanje po stanovanjih postopno zmanjševalo. Strah pred terorističnimi napadi je upadel in ljudje so ponovno začeli množičneje potovati v tujino. Rast obsega potovanj je bila omejena z nizko vrednostjo USD, visokimi cenami nafte, zamudami ter strogimi varnostnimi kontrolami na letališčih. Spremenila se je tudi

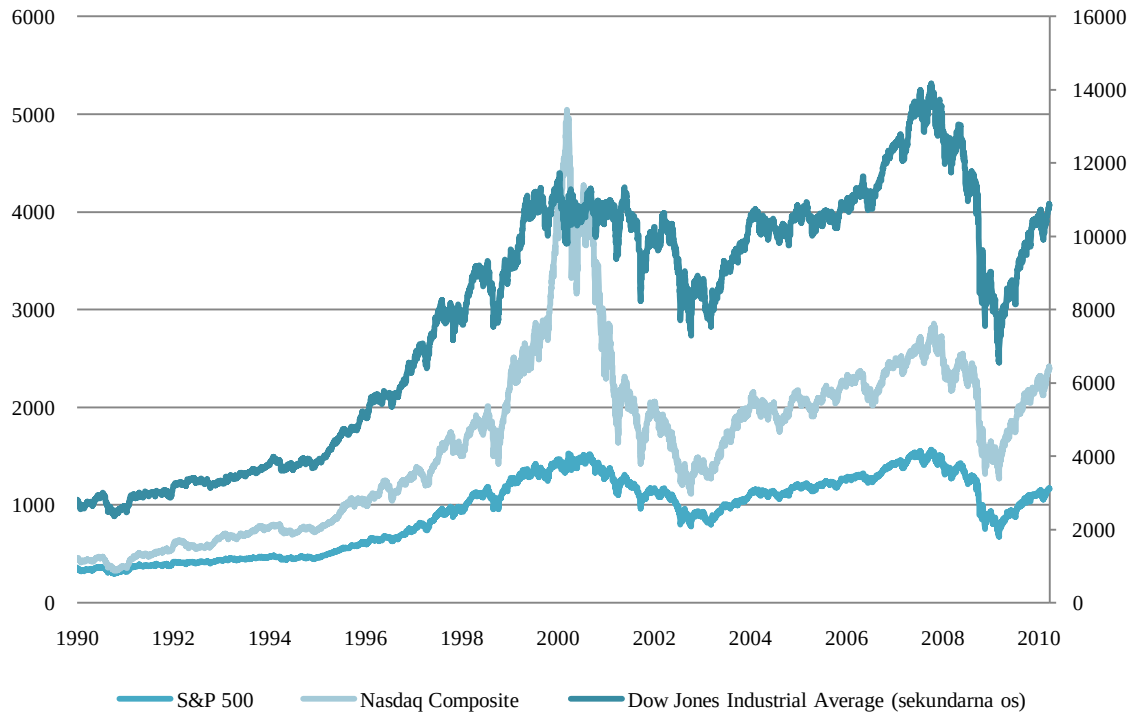
demografska struktura; kupci, ki so sredi 90. let 20. stoletja kupovali velika stanovanja, so bili leta 2008 stari med 50 in 60 let ter pričeli razmišljati, da se bodo njihovi otroci kmalu odselili. Posledično so se zmanjšale tudi njihove potrebe po velikem stanovanju in porasle zaloge enodružinskih stanovanj, dražjih od 1 milijona USD (Priloga 3: Slika 1).

2.4 Investitorji

Tradicionalno so Američani kupovali stanovanja predvsem za potrebe lastnega bivanja in predstavljajo zanje del uresničitve življenskega cilja. Toda v obdobju stanovanjskega balona so stanovanja postala pomembna oblika investicij. Investitorji so prodajali delnice in obveznice ter kupovali stanovanja.

Povpraševanje po delnicah se je zmanjšalo po poku borznega balona leta 2000. V naslednjih treh letih so najpomembnejši ameriški delniški indeksi izgubili polovico svoje vrednosti (Slika 2) in investitorji so utrpeli približno 7 bilijonov USD izgube. Tudi varčevanje v depozitih ni bilo donosno, saj je Fed po terorističnem napadu 11. septembra 2001 znižal ključno obrestno mero na 1 %, kar pogosto ni zadostovalo za pokritje stroškov inflacije. Stanovanja so prinašala višje donose kakor delnice, obveznice ali depoziti in investitorji so pričeli vanje množično vlagati.

Slika 2: Gibanje vrednosti ameriških delniških indeksov Dow Jones, S&P 500 in Nasdaq Composite

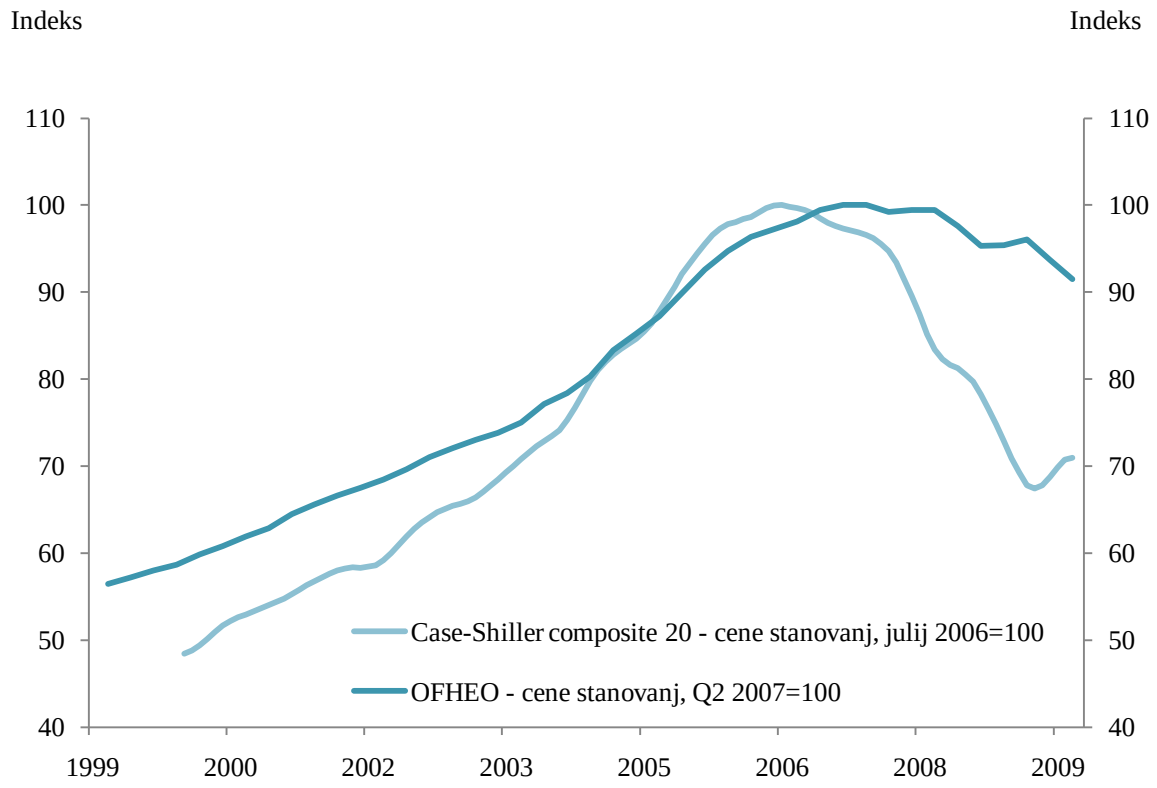


Vir: Bloomberg, 2010.

Dolgoročni ameriški državni vrednostni papirji so prinašali nekoliko višje donosnosti, vendar so bile historično gledano na zelo nizkih nivojih. Donosnost 10-letnega ameriškega državnega papirja je sredi leta 2003 znašala manj kot 3,5 %. Med tržnimi udeleženci se je okrepilo prepričanje, da je nakup stanovanja glede na okoliščine najboljša investicija. Cene stanovanj so strmo rasle in posledično so investicije v stanovanja prinašale visoke donosnosti (Slika 3 in Priloga 3: Slika 2). Poleg tega so investitorji stanovanja kupili in jih nato oddali v najem ter imeli višje donosnosti kot pri nakupu poslovnih prostorov, dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev ali delnic.

Ugotovil sem, da so stanovanja dosegla toliko višjo donosnost ob uporabi finančnega vzvoda (angl. *financial leverage*). V tem primeru je bil velik del finančnih sredstev ob nakupu stanovanja financiran s kreditom. Finančni vzvod multiplicira donosnost investicije. Na primer, če ob nakupu stanovanja investiramo 10 % začetnega lastnega finančnega vložka in cena stanovanja v naslednjem letu poraste za 5 %, znaša donosnost investicije 50 %, toda tudi če investiramo 50 % lastnih finančnih sredstev, po 5 % porastu cene stanovanja znaša donosnost investicije 10 %.

Slika 3: Gibanje cen stanovanj



Vir: Bloomberg, 2010.

Ugodni kreditni pogoji so vplivali na porast obsega refinanciranja kreditov, ki so jih lastniki stanovanj izkoristili tudi za nadgradnjo ali adaptacijo svojega stanovanja (angl.

trade-up buyer). Ob najemu novega, večjega kredita so kreditojemalci poplačali obstoječi kredit in si izplačali preostanek finančnih sredstev, ki so letno znašala približno 1 bilijon USD. Kreditojemalci so tretjino tega zneska nadalje investirali v stanovanja. Menim, da je bilo tovrstno refinanciranje možno predvsem zaradi padanja obrestnih mer na hipotekarne kredite.

Premožnejša gospodinjstva so izkoristila ugodne tržne razmere in kupila sekundarno stanovanje ali počitniško hišo. Obseg nakupov sekundarnih stanovanj je v obdobju stanovanjskega balona porasel iz 100.000 enot na približno 500.000 enot, njihov namen pa ni bilo maksimiranje hitrih dobičkov, gospodinjstva so v njem občasno bivala ali ga oddajala. Ob tem je cena stanovanj rasla in hkrati tudi donosnost investicij.

2.5 Špekulanti

Rast donosnosti stanovanj je pritegnila pozornost špekulantov (angl. *flippers*), katerih cilj je bil kupiti in prodati stanovanje v najkrajšem možnem času ter hkrati maksimirati dobiček. Špekulantov pri tem ni zanimalo dolgoročno gibanje ponudbe in povpraševanja po stanovanjih. Prepričan sem, da so na osnovi pretekle rasti cen stanovanj sklepali, da bodo cene rasle tudi v prihodnje.

Špekulanti so sicer stalni udeleženci finančnih trgov, a so bili do obdobja stanovanjskega balona redko prisotni na stanovanjskem trgu. V manjšem obsegu so se pojavljali v Južni Floridi in Teksasu ob koncu 70. let 20. stoletja ter v Kaliforniji in Novi Angliji ob koncu 80. let 20. stoletja. Nakup in prodaja stanovanj namreč vključuje transakcijske stroške, ki otežijo doseganje hitrih dobičkov. V obdobju stanovanjskega balona se je število špekulantov občutno povečalo in njihovo špekulativno vedenje je vplivalo na nadaljnjo rast cen stanovanj.

Ugotovil sem, da je bilo največ špekulantov mogoče zaznati v Kaliforniji, na predelih vzhodne obale ZDA, na Floridi ter v diviziji Mountain West. Špekulanti so najeli kredite z majhnim ali brez lastnega začetnega finančnega vložka in z visokim finančnim vzvodom. Na primer, špekulant je kupil stanovanje za 200.000 USD, investiral pa le 10.000 USD lastnega začetnega finančnega vložka. Tri mesece kasneje je isto stanovanje prodal za 225.000 USD. Po plačilu transakcijskih stroškov v višini 5.000 USD je njegov dobiček znašal 10.000 USD oziroma špekulant je s transakcijama dosegel 400 % letno donosnost.

Zaradi visoke donosnosti stanovanj se je med letoma 2001 in 2005 podvojil delež odobrenih hipotekarnih kreditov špekulantom glede na kupce primarnih stanovanj iz 8 % na 16 %. Realni delež je bil še večji, vendar je veliko špekulantov v prošnji za odobritev kredita navajalo neresnične podatke z namenom pridobitve kredita pod ugodnejšimi odplačilnimi pogoji.

Gradbena podjetja so sicer javno obsojala špekulacije in sprejela formalne ukrepe za njihovo preprečitev, toda v praksi jih pogosto niso upoštevala, namerno so spregledala nepravilnosti, poleg tega so špekulanti tudi sami prikrivali neugodne podatke za pridobitev kredita. Tako so kupili številna stanovanja pod ugodnimi kreditnimi pogoji, ki so bili namenjeni kupcem primarnega stanovanja.

Do sredine tega desetletja je večina tržnih udeležencev menila, da bodo cene stanovanj v prihodnosti ostale na visokih nivojih. Zavedali so se, da cene stanovanj ne bodo nenehno rasle, vendar so bili prepričani, da ne bodo občutno in dolgoročno padale.

3 DENARNA POLITIKA PREDSEDNIKA FEDA GREENSPANA

3.1 Politika nizke Fed funds obrestne mere

Prepričan sem, da je za potencialnega kupca stanovanja ključnega pomena višina obrestne mere kredita. Pri nižji obrestni meri kreditojemalec namreč lahko pridobi večji znesek kredita in posledično kupi večje ali bolj kakovostno stanovanje. Poleg višine obrestne mere so pomembne tudi zaposlenost, kreditna ocena kreditojemalca ter zmožnost vplačila lastnega začetnega finančnega vložka.

V zadnjih 3 desetletjih so obrestne mere hipotekarnih kreditov padle in nakup stanovanja je tako postal dostopnejši. V začetku 80. let 20. stoletja je fiksna obrestna mera 30-letnega hipotekarnega kredita znašala preko 18 %, desetletje kasneje je padla na 10 %, leta 2000 pa na 8 %. Po terorističnem napadu 11. septembra 2001 se je med tržnimi udeleženci povečal strah pred recesijo ter deflacijo in obrestna mera 30-letnega hipotekarnega kredita je padla na 5,25 % in se v naslednjih letih gibala okoli 6 %.

Padanje obrestnih mer hipotekarnih kreditov je vplivalo na zmanjšanje njihovih mesečnih odplačil hipotekarnih kreditov. Povprečen znesek leta 2000 najetega stanovanjskega hipotekarnega kredita je znašal 150.000 USD. Pri 18 % obrestni meri, kolikor je znašala v začetku 80. let 20. stoletja, bi znesek mesečnega odplačila kredita znašal 2.400 USD oziroma polovico povprečnih neto prihodkov gospodinjstva. Pri 8 % obrestni meri bi bilo mesečno odplačilo 1.250 USD, pri 6 % obrestni meri pa le 1.050 USD. Primerjava mesečnih odplačil kaže, da je bil nakup stanovanja mnogo dostopnejši ob začetku 21. stoletja, kakor v 80. letih 20. stoletja.

3.2 Porast hipotekarnih kreditov s prilagodljivo obrestno mero

Po skoraj 3 desetletjih padajočih obrestnih mer je nakup stanovanja v ZDA postal mnogo dostopnejši. Poleg nizkih tržnih obrestnih mer je k temu prispevala rast obsega hipotekarnih kreditov s prilagodljivo obrestno mero, ki so se pojavili konec 60. let 20.

stoletja v Kaliforniji, po celotnem ZDA pa so se razširili v času visokih in volatilnih obrestnih mer v začetku 80. let 20. stoletja. Finančne institucije so z namenom zmanjšanja svoje obrestne izpostavljenosti spodbujale najemanje hipotekarnih kreditov s prilagodljivo obrestno mero. Z odobritvijo dolgoročnega hipotekarnega kredita s fiksno obrestno mero so namreč tvegale potencialno poslovno izgubo v primeru porasta depozitne obrestne mere v obdobju od odobritve do izplačila kredita. V začetku 90. let 20. stoletja je iz navedenega razloga več tisoč finančnih institucij postalo nesolventnih.

Obrestne mere kreditov s prilagodljivo obrestno mero se spreminjajo na krajše časovno obdobje in zato finančne institucije enostavneje obvladujejo svojo obrestno izpostavljenost. Razlog je prenos obrestnega tveganja iz finančnih institucij na kreditojemalce, ker se v primeru rasti tržnih obrestnih mer povečajo tako depozitne obrestne mere kot obrestne mere kreditov s prilagodljivo obrestno mero. V zadnjih 3 desetletjih je bila obrestna mera 30-letnih kreditov s prilagodljivo obrestno mero v povprečju 2 odstotni točki nižja kakor obrestna mera kreditov s fiksno obrestno mero. Pri znesku kredita 200.000 USD znaša razlika mesečnega odplačila 275 USD. Poleg tega je pri kreditih s prilagodljivo obrestno mero za kreditojemalce privlačna nizka začetna obrestna mera.

Krediti s prilagodljivo obrestno mero so primerni predvsem za kupce stanovanj, ki ne nameravajo bivati v istem stanovanju daljše obdobje. Povprečni Američan namreč biva v istem kraju največ sedem let. Finančne institucije so zato strukturirale kredit s prilagodljivo obrestno mero, katerega začetna obrestna mera je prvih sedem let nespremenjena, nato pa se prilagaja tržnim obrestnim meram. Ti krediti imajo nižjo začetno obrestno mero kot krediti s fiksno obrestno mero. Njihova obrestna mera je namreč odvisna od kratkoročnih ali srednjeročnih tržnih obrestnih mer, ki so v normalnih tržnih razmerah nižje kakor dolgoročne tržne obrestne mere, na katerih temeljijo krediti s fiksno obrestno mero. Prvotno so bili krediti s prilagodljivo obrestno mero kreirani relativno preprosto, njihova obrestna mera je bila vezana na obrestno mero enoletnih državnih blagajniških zapisov ali kratkoročnih depozitov.

Finančni analitiki so bili prepričani, da se s prenosom obrestnega tveganja iz finančnih institucij na kreditojemalce zmanjša verjetnost kreditne krize, hkrati pa so imeli potencialni kupci stanovanja možnost najema kredita s prilagodljivo obrestno mero. Po mojem mnenju je takšno razmišljanje nekoliko naivno, saj s prenosom tveganja tega ni mogoče zmanjšati z vidika celotnega finančnega sistema. Tovrstne kredite je podprl tudi tedanji predsednik Feda Greenspan leta 2004 z izjavo, da bi mnogi lastniki stanovanj prihranili več 10.000 USD, če bi najeli kredit s prilagodljivo obrestno mero.

Predsednik Greenspan je s svojim govorom dodatno spodbudil finančne institucije h kreiranju ponudbe novih oblik kreditov, ki so predstavljali alternativo tradicionalnim kreditom s fiksno obrestno mero. Kreditojemalci so se tako lahko odločili med hibridnimi

krediti s prilagodljivo obrestno mero, opcijami na kredite s prilagodljivo obrestno mero in drugorazrednimi krediti s prilagodljivo obrestno mero z vabo.

Padanje obrestnih mer in porast ponudbe različnih oblik kreditov sta v obdobju stanovanjskega balona močno povečala prodajo stanovanj. Nepremičninski agenti so izkoristili tržne okoliščine in ponudili gospodinjstvom stanovanja, ki so bila cenovno na meji njihovih plačilnih sposobnosti. Gospodinjstva so dražja in kakovostnejša stanovanja lahko kupila le s pomočjo kreditov s prilagodljivo obrestno mero z minimalnimi mesečnimi odplačili.

Rast povpraševanja je dvignila cene stanovanj, toda višje cene gospodinjstev niso odvrnile od nakupa. Prepričana so bila, da bo cena stanovanj rasla tudi v prihodnje in so zaradi padanja obrestnih mer kupovala celo večja stanovanja. Pričakovana večja rast cen in posledično večji dobički so gospodinjstva stimulirali k najetju večjih hipotekarnih kreditov za večja stanovanja. Dodatno so lastniki stanovanj pridobili, če je vrednost stanovanj rasla hitreje kot obrestne mere hipotekarnih kreditov.

3.3 Ukrepi predsednika Feda Greenspana v času finančnih kriz

Fed je Fed funds obrestno mero zniževal skozi 80. in 90. leta 20. stoletja, ob začetku 21. stoletja pa so bili njeni nizki nivoji eden od vzrokov za nastanek krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov in stanovanjskega balona.

Delnice tehnoloških podjetij so skozi 90. leta 20. stoletja pridobile tudi do desetkratno vrednost (Priloga 3: Slika 3). Razlog so bile špekulacije tržnih udeležencev, da bodo cene delnic rasle tudi naprej, ker so zabeležile hitro rast v preteklih letih. Z namenom dodatnega povečanja dobička so špekulanti uporabili finančni vzvod in se dodatno izpostavili tržnemu tveganju.

Leta 2000 je borzni balon počil, pri tem so najbolj padle delnice tehnoloških podjetij in posledično je vrednost delniškega indeksa Nasdaq padla za 50 %. Investitorji so izgubili 2 biljardi USD premoženja in njihova nenaklonjenost tveganju je porasla ter se prenesla na realno gospodarstvo, sledil je padec potrošniškega zaupanja, podjetja so zmanjšala obseg investicij in zaposlovanja, ameriškemu gospodarstvu pa je grozila nevarnost recesije.

Predsednik Feda Greenspan je želel preprečiti recesijo in med letoma 2001 ter 2003 znižal Fed funds obrestno mero s 6,5 % na 1 %, kar je bil najnižji nivo po koncu 50. let 20. stoletja. Predsednik Greenspan je bil namreč prepričan, da balonov (angl. *bubbles*) v gospodarstvu ne moremo zaznati, dokler do njih ne pride, in zato ni racionalno razmišljati o njihovi preprečitvi. Trdil je, da bi na ta način kazali nestrinjanje s tržnimi udeleženci, ki so sicer dobro informirani in se racionalno vedejo (Testimony of Chairman Alan Greenspan, 17. junij 1999). Predsednik Feda Greenspan je menil, da je smiselno ukrepati

le, če balon ogroža realno gospodarstvo. Toda ravno nepravočasno ukrepanje centralnih bank in vlad je bil glavni razlog za desetletje dolgo recesijo na Japonskem v začetku 90. let 20. stoletja ter za Veliko depresijo v ZDA v 30. letih 20. stoletja. Prepričan sem, da do odmevnejših in resnejših kritik Greenspanovega razmišljanja ni prišlo predvsem zaradi njegove nesporne avtoritete v finančnem svetu in močne politične podpore v ZDA.

Fed je ukrepal z znižanjem Fed funds obrestne mere ob zlomu delniških indeksov oktobra 1987 in ob stečaju špekulativnega sklada Long-Term Capital Management (LTCM) leta 1998. Tržni udeleženci so bili zato prepričani, da bo ob morebitnih težavah na finančnih trgih Fed tudi v prihodnje ukrepal ter preprečil finančno krizo.

3.4 Protideflacijska politika Feda

Predsednik Feda Greenspan je trdil, da zaradi visokih transakcijskih stroškov nakupa ali prodaje stanovanja ne bo prišlo do stanovanjskega balona. Toda teroristični napadi na ZDA 11. septembra 2001 so spremenili razmere na finančnih trgih in grozila je deflacija. Fed je zato občutno znižal Fed Funds obrestno mero, medtem ko je vlada zmanjšala davčne obveznosti prebivalstva.

Predsednik Greenspan je trdil, da bi deflacija ogrozila prihodke in dobičke ter povzročila finančne težave in stečaje podjetij, kar bi spodbudilo deflacijsko spiralo. Menil je, da se bo ameriško gospodarstvo izognilo temu le z agresivnim znižanjem Fed funds obrestne mere na 1 %. Dane tržne razmere naj bi spodbudile rast stanovanjskega trga, vendar brez tveganja za nastanek stanovanjskega balona (Remarks by Chairman Alan Greenspan, 19. december 2002).

Strategija predsednika Greenspana je bila le delno uspešna. Po znižanju Fed funds obrestne mere je res prišlo do rasti stanovanjskega trga; porasli so število novogradenj, prodaja stanovanj, cene stanovanj ter število novoustvarjenih delovnih mest, kar je odpravilo zaskrbljenost glede deflacije.

Revidirani podatki inflacije kažejo, da deflacija za gospodarstvo ni predstavljala tako velike grožnje, kakor je predsednik Greenspan predvideval na podlagi ocen podatkov (Priloga 3: Slika 4). Ugotovil sem, da je bilo zmotno tudi prepričanje, da je bila deflacija največja grožnja za nezmožnost odplačila kreditov. Fedovo drastično znižanje Fed funds obrestne mere je povzročilo rast obsega kreditov in vodilo v kreditno krizo.

3.5 Premoženjski učinek

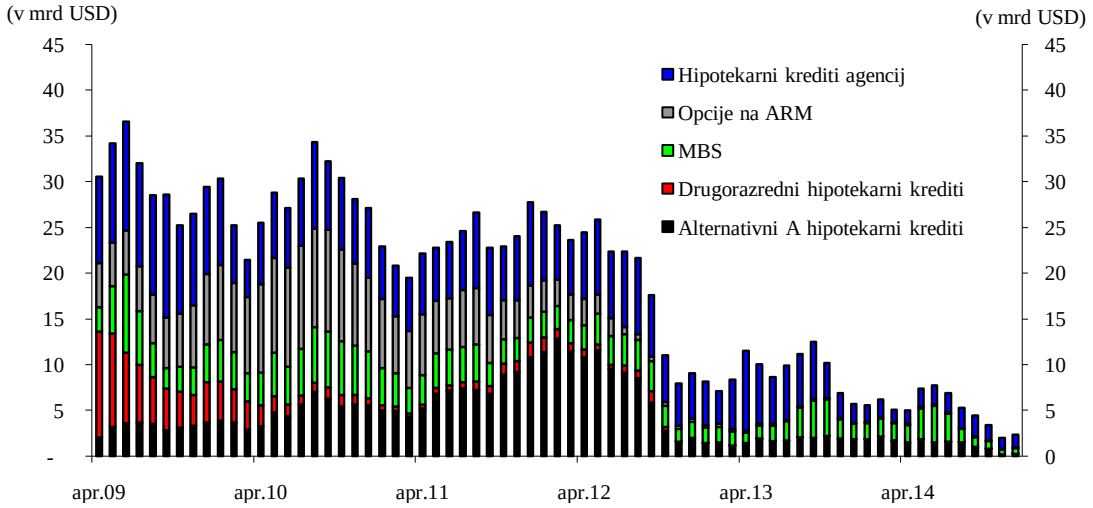
V začetku 21. stoletja je na finančnih trgih prišlo do premoženjskega učinka (angl. *whealth effect*), ki pravi, da se z rastjo osebnega premoženja prebivalcev povečuje tudi njihova potrošnja. Ekonomisti se strinjajo o prisotnosti premoženjskega učinka, vendar niso enotni

glede njegove velikosti. Toda kljub različnim ocenam je porast vrednosti stanovanj za 8 bilijard USD skozi stanovanjski balon občutno vplival na rast potrošnje. Ob upoštevanju konzervativne predpostavke, da porast vrednosti stanovanj za 1 USD poveča potrošnjo za 5 centov je stanovanjski balon prispeval letno k porastu potrošnje 75 milijard USD. Premoženjski učinek pa je bil najverjetneje veliko večji. To problematiko sta v svoji študiji natančneje predstavila Alan Greenspan in James Kennedy[1].

Lastniki stanovanj so ob začetku 21. stoletja zaradi nizke Fed funds obrestne mere pričeli z refinanciranjem hipotekarnih kreditov, katerih fiksne obrestne mere so padle s preko 8 % na manj kakor 6 %. Pri refinanciranju niso predstavljali ovire niti transakcijski stroški, ki so padali zaradi rasti konkurence med finančnimi institucijami in uporabe interneta. Leta 2000 je vrednost poslov refinanciranja hipotekarnih kreditov v ZDA znašala manj kot 300 milijard USD, leta 2004, sredi stanovanjskega balona, pa 4 bilijarde USD (Zandi, 2009b, str. 78).

Lastniki stanovanj so v letu 2003 z refinanciranjem hipotekarnih kreditov privarčevali 50 milijard USD. Refinanciranje se je pogosto uporabljalo tudi z namenom izplačila finančnih sredstev. Kreditojemalci so tako najeli novi, večji kredit, poplačali obstoječega in si razliko izplačali, pri tem pa niso posvečali pozornosti spremenjenim pogojem odplačevanja v kreditni pogodbi (Slika 4). Poleg tega jim zaradi padanja obrestnih mer na hipotekarne kredite običajno ni bilo potrebno odplačevati višjih mesečnih obrokov. Lastniki stanovanj so si skozi refinanciranje hipotekarnih kreditov leta 2003 izplačali 100 milijard USD finančnih sredstev, s katerimi so odplačali finančne obveznosti, prenovili stanovanje ali kupili avtomobil.

Slika 4: Znesek hipotekarnih kreditov, katerih pogoji odplačevanja se bodo spremenili



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 29.

[1] Greenspan A. & Kennedy J.: Sources and Uses of Equity Extracted from Homes. Finance and Economic Discussion Series, Federal Reserve Board of Governors, March 2007. 49 str.

V obdobju stanovanjskega balona med letoma 2000 in 2005 se je obseg odobrenih stanovanjskih hipotekarnih kreditov povečal z 200 milijard USD na 800 milijard USD. Nekateri lastniki stanovanj so rast cen izkoristili in prodali veliko stanovanje ter kupili manjše ali postali podnajemniki. Finančna sredstva, ki so jih zaslužili, so reinvestirali ali potrošili.

Sklepam, da je Fedova politika zniževanja Fed funds obrestne mere dosegla le del pričakovanih rezultatov. Gospodarska rast je porasla pod vplivom rasti cen stanovanj, kar je bil tudi cilj predsednika Greenspana, čeprav ni predvideval stanovanjskega balona, še manj njegovih posledic za svetovno gospodarstvo.

4 RAST INVESTICIJ DRŽAV V RAZVOJU

4.1 Rast kitajskih investicij

Obseg investicij na svetovni ravni je v zadnjem desetletju občutno porasel, zlasti investicije na ameriškem stanovanjskem trgu. Glavni razlog je spremenjena ekonomska politika na Kitajskem in odpiranje njenega gospodarstva. 11. decembra 2001 je Kitajska postala 143 članica Svetovne trgovinske organizacije (angl. *World Trade Organization – WTO*). WTO določa pravila trgovanja med njenimi članicami in z namenom doseganja ekonomskih prednosti spodbuja zmanjševanje ovir pri medsebojnem trgovanju in ekonomski liberalizem.

Vstop Kitajske v WTO je svetovne finančne trge odprl kitajskim proizvodom. Proizvajalci iz razvitih držav so z namenom minimizacije proizvodnih stroškov pričeli seliti svoje proizvodne obrate na Kitajsko, kjer so najemali delavce pod mnogo ugodnejšimi pogoji. Poleg tega ima Kitajska fiksni devizni tečaj, oblasti pa namenoma ohranjajo domačo valuto CHY, podcenjeno proti ostalim valutam, posebno proti USD, ter s tem pospešujejo izvoz in rast tujih investicij v državo. Sredi leta 2005 je Kitajska dovolila apreciacijo CHY, vendar po ocenah tržnih analitikov še vedno ostaja podcenjen proti USD za 20 % do 25 %. Posledično je postala Kitajska najugodnejša država za proizvajanje, proizvodi pa so se izvažali po vsem svetu.

K občutemu porastu izvoza cenenih kitajskih proizvodov je prispevalo tudi prenehanje veljavnosti 20 let starega trgovinskega sporazuma Multi Fibre Arrangement v začetku leta 2005, ki je omejeval izvoz tekstila in oblačil iz držav v razvoju v razvite države.

Sredi 90. let 20. stoletja je bila vloga Kitajske na področju mednarodne ekonomije še zanemarljiva. Le 10 let kasneje je proizvedla že več kot 10 % celotne mednarodne proizvodnje. Nagla rast kitajske proizvodnje je prizadela ostale proizvajalce po vsem svetu, posebno v razvitih državah, kjer so se morali naglo prilagajati spremenjenemu mednarodnemu ekonomskemu okolju.

Največje koristi od gospodarskega razvoja Kitajske so imeli, poleg kitajskih, ameriški potrošniki. Kitajski produkti so leta 2008 obsegali 11 % vrednosti osebne potrošnje neenergetskih in prehrambenih izdelkov v ZDA. Velike ameriške trgovinske verige so racionalno in hitro izkoristile cenovno ugodno kitajsko proizvodnjo in posledično so cene v prvi polovici tega desetletja padle za 20 %. Zaskrbljenost zaradi inflacije je nadomestila zaskrbljenost zaradi deflacije. Trgovinski deficit ZDA je od leta 2000 do leta 2008 porasel iz 50 milijard USD na 250 milijard USD. Tako je leta 2008 ZDA skoraj tretjino celotnega trgovinskega deficita ustvarila s Kitajsko.

Po drugi strani se je prebivalcem Kitajske premoženje občutno povečalo, vendar znanja s področja investiranja niso imeli zaradi strogega komunističnega političnega sistema v bližnji preteklosti. V prvi polovici tega desetletja je pri kitajskih investitorjih prevladovala velika nenaklonjenost tveganju in zato so investirali predvsem v ameriške državne vrednostne papirje, ki so varen, visoko likviden in nekompleksen finančni instrument. Do konca leta 2006 so imele pravne in fizične osebe na Kitajskem, skupaj s Hong Kongom, v lasti že preko 450 milijard USD ameriških državnih vrednostnih papirjev. Pred Kitajsko je bila po obsegu lastništva ameriških državnih vrednostnih papirjev le še Japonska, a jo je Kitajska v letu 2008 prehitela in je sedaj na prvem mestu (Priloga 3: Tabela 3).

Sčasoma so kitajski investitorji pričeli stremeti k višji donosnosti, hkrati se je njihova nenaklonjenost tveganju zmanjšala. Tako jim 4 % donosnost, ki so jo prinašali ameriški državni vrednosti papirji, ni več zadoščala, saj je bila kitajska gospodarska rast več kot dvakrat višja. Zato so kitajski investitorji pričeli kupovati obveznice vladnih agencij Fannie Mae, Freddie Mac in Federal Housing Finance Board, te pa so s pridobljenimi finančnimi sredstvi kupovale hipotekarne kredite in MBS. Obveznice vladnih agencij sicer niso imele državne garancije, a so bili investitorji prepričani, da jim bo država v primeru finančnih težav pomagala. Donosnosti obveznic vladnih agencij pa tudi niso zadovoljile kitajskih investitorjev, zato so pričeli kupovati podjetniške obveznice, listinjene stanovanjske hipotekarne kredite (angl. *residential mortgage-backed security*, v nadaljevanju RMBS) in listinjene vrednostne papirje na podlagi dolžniških instrumentov (angl. *collateralized debt obligation*, v nadaljevanju CDO). Posebno RMBS so s historičnega vidika prinašali visoke donosnosti, medtem ko so bile finančne izgube kratkotrajne in minimalne. Cene stanovanj v ZDA so namreč v določenih obdobjih zadnjih 50. let sicer padle, vendar le minimalno in na regionalno omejenih področjih. RMBS pa so strukturirani finančni instrumenti, ki so sestavljeni iz potrošniških kreditov, odobrenih na različnih regionalnih področjih ZDA.

4.2 Rast investicij ostalih držav v razvoju

Poleg kitajskih investitorjev so pričeli agresivno investirati na ameriških finančnih trgih tudi prebivalci ostalih držav v razvoju, katerih življenjski standard se je hitro povečeval.

Skozi globalizacijo je namreč delež proizvodnje držav v razvoju dosegel polovico celotne svetovne proizvodnje.

H gospodarski rasti držav v razvoju je veliko prispeval porast cen surovin. Cena sodčka nafte vrste brent je tako od začetka leta 2000 do sredine 2008 porasla za 540 %, medtem ko je cena zlata v tem obdobju porasla za 250 %. Podobno hitro rast cen so dosegale tudi ostale kovine in kmetijski pridelki. Mislim, da je bil razlog predvsem močno povečanje povpraševanja s strani Kitajske, ki je zaradi rasti proizvodnje kupovala vedno večji obseg surovin. Poleg tega se je življenjski standard srednjega ekonomskega razreda na Kitajskem močno povečal. Glavnina mednarodne menjave je bila opravljena v USD in države v razvoju so prejete USD podobno kakor Kitajska investirale na ameriških finančnih trgih.

Države v razvoju so z mednarodno trgovinsko menjavo močno obogatele, obenem pa je trgovinski deficit ZDA z državami v razvoju porasel s 150 milijard USD leta 2000 na preko 350 milijard USD leta 2008. Polovica porasta trgovinskega deficita ZDA je bila ustvarjena z državami članicami OPEC, ki so USD od prodaje nafte investirale v ameriške državne vrednostne papirje. Druga polovica porasta trgovinskega deficita ZDA je bila ustvarjena s preostalimi državami proizvajalkami nafte, zemeljskega plina in ostalih surovin. Trgovinska menjava ZDA se je povečala tudi z razvitimi državami, zaradi česar se je obseg USD v obtoku dodatno povečal. Investitorji v razvitih državah so preferirali donosnost pred tveganjem.

USD so tako odtekali iz ZDA preko mednarodne trgovinske menjave in se nato preko finančnih investicij vračali nazaj v ZDA ter prispevali k stanovanjskemu balonu. Trgovinski deficit ZDA se je v prvi polovici tega desetletja podvojil in leta 2006 dosegel rekordnih 817,3 milijard USD. Hkrati so se povečale investicije tujih držav v strukturirane finančne instrumente na ameriških finančnih trgih.

4.3 Povečevanje likvidnosti s strani centralnih bank

Hitra gospodarska rast na Kitajskem je predstavljala izziv tako za razvite države kot za države v razvoju. Cene produktov so se zaradi kitajske konkurence močno znižale, vendar so padli tudi dobički podjetij in število delovnih mest v razvitih državah ter državah v razvoju. Slednje namreč niso uspele konkurirati ceneni delovni sili na Kitajskem.

Centralne banke razvitih gospodarskih držav so se po terorističnih napadih 11. septembra v ZDA na spremenjene mednarodne gospodarske razmere odzvale z znižanjem ključnih obrestnih mer, ki je prispevalo k povečanemu obsegu kreditov in stanovanjskemu balonu. Prvi se je na povečan uvoz cenenih kitajskih proizvodov odzval Fed in znižal Fed funds obrestno mero, sledile so mu Bank of England (BoE), European Central Bank (ECB), Mexican Central Bank in Bank of Canada (BoC). Tehtana povprečna nominalna ključna obrestna mera centralnih bank največjih svetovnih gospodarstev je od konca leta 2000 do

2003 padla s 5 % na 1,5 %.Tehtana povprečna realna ključna obrestna mera pa je bila od leta 2002 do 2006 celo negativna, kar je značilno za obdobja gospodarskih kriz ali recesij (Zandi, 2009b, str. 90).

Japonska centralna banka Bank of Japan je močno povečala obseg gotovine v obtoku. Japonski izvoz se je namreč skozi 70. in 80. leta 20. stoletja občutno povečal. V 80. letih 20. stoletja se je na japonskih finančnih trgih oblikoval špekulativni balon, katerega posledice so se pokazale v 90. letih 20. stoletja skozi bančno krizo. Nadaljnja gospodarska rast Japonske je bila omejena s padcem cen nepremičnin in vrednosti delniških indeksov na Japonskem ter hitro gospodarsko rastjo Kitajske. Japonske banke so potrebovale desetletje, da so odpravile poslovne napake in odpisale slabe kredite. Bančna kriza je posledično prizadela celotno japonsko gospodarstvo, ki se od sredine 90. let 20. stoletja sooča z deflacijo. Sredi leta 1991 je Bank of Japan pričela zniževati ključno obrestno mero in jo do začetka leta 1999 znižala s 6 % na 0 %. Zaradi deflacije in počasnega okrevanja gospodarstva je ključna obrestna mera na Japonskem še vedno 0,1 %.

Špekulanti so izkoristili nizke obrestne mere na Japonskem in sklepali *carry trade* posle na JPY. Najeli so kredit v JPY, JPY zamenjali v valute držav z visokimi obrestnimi merami (USD, EUR, AUD, NZD) in jih vezali v depozite. Ob koncu obdobja vezave so špekulanti ponovno kupili JPY, vrnili kredit v JPY in razliko finančnih sredstev obdržali. Vendar so se špekulanti pri *carry trade* poslih izpostavili valutnemu tveganju. V primeru večjega porasta vrednosti JPY proti valuti države z visoko obrestno mero bi špekulanti imeli iz *carry trade* posla finančno izgubo.

5 NOVE OBLIKE FINANČNIH INSTRUMENTOV IN STRATEGIJ

5.1 Konec obdobja tradicionalnega bančništva

Pred krizo na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov je ameriški finančni sistem užival visok ugled in zaupanje po vsem svetu. Nizko stopnjo varčevanja prebivalstva v ZDA v primerjavi s Kitajsko, kjer znaša 50 %, ali Nemčijo, kjer znaša 10 %, je nadomestilo investiranje v inovativne finančne instrumente.

Ameriški finančni sistem je postal v zadnjih desetletjih zelo kompleksen, vendar njegova temeljna funkcija ostaja učinkovito, smotrno in racionalno prerazporejanje finančnih sredstev. V preteklosti so to funkcijo opravljale izključno banke, ki so depozitne finančne vloge izposojale gospodinjstvom in podjetjem. Dobiček so ustvarile tako, da so kreditojemalcem zaračunavale višje obrestne mere, kakor so jih plačevale za vplačane depozite. V svoji bilanci stanja so imele odobrene kredite, dokler niso bili poplačani; v primeru finančnih težav kreditojemalcev in neodplačila celotnega kredita so prevzele izgube.

Regulatorne institucije bankam predpisujejo kapitalske rezerve in nadzirajo njihovo poslovanje, v zameno pa država jamči za bančne depozite do določene višine zneska. Brez nadzora poslovanja bi banke lahko izdale prevelik obseg slabih kreditov (angl. *bad loan*), končale v stečaju ter ogrozile stabilnost celotnega finančnega sistema. Ameriška vlada bi morala v takem primeru varčevalcem izplačati nadomestila za izgubljene depozitne vloge.

Velike spremembe na področju bančnih kreditov so se zgodile v 70. in 80. letih 20. stoletja, v obdobju volatilne inflacije in visokih obrestnih mer. Takrat se je povpraševanje po kreditih zmanjšalo, varčevalci so se selili k novoustanovljenim denarnih skladom (angl. *money market fund*), ki so ponujali višje obrestne mere na depozitne vloge. V začetku 80. let 20. stoletja so ameriške banke agresivno vstopale na trge Latinske Amerike. S ciljem povečevanja tržnega deleža so znižale kriterije pri odobravanju kreditov, tako da velik del kreditov nikoli ni bil v celoti odplačan. V drugi polovici 80. in na začetku 90. let 20. stoletja je sledila kriza hranilnic in posojilnic, skozi katero je šlo v stečaj preko 1.000 finančnih institucij. Regulatorne institucije so zato morale urediti pravni status kreditov, odobrenih s strani finančnih institucij, ki so končale v stečaju.

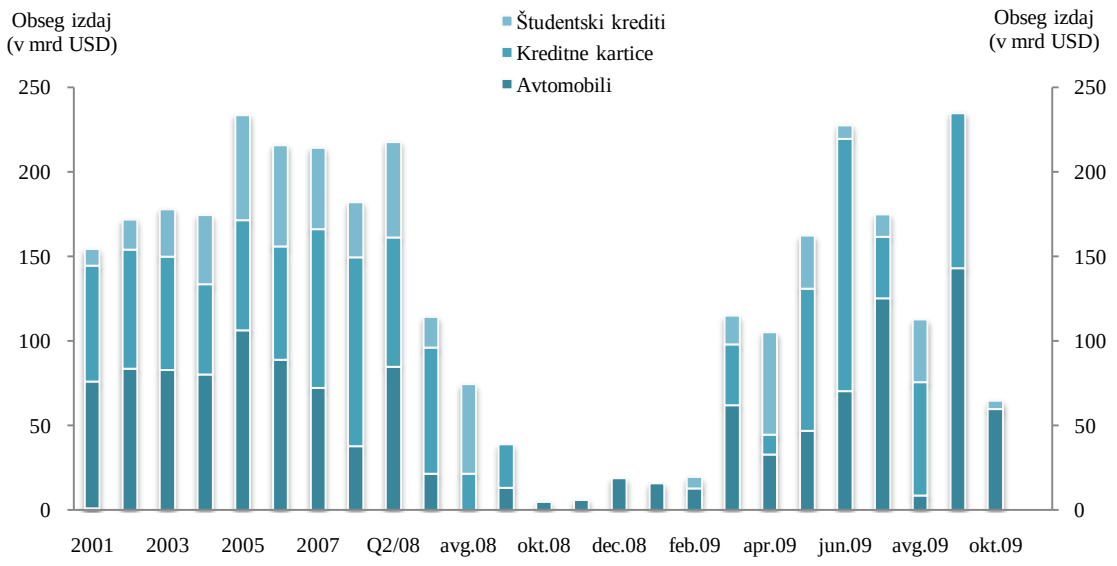
Ameriška vlada je v ta namen leta 1989 ustanovila vladno Družbo za likvidacijska vprašanja (angl. *The Resolution Trust Corporation*, v nadaljevanju RTC), katere naloga je bila listinjenje kreditov finančnih družb v likvidacijskem postopku ter posledično reševanje krize hranilnic in posojilnic. Pri metodi listinjenja je RTC združil in kombiniral večje število različnih vrst kreditov, na tej osnovi nato izdal vrednostne papirje ter jih ponudil investitorjem.

Listinjenje so v 70. letih 20. stoletja prvič izvedle vladne agencije Fannie Mae, Freddie Mac in FHA. RTC je listinjenje prvi uporabil za veliko različnih oblik kreditov, sodeloval pri pripravi pravnih in računovodskih okvirjev listinjenja ter trgovalne infrastrukture za investitorje. Do leta 1995 je opravil svojo nalogo in rešil problematiko okoli 700 milijard USD kreditov finančnih družb v likvidacijskem postopku ter bil zato ukinjen. Stroški krize hranilnic in posojilnic so znašali okoli 250 milijard USD. Listinjenje kreditov so nato zaradi velikih marž razvijale in izvajale investicijske banke na Wall Streetu.

Investicijske banke so listinile tudi obveznosti na kreditnih karticah, katerih uporaba je močno porasla med gospodinjstvi s povprečnimi in podpovprečnimi dohodki. Edina omejitev pri nadaljnji rasti obsega poslovanja je bila kapitalska ustreznost bank. Te namreč niso uspele pridobiti zadostnih dodatnih kapitalskih virov in so bile zato omejene pri nadaljni širitvi poslovanja s kreditnimi karticami. Rešitev je bilo listinjenje obveznosti na kreditnih karticah in nato prodaja ABS (Slika 5), posledično ni bilo potrebno iskati novih kapitalskih virov. Poleg tega ni bilo več težav s kapitalsko ustreznostjo bank, ker so lastniki obveznosti na kreditnih karticah postali investitorji v ABS. Obseg kartičnega poslovanja se je posledično sredi 90. let 20. stoletja podvojil.

Listinjenje je imelo vpliv tudi na povečanje obsega izdanih hipotekarnih kreditov. Dodatno je vplivala leta 1986 sprejeta davčna reforma ameriškega Kongresa, ki je ukinila možnost zmanjšanja davčne osnove za plačilo obresti nehipotekarnih kreditov. Ohranjena pa je bila možnost zmanjšanja davčne osnove za znesek plačanih obresti stanovanjskih hipotekarnih kreditov. Zaradi hitre rasti cen stanovanj se je povpraševanje po klasično grajenih stanovanjih zmanjšalo, kupci namreč niso imeli zadosti finančnih sredstev za vplačilo lastnega začetnega finančnega vložka. Po drugi strani je v ZDA poraslo povpraševanje po montažnih stanovanjih.

Slika 5: Obseg listinjenja po kategorijah kreditov



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 31.

Ugotovil sem, da so bile najbolj agresivne pri izdajanju kreditnih kartic in hipotekarnih kreditov finančne institucije, ki niso sprejemale depozitnih vlog, temveč so raje listinile izdane kredite. Ker niso poslovale z depozitnimi vlogami, niso potrebovale državnega jamstva in zato te finančne institucije niso bile pod nadzorom istih regulatornih institucij kot banke. Pri širitvi poslovanja niso imele omejitev in so vedno bolj odstopale od uveljavljenih finančnih standardov odobravanja kreditov.

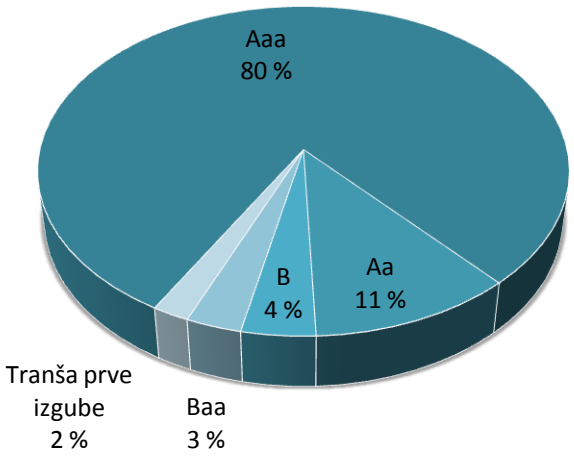
Bančno prakso hranjenja odobrenih kreditov v bilanci stanja do zapadlosti je nadomestila praksa listinjenja vrednostnih papirjev in njihove prodaje investitorjem. Regulatorne institucije so spremembe sprejemale in bile hkrati prepričane, da so banke z odprodajo kreditov zmanjšale tveganje nastanka finančne krize. Toda kreditno tveganje v resnici ni izginilo iz finančnega sistema, temveč se je le preneslo iz bank na investitorje in posredno na celotni finančni sistem.

Izdajanje kreditnih kartic in hipotekarnih kreditov komitentom z nizko kreditno oceno je vodilo v plačilno nedisciplino, predčasno prenehanje odplačevanja obveznosti in osebne stečaje. Težave so se pojavile tudi na trgu ABS in v letih 1997–1998 je sledila finančna kriza, v kateri je šel v stečaj špekulativni sklad (angl. *hedge fund*) Long Term Capital Management (LTCM). V tem obdobju se je likvidnost ABS občutno zmanjšala. Fed je ukrepal z zniževanjem Fed funds obrestne mere, medtem ko sta vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac povečevali likvidnost na finančnih trgih z odkupovanjem MBS.

5.2 Postopek listinjenja

Postopek listinjenja je v osnovi relativno enostaven, obresti in glavnice listinjenih kreditov se plačujejo investitorjem po specifičnem zaporedju, ki je določen s tranšami (angl. *tranche*). Investitorji z visoko nenaklonjenostjo tveganju kupijo vrednostne papirje v zgornji tranši oziroma tranši zadnje izgube (angl. *senior tranche*). V njej so vrednostni papirji z najnižjim tveganjem izgube premoženja po oceni bonitetnih agencij. Investitorji te tranše so poplačani prvi. Z namenom dodatne varnosti se iz finančnih sredstev od odplačil kreditov oblikuje poseben sklad finančnih sredstev, ki se jih uporabi v primeru odplačilne nesposobnosti večih kreditojemalcev. Zgornja tranša prinaša nizke donosnosti in v povprečju zavzema 80 % nominalne vrednosti oziroma kapitalske strukture RMBS (Slika 6).

Slika 6: Kapitalska struktura povprečnega RMBS



Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 117.

Za poplačilom investitorjev v zgornji tranši sledi poplačilo investitorjev, ki so kupili vrednostne papirje v tranši z nekoliko višjim tveganjem oziroma investitorjev v srednji tranši (angl. *mezzanine tranche*). Ta v povprečju zavzema 18 % nominalne vrednosti

oziroma kapitalske strukture RMBS. Investitorji v vrednostne papirje srednje tranše navadno niso v celoti poplačani v primeru gospodarske recesije ali finančne krize.

2 % nominalne vrednosti oziroma kapitalske strukture RMBS predstavlja tranša prve zgube (angl. *equity tranche, junior tranche*). V primeru neodplačevanja finančnih obveznosti kreditojemalcev njeni investitorji prvi utrpijo finančno izgubo. Zaradi visokega tveganja so tudi potencialne donosnosti te tranše visoke, medtem ko vrednostni papirji znotrja nje pogosto niso ocenjeni s strani bonitetnih agencij.

Obseg RMBS se je v obdobju stanovanjskega balona občutno povečal in znašal leta 2005 1,1 milijarde USD, leta 2006 1 milijardo USD ter samo v prvi polovici leta 2007 1 milijardo USD. Sredi leta 2007 je sledila kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov in občuten padec listinjenja stanovanjskih hipotekarnih kreditov.

Postopek listinjenja je uspešno izveden le, če investitorji kupijo ABS vseh tranš. Banke so običajno kupovale vrednostne papirje zgornje tranše, ki imajo sicer nizke donosnosti, vendar višje kakor znašajo donosnosti depozitnih vlog. Poleg tega so vrednostni papirji zgornje tranše najmanj tvegani in imajo zato nizke zahtevane kapitalske rezerve s strani regulatornih institucij. Ciljna skupina investitorjev v vrednostne papirje srednje tranše so bile zavarovalnice in premoženjski skladi, ki niso bili pod nadzorom istih regulatornih institucij kot banke. Kljub višjim donosnostim so imeli vrednostni papirji srednje tranše še vedno bonitetno oceno A. Vrednostne papirje v tranši prve izgube so kupovali špekulativni skladi, katerih investitorji so pričakovali visoke donosnosti in se bili hkrati pripravljeni izpostaviti velikemu kreditnemu tveganju.

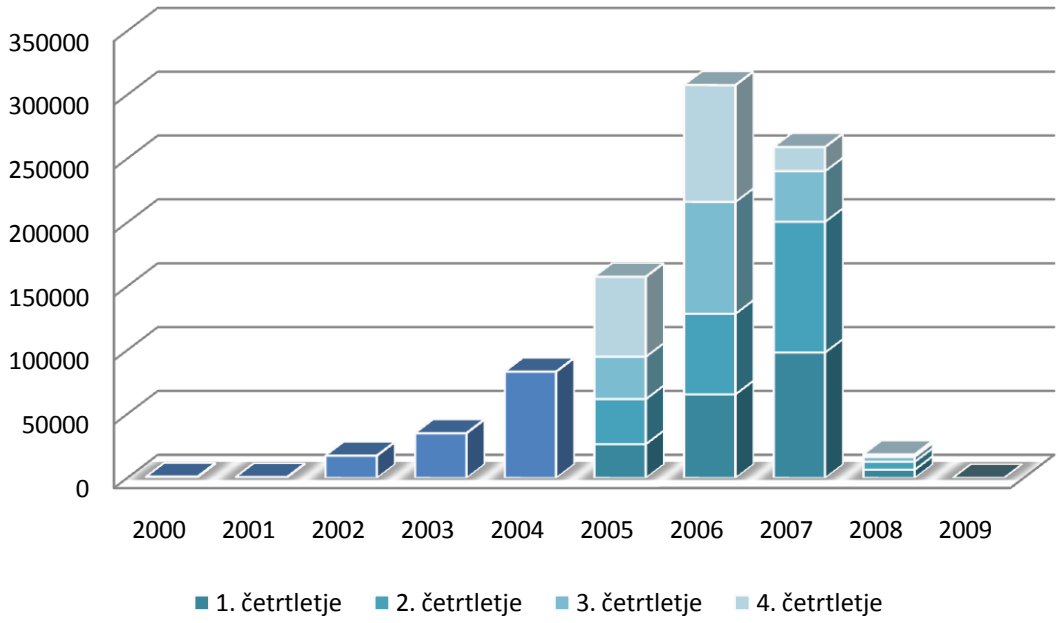
5.3 Strukturirani ABS

Finančne institucije so sčasoma razvile vrsto strukturiranih oblik ABS. Najbolj so se razširili *CDO*, ki so strukturirani iz kreditov, podjetniških obveznic, listinjenih obveznic na osnovi hipotekarnih kreditov, obveznosti na kreditnih karticah in avtomobilskih kreditov. Ob predpostavki nizke korelacije med donosnostmi ABS je pomembna prednost CDO razpršitev kreditnega tveganja.

Prvi CDO je leta 1987 izdala neugledna investicijska banka Drexel Burnham Lambert, ki je šla februarja 1990 v stečaj zaradi nelegalnih poslov z obveznicami z visokim tveganjem (angl. *junk bond*). Širši krog investitorjev se je s CDO seznanil na začetku 21. stoletja, ko bili CDO izdani na osnovi podjetniških kreditov in obveznic z nizkim tveganjem. Povpraševanje po teh produktih je poraslo po poku borznega balona, zaradi česar so tržni udeleženci iskali alternativne investicije. Izdajatelji CDO so velik del prejetih plačil od obresti in glavnice posredovali investitorjem, del pa so jih zadržali zase ter dosegali velike dobičke.

Z okrevanjem gospodarstva se je zmanjševalo število stečajev podjetij, nenaklonjenost tveganju tržnih udeležencev je padla in donosnosti obveznic so porasle. Izdajatelji, predvsem investicijske banke, so pričeli z listinjenjem že listinjenih obveznosti na kreditnih karticah, avtomobilskih kreditov in drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Ti produkti se imenujejo CDO. Zaradi visokih donosnosti so izdaje teh produktov narasle iz 1 milijarde USD leta 2000 na 307 milijard USD leta 2006 (Slika 7). Finančne institucije so investitorjem najprej ponudile listinjene vrednostne papirje listinjenih vrednostnih papirjev na podlagi dolžniških instrumentov (angl. *asset-backed security collateralized debt obligation, v nadaljevanju ABS CDO*).

Slika 7: Rast obsega izdanih CDO



Vir: Bloomberg, 2010.

Investitorji so kupovali ABS CDO zaradi visokih donosnosti in razpršitve kreditnega tveganja. CDO ima enako strukturo tranš kakor ABS; pri čemer so najprej poplačani investitorji zgornje tranše, sledi poplačilo investitorjev srednje tranše in na koncu so poplačani investitorji tranše prve izgube. Izdajatelji so z izdajanjem CDO zaslužili velike provizije, vendar so morali za uspešno izvršitev izdaje prodati vrednostne papirje vseh treh tranš, pri čemer je bilo med investitorji najmanj zanimanja za vrednostne papirje srednje tranše. Investitorji so bili namreč pripravljeni investirati v vrednostne papirje zgornje tranše, ki so bili najmanj tvegani, ali v vrednostne papirje tranše prve izgube, ki so prinašali visoke potencialne donosnosti. Investicijske banke so neprodanim vrednostnim papirjem srednje tranše ABS dodali vrednostne papirje zgornje tranše in tranše prve izgube ter strukturirali nove CDO.

Investicijske banke so v nadaljevanju strukturirale kompleksnejše CDO, iz tranš CDO so kreirale nove CDO, ki so se imenovali listinjeni vrednostni papirji na podlagi dolžniških instrumentov listinjenih vrednostnih papirjev na podlagi dolžniških instrumentov oziroma CDO CDO oziroma CDO na kvadrat. Pred krizo na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov so investicijske banke na finančnih trgih ponudile CDO CDO CDO oziroma CDO na potenco tri ter sintetične listinjene vrednostne papirje na podlagi dolžniških instrumentov oziroma sintetične CDO, ki so strukturirani iz zamenjav kreditnega tveganja (angl. *credit default swap, v nadaljevanju CDS*). CDS je izvedeni finančni instrument, katerega kupec plača zavarovalno premijo in s tem od prodajalca CDS pridobi pravico do poplačila potencialnih neizplačanih finančnih obveznosti, ki mu pripadajo iz naslova zavarovanega premoženja. CDS je mogoče kupiti za različne vrste premoženja (podjetniške obveznice, listinjeni stanovanjski hipotekarni krediti).

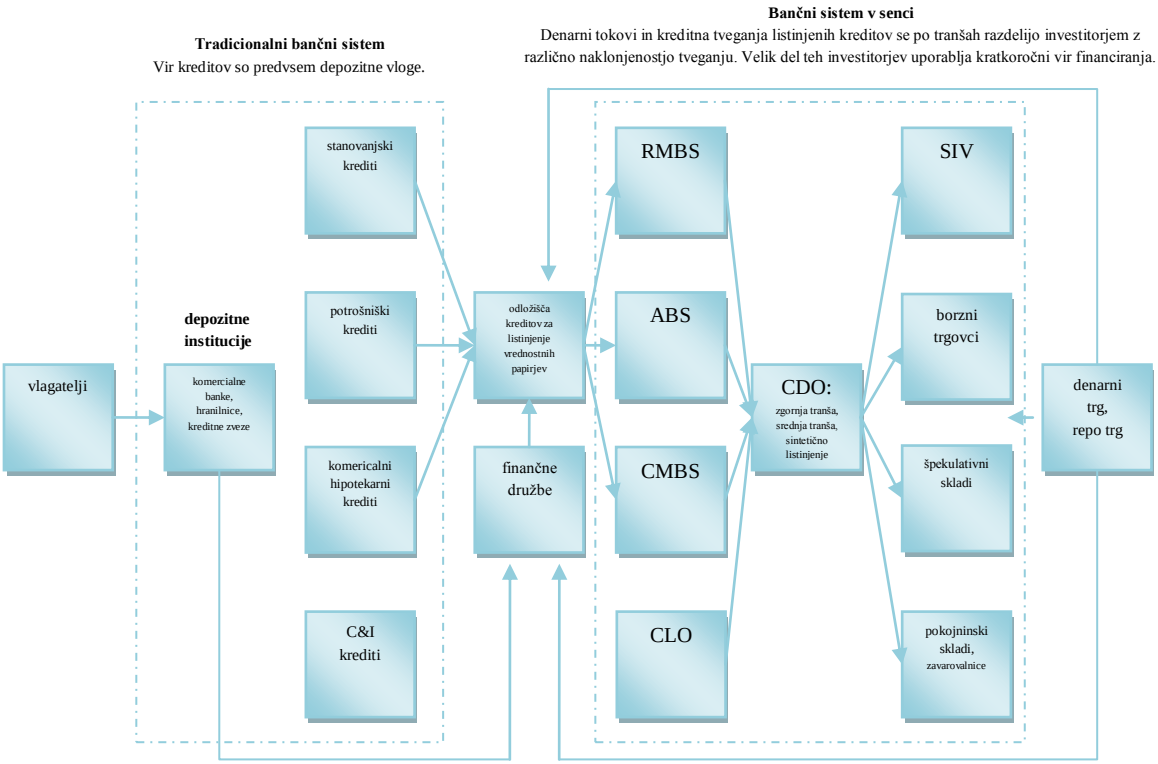
5.4 Bančni sistem v senci

Do začetka kreditne krize sredi leta 2007 so ABS zavzeli osrednje mesto v investicijskem bančništvu. Regulatorne institucije so bile prepričane, da je pomembna prednost ABS razpršitev kreditnega tveganja, zato so spodbujale finančne institucije k listinjenju kreditov. Kreditnemu tveganju ni bila izpostavljena le finančna institucija, ki je kredit odobrila, temveč vsi investitorji v ABS. Regulatorne institucije so zato sprejele baselski sporazum, ki določa bančne regulative o ustreznih kapitalskih rezervah za odobrene kredite. Višina predpisanih kapitalskih rezerv je odvisna od višine tveganja investicije, vendar so izračuni rezerv pravilni le v primeru, da regulative predpostavljajo realno višino tveganja določene investicije. Regulatorne institucije so za ABS ocenjevale, da predstavljajo relativno nizko tveganje, zato so za investicije v ABS določile relativno majhne kapitalske rezerve.

Mislim, da so regulatorne institucije tako posredno spodbujale banke, da imajo v svojih bilancah stanja ABS namesto kreditov, za katere so zahtevale višje kapitalske rezerve. Posledično je poraslo kreditiranje s strani finančnih institucij nebančnega sektorja, posebno špekulativnih skladov, skladov denarnega trga in pravnih oseb s posebnim namenom listinjenja strukturiranih vrednostnih papirjev (angl. *structured investment vehicle,* v nadaljevanju SIV). Te institucije so tvorile bančni sistem v senci, ki ni bil podvržen tako strogemu nadzoru regulatornih institucij kot banke. Do sredine leta 2007 je bančni sistem v senci odobril 6 bilijonov USD kreditov in se po obsegu odobrenih kreditov približal tradicionalnemu bančnemu sistemu.

Velik delež kreditnega tveganja se je prenesel s tradicionalnega bančnega sistema na bančni sistem v senci, vendar pri tem ni jasno, katere finančne institucije so prevzele tveganje in v kakšnem obsegu (Slika 8). Regulatorne institucije so bile prepričane, da se je kreditno tveganje razpršilo po celotnem finančnem sektorju in da se je zato verjetnost nastopa kreditne krize zmanjšala.

Slika 8: Globalni finančni sistem

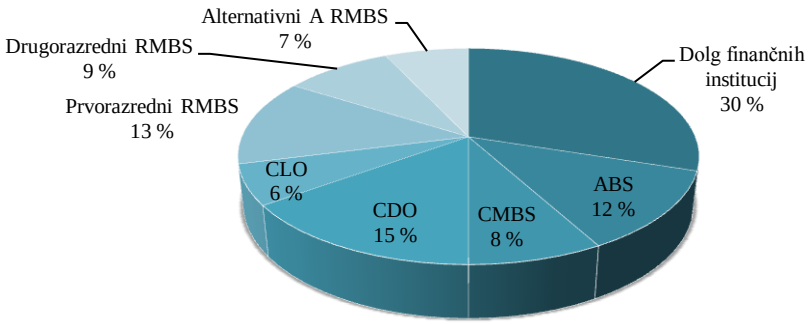


Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 123.

5.5 Likvidnostne težave finančnih institucij

Investicijske banke so s ciljem doseganja višjih donosnosti ustanovile SIV, ki so imeli sredi leta 2007 v svojih bilancah 1,4 bilijona USD RMBS in CDO (Slika 9). Investicijske banke so z ustanovitvijo in upravljanjem SIV zaslužile velike dobičke, za katere regulatorne institucije niso predpisovale kapitalskih rezerv za investicije s strani SIV.

Slika 9: Struktura investicij povprečnega SIV



Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 124.

Investicijska politika SIV je bila zelo tvegana. Izdajali so namreč kratkoročne in investirali v dolgoročne vrednostne papirje. Dokler so bile finančne institucije, posebno denarni skladi, pripravljene od SIV kupovati kratkoročne vrednostne papirje, te niso imeli finančni težav. V obdobju kreditne krize se je na finančnih trgih nenaklonjenost tveganju občutno povečala in finančne institucije so prenehale kupovati njihove vrednostne papirje. Edini potencialni vir finančnih sredstev za SIV so bile njihove banke ustanoviteljice, ki so jim v času normalnih tržnih razmer vzpostavile kratkoročne kreditne linije. Toda banke so želele z vzpostavitvijo kreditnih linij le zaslužiti dodatne premije in bile prepričane, da kreditne linije nikoli ne bodo koriščene.

Proti koncu leta 2007 so bili SIV pred stečajem in zaradi potrebe po likvidnosti so pričeli prodajati vrednostne papirje. Nadzorne institucije so bile zaskrbljene, da bo občutno povečanje ponudbe vrednostnih papirjev na finančnih trgih znižalo njihovo ceno in povečalo nenaklonjenost investitorjev. Posredovalo je ameriško ministrstvo za finance in doseglo sporazum, da najpomembnejše finančne institucije ne bodo prodajale vrednostnih papirjev na finančnih trgih. Ministrstvo za finance je predlagalo ustanovitev super pravne osebe s posebnim namenom listinjenja strukturiranih vrednostnih papirjev (angl. *super structured investment vehicle,* v nadaljevanju super SIV*)*, ki bi jo ustanovile in imele v lasti najpomembnejše banke. Super SIV bi po diskontirani ceni kupoval vrednostne papirje od SIV, ki bi razglasili stečaj. Cene vrednostnih papirjev ne bi bile v naprej določene. Do realizacije predloga ni prišlo, ker so se finančne institucije sporazumele, da bodo finančne težave lastnih SIV reševale individualno. Ob prenosu vrednostnih papirjev s SIV na lastne bilance stanj so spoznale, da je njihovo kreditno tveganje večje, kakor so pričakovale. Ob koncu leta 2007 so zaradi povečevanja kreditne krize regulatorne institucije pričele natančneje nadzirati dogajanje bančnega sistem v senci.

Poleg SIV so finančne institucije ustanavljale tudi odložišča kreditov za listinjenje vrednostnih papirjev (angl. *asset-backed conduit,* v nadaljevanju ABC). To so pravne osebe, v katerih so finančne institucije hranile odobrene kredite, ki so jih nameravale listiniti. Tako so lastništvo nad krediti formalnopravno prenesle na ABC in se izognile zagotavljanju obveznih kapitalskih rezerv za te odobrene kredite. V začetku leta 2007 so imeli ABC v svojih bilancah stanj okoli 400 milijard USD kreditov. Iz enakih razlogov kakor SIV so imeli tudi ABC ob koncu leta 2007 likvidnostne težave.

5.6 Povečevanje finančnega vzvoda

Med ekonomisti ni enotnega mnenja glede definicije varne naložbe. Upper jo definira kot naložbo z nizkim tveganjem in visoko likvidnostjo, katere primer je 10-letna nemška državna obveznica. Kaul in Sapp jo definirata kot naložbo, za katero se investitorji odločajo v negotovih razmerah, primer je USD, zaradi negotovosti glede delovanja informacijske tehnologije ob prehodu v leto 2000. Ranaldo in Söderlind pa definirata varno

naložbo kot naložbo, katere donosnost ni v korelaciji ali je celo v negativni korelaciji z obstoječim portfeljem naložb investitorja (McCauley, R. N. & McGuire, P., 2009, str. 86).

Ugotovil sem, da se je bančni sistem v senci izpostavil dodatnemu finančnemu tveganju s povečevanjem finančnega vzvoda. Najbolj agresivni pri uporabi finančnega vzvoda so bili špekulativni skladi, ki so hkrati investirali predvsem v ABS iz tranše prve izgube. V letih 2005 in 2006 so špekulativni skladi s pomočjo finančnega vzvoda investirali 15-krat več, kot so imeli lastnega kapitala; ob 1 USD lastnega kapitala so investirali 15 USD izposojenega kapitala. Razlog za to so bila predvsem pričakovanja visokih donosnosti špekulativnih skladov s strani investitorjev, ki jih je bilo mogoče doseči le s sprejemanjem velikega tveganja in z uporabo finančnega vzvoda.

S pomočjo finančnega vzvoda so špekulanti dosegli izjemno velike dobičke, če je vrednost njihovih investicij porasla, oziroma velike izgube, če je vrednost njihovih investicij padla. Primer, špekulativni sklad investira v drugorazredni MBS 100 USD, od tega 10 USD lastnega kapitala in 90 USD sposojenega kapitala. Če cena drugorazrednih MBS poraste za 10 %, znaša donosnost investicije 100 %. Vrednost investicije 10 USD lastnega kapitala se je namreč podvojila. Toda če cena drugorazrednega MBS pade za 10 %, špekulativni sklad izgubi celotni lastni investirani kapital.

Špekulativni skladi so bili prepričani, da je njihova investicijska strategija varna, ker so se zavarovali proti tveganju padca cen vrednostnih papirjev, v katere so investirali. To so storili z nakupom vrednostnih papirjev, katerih donosnosti so bile v preteklosti v negativni korelaciji s primarno investicijo. Špekulativni skladi so pogosto zavarovali nakup vrednostnih papirjev s prodajo pozicije na indeks ABX, ki je sestavljen iz 20 drugorazrednih MBS. V primeru prodaje pozicije na določen instrument, prodajalec pričakuje padec vrednosti tega instrumenta.

Indeks ABX, podobno kakor indeks Dow Jones Industrial Average ali indeks Nasdaq Composite, sestavlja več vrednostnih papirjev in zato v primeru nakupne ali prodajne pozicije na indeks ABX trgujemo z vsemi temi vrednostnimi papirji. S pomočjo sklenjenih pozicij na indeks ABX je mogoče ugotoviti ceno zamenjav kreditnega tveganja na listinjene drugorazredne hipotekarne kredite. Če med tržnimi udeleženci poraste zaskrbljenost glede neodplačil drugorazrednih hipotekarnih kreditov, poraste tudi strošek zavarovanja za primer neodplačila in hkrati pade cena indeksa ABX. Že več mesecev pred nastopom krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov je vrednost indeksa ABX padala, iz česar je bilo mogoče sklepati, da se razmere slabšajo. Špekulativni skladi so si s prodajo pozicij na indeks ABX vsaj nekoliko zmanjšali izgube iz naslova nakupa ABS.

Uporaba finančnega vzvoda je nevarna kljub nakupu zavarovanja za investicije. Dokaz za to je stečaj dveh špekulativnih skladov Bear Stearnsa, Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund in Bear Stearns-High Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund, ki

sta investirala v CDO z bonitetno oceno AAA. Špekulativna sklada sta pri investiranju uporabljala velik finančni vzvod, tveganje pa zmanjševala z nakupom pozicije na indeks ABX. Del obresti investicij v CDO sta porabila za odplačevanje finančnih obveznosti in nakup zavarovanja, ob tem pa poslovala z velikimi dobički. Finančne težave so se pričele zaradi množičnega neodplačevanja drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Špekulativna sklada nista bila zavarovana v takem obsegu, da bi lahko pokrivala velike izgube, nastale zaradi investiranja z uporabo velikega finančnega vzvoda. Ker je vrednost CDO, s katerimi sta pri bankah zavarovala kredite, padla, so banke zahtevale vplačilo dodatnega zavarovanja, sklada sta morala zato prodajati CDO, katerih cena pa je še naprej padala, in sledil je njun stečaj.

5.7 Nerazumevanje principa razpršitve investicij

Regulatorne institucije so sklepale, da se je z razpršitvijo investicij znotraj bančnega sistema v senci tveganje občutno znižalo. CDO so bili strukturirani iz dolžniških instrumentov različnih sektorjev z negativno korelacijo. Tako naj bi v primeru padca cene enega dolžniškega instrumenta, cena drugega dolžniškega instrumenta porasla in izboljšala donosnost CDO. Investitorji so bili prepričani, da so CDO optimalno strukturirani in je zato kreditno tveganje minimalno.

CDO so bili s namenom zmanjšanja kreditnega tveganja strukturirani tako, da so vključevali dolžniške vrednostne papirje različnih sektorjev z negativno medsebojno korelacijo. Primera: (1) Porast cene nafte vpliva na porast stroškov letalskega prevoza in posledično pade cena delnic letalskih družb, medtem ko cena delnic naftnih družb poraste. (2) Cene delnic gradbenih podjetij rastejo v obdobju gospodarske rasti, medtem ko cene delnic podjetij defenzivnega sektorja, na primer ponudnikov zdravstvenih storitev, rastejo v obdobju recesije.

Pri CDO, ki so bili sestavljeni iz drugorazrednih RMBS, so finančne institucije želele zmanjšati kreditno tveganje in razpršiti finančne investicije z nakupom vrednostnih papirjev iz različnih geografskih območij ZDA. Historično gledano so cene stanovanj v danem trenutku namreč hkrati padale na določenih območjih (Los Angeles, Houston, Boston), a nikoli na več območjih hkrati. Izjema je le obdobje Velike depresije.

Mislim, da bi morali finančni analitiki v svojih ekonometričnih modelih predvideti tudi opcijo nastanka finančne krize ter njen vpliv na investicije in razmere na finančnem trgu. Izdajatelji, upravljavci in investitorji posledično pri svojih poslovnih odločitvah glede CDO niso upoštevali možnosti svetovne finančne krize. S padanjem cen stanovanj in neodplačevanjem hipotekarnih kreditov se je pokazalo, da investicije niso bile pravilno razpršene, temveč skoncentrirane na stonovanjskem trgu. Pri investiranju se je uporabljal tudi finančni vzvod.

6 NEPRIMEREN NADZOR KREDITODAJALCEV

6.1 Kompleksen in neučinkovit sistem regulatornih institucij

Pomemben razlog neučinkovitega nadzora trga hipotekarnih kreditov, ki je pripeljal do krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov, je veliko število regulatornih institucij, ki nadzirajo različne vrste finančnih institucij ali različna geografska področja. Nekatere regulatorne institucije so sicer opozarjale, da bi se na kreditnih trgih lahko pojavile težave zaradi vedno ohlapnejših pogojev kreditiranja, a ni bilo mogoče sprejeti ukrepov proti uveljavljeni praksi kreditiranja zaradi velikega števila regulatornih institucij in deljenih mnenj celo znotraj posameznih institucij. Na to težavo sta pred nastopom kreditne krize opozorili nekdanja članica Sveta guvernerjev Feda Susan Bies in predsednica Zvezne agencije za zavarovanje hranilnih vlog (angl. *Federal Deposit Insurance Company – FDIC*) Sheila Colleen Bair. Pred nastopom kreditne krize, ko bi bil potreben usklajen nadzor, so polovico ameriških finančnih institucij nadzirale federativne regulatorne institucije, drugo polovico pa regulatorne institucije posameznih zveznih držav (Tabela 1).

Najpomembnejša regulatorna institucija ameriškega finančnega sistema je ameriška centralna banka Fed. Odgovorna je za nadzor bančnih in finančnih holdingov, ki historično gledano izdajo približno 25 % vseh hipotekarnih kreditov. Nadaljnjih 25 % vseh tovrstnih kreditov izdajo komercialne banke, hranilna in kreditna združenja in kreditne zveze, ki jih nadzirajo Zvezni nadzorni urad za državne in tuje banke (angl. *Office of the Comptroller of Currency – OCC*), Zvezna agencija za zavarovanje hranilnih vlog (angl. *Federal Deposit Insurance Company – FDIC*), Urad za nadzor na bankami in hranilnicami (angl. *Office of Thrift Supervision – OTS*) in Zvezna agencija za nadzor nad kreditnimi zvezami (angl. *National Credit Union Administration – NCUA*).

Za finančne institucije, ki jih nadzirajo zvezne regulatorne institucije, navadno ne veljajo zakoni posameznih zveznih držav, a regulatorne institucije zveznih držav so zadolžene za nadzor posrednikov pri sklepanju hipotekarnih kreditov (angl. *mortgage brokers*), nebančnih kreditodajalcev, vključno s podjetji za sklepanje hipotekarnih kreditov (*mortgage finance companies*) in nepremičninskimi skladi (angl. *real estate investment trusts*), ki skupaj izdajo okoli 50 % vseh hipotekarnih kreditov. Regulatorne institucije posameznih zveznih držav so posrednikom hipotekarnih poslov izdajale tudi licence za poslovanje. Največ koordinacije s strani zveznih držav pri urejanju razmer na kreditnem trgu je bilo v okviru Conference of State Bank Supervisors in American Association of Residential Mortgage Regulators.

Poleg naštetih regulatornih institucij je potrebno navesti še Zvezno komisijo za trgovino (angl. *Federal Trade Commission – FTC*), ki nadzira skladnost poslovanja finančnih institucij z antidiskriminatorno zvezno zakonodajo, Agencijo za nadzor in uveljavljanje zakonov o borzi in vrednostnih papirjih (angl. *Securities and Exchange Commission –*

SEC), ki nadzira delniške družbe, ter Zvezno agencijo za stanovanja (angl. *Federal Housing Finance Agency – FHFA*), ki nadzira vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac.

Tabela 1: Regulatorne institucije trga hipotekarnih kreditov

Regulatorna institucija	Vrste finančnih institucij, ki jih regulira	Primeri finančnih institucij
ameriška centralna banka Fed (angl. *Federal Reserve – Fed*)	– finančni holdingi (angl. *financial holding companies*), – bančni holdingi (angl. *bank holding companies*), – banke, članice Federal Reserve System (angl. *member state banks*)	Citigroup, JPMorgan Chase, KeyCorp, SunTrust Bank, Wachovia Corporation
Zvezni nadzorni urad za državne in tuje banke (angl. *Office of the Comptroller of Currency – OCC*)	– banke (angl. *Nationally chartered banks*)	Citibank; National Association; Mellon Bank, N.A.; PNC Bank National Association; Wells Fargo Bank; National Association
Zvezna agencija za zavarovanje hranilnih vlog (angl. *Federal Deposit Insurance Company – FDIC*)	– banke, nečlanice Federal Reserve System	BancorpSouth Bank, Bank of the West, Branch Banking and Trust Company, GMAC Bank
Urad za nadzor na bankami in hranilnicami (angl. *Office of Thrift Supervision – OTS*)	– hranilno-kreditna združenja (angl. *savings and loan associations, thrifts*)	Countrywide Bank, FSB; Washington Mutual Bank; World Savings Bank, FSB
Zvezna agencija za nadzor nad kreditnimi zvezami (angl. *National Credit Union Administration – NCUA*)	– federalne kreditne zveze (angl. *federal credit unions*)	BECU (nekdanji Boeing Employees' Credit Union), Navy Federal Credit Union, Pentagon Federal Credit Union
regulatorne institucije zvezne države (angl. *state regulators*)	– banke, posredniki hipotekarnih kreditov, nedepozitni kreditodajalci	New Century Financial

Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 147–148.

Učinkovitost nadzora je bila manjša tudi zato, ker je nekatere finančne institucije hkrati nadzorovalo več regulatornih institucij. Finančno institucijo Wells Fargo & Company, ki nudi hipotekarne kredite, tako nadzirata Fed in OCC. Fed nadzira bančni holding, medtem ko OCC nadzira njegove podružnice, ki se ukvarjajo s kreditno dejavnostjo. Nekatere finančne institucije so poslovale skoraj brez nadzora. Tako sta finančno institucijo New Century Financial, ki je odobrila visoko tvegane strukture drugorazrednih hipotekarnih kreditov, nadzirala California Department of Corporations in SEC, ki nista bili strokovno usposobljeni za nadzor politike izdajanja hipotekarnih kreditov. New Century Financial, ki je imel ob začetku leta 2007 7.200 zaposlenih, njegova tržna vrednost pa je znašala 1,75 milijarde USD, je 26. marca 2008 razglasil stečaj.

Med regulatornimi institucijami je prihajalo do nesporazumov in nejasnosti, kar so kreditodajalci izkoristili v času stanovanjskega balona. Zaradi povečanega števila finančnih institucij, rasti obsega izdanih hipotekarnih kreditov ter visokih plač in nagrad zaposlenim pri finančnih institucijah je regulatornim institucijam primanjkovalo finančnih strokovnjakov, ki bi uspeli nadzirati razmere na kreditnem trgu. Pomemben faktor neuspešnega nadzora regulatornih institucij je tudi manjše zaupanje prebivalcev ZDA v zvezne institucije, kot v institucije posameznih zveznih držav. Toda mislim, da so regulatorne institucije posameznih zveznih držav lahko uspešno nadzirale poslovanje finančnih institucij nekoč, ko je bilo finančnih institucij manj in je bilo njihovo poslovanje omejeno na lokalne ali regionalne trge. Z globalizacijo finančnih trgov je postal sistem nadzora na ravni posameznih držav neučinkovit.

6.2 Vladna politika spodbujanja lastništva stanovanj

Lastniško stanovanje predstavlja v ZDA veliko družbeno vrednoto. Od Velike depresije dalje so ameriške vlade kot temeljni uspeh svoje gospodarske politike predstavljale delež lastniških stanovanj. Naloga regulatornih institucij je bila povečati ta delež, zato ni bil nadzor izdajanja hipotekarnih kreditov strožji, saj bi ta neposredno vplival na zmanjšanje deleža lastniških stanovanj. Regulatorne institucije, ki so nameravale zaostriti nadzor izdajanja hipotekarnih kreditov, so bile kritizirane s strani ameriške javnosti, ekonomske stroke in tudi politike.

V 70. letih 20. stoletja so v ZDA prišle v ospredju državljanske pravice, vključno s pravico vsakega državljana do lastniškega stanovanja. Leta 1977 je ameriški Kongres sprejel Zakon o lokalnem reinvestiranju (angl. *Community Reinvestment Act*, v nadaljevanju CRA), ki je prepovedal dotedanjo bančno prakso neodobravanja hipotekarnih kreditov na območju določenih lokalnih skupnosti. To so bile običajno skupnosti revnih in zato s strani finančnih institucij nezaželenih etničnih manjšin. S pomočjo CRA je ameriška vlada želela preprečiti tovrstno diskriminacijo in hkrati spodbuditi banke k odobravanju kreditov na območju teh skupnosti.

V začetku 90. let 20. stoletja je Fed pričel uporabljati nove statistične metode za določanje diskriminatornega ravnanja pri odobravanju hipotekarnih kreditov, kar so Fedovi analitiki ugotavljali z analizo podatkov o zahtevkih in odobritvah hipotekarnih kreditov, ki so jih bile banke obvezane poročati po Zakonu o razkritju podatkov o hipotekarnih kreditih (angl. *Home Mortgage Disclosure Act*, v nadaljevanju HMDA) iz leta 1975. V 90. letih 20. stoletja so v ZDA potekale konsolidacije znotraj bančnega sektorja, združitve in prevzemi ter teženje po povečevanju tržnega deleža. Fed je imel pomembno zakonsko pravico, da bankam, ki ne ravnajo v skladu s HMDA, prepove dejavnosti združitev in prevzemov z drugimi bankami.

Pomemben cilj ameriške vlade v času predsednika Clintona je bil porast lastniškega deleža stanovanj, zlasti pri prebivalstvu z nižjim osebnim dohodkom in pri manjšinah. Skozi 90. leta 20. stoletja je tako delež lastniških stanovanj porasel med belci za 7 %, med črnci za 13 % ter med potomci španskih priseljencev za 18 %. K porastu deležev je veliko prispevala politika regulatornih institucij.

Ameriška vlada v času predsednika Busha, ki je nastopila mandat leta 2001, je nadaljevala politiko povečevanja deleža lastniških stanovanj. Vizija predsednika Busha je bila, da ZDA postanejo lastniška družba (angl. *ownership society*), v kateri bi lahko vsak državljan prišel do lastnega premoženja. Za prebivalce z nižjimi osebnimi dohodki naj bi bilo to premoženje lastno stanovanje. Leta 2002 je predsednik predstavil svoj načrt povečanja števila lastniških stanovanj pri manjšinah do leta 2010 za 5,5 milijona in naslednje leto v ta namen podpisal Zakon o pomoči pri poplačilu hipotekarnih kreditov (angl. *American Dream Downpayment Act – ADDA*).

Ameriška vlada je nameravala doseči zastavljeni cilj tudi preko Zvezne agencije za nadzor trga stanovanj (angl. *Office of Federal Housing Enterprise Oversight – OFHEO*), ki je v tem obdobju nadzirala vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac. Agenciji sta imeli nalogo spodbuditi trg hipotekarnih kreditov, posebno pri ciljni skupini z nižjimi osebnimi dohodki, ki naj bi ga dosegli z nakupi listinjenih drugorazrednih in alternativnih A hipotekarnih kreditov.

Demokratski kongresniki so pred nastopom kreditne krize opozarjali na neučinkovitost nadzora kreditodajalcev, ki so vedno agresivneje ponujali svoje storitve. Pri tem so izpostavili pomanjkljivo zakonodajo, ki predpisuje strožji nadzor na zvezni ravni kakor na ravni posamezne zvezne države. Soglasja glede spremembe zakonodaje ni bilo mogoče doseči, ker so republikanski kongresniki trdili, da bi strožji zakoni le ovirali povečevanje deleža lastniških stanovanj.

6.3 Greenspanova neučinkovita politika nadzora finančnih trgov

Fed določa denarno politiko in ima ključno vlogo pri politiki nadzora finančnega sektorja. Predvidevam, da so bile brez Fedovega aktivnega ukrepanja proti neustrezno nadzorovanemu povečevanju obsega odobrenih hipotekarnih kreditov preostale regulatorne institucije brez moči.

Fedovo osrednjo vlogo pri nadzoru finančnih trgov omogočajo poleg zakonskih določb njegove povezave z ostalimi velikimi regulatornimi institucijami na področju denarne politike. Tako ima Fed posredno nadzor nad celotnim finančnim sistemom. Poleg tega ima izjemno velik intelektualni potencial, saj je največja finančna institucija po številu ekonomskih strokovnjakov. Najpomembneje pa je, da je Fed neodvisna finančna institucija, ki lahko sprejema odločitve neodvisno od mnenja predsednika ZDA ali Kongresa.

Kljub navedenemu pa je bil Fed pri izvajanju nadzorne funkcije relativno konzervativen. Predsednik Feda Greenspan je bil namreč skeptičen glede učinkovitosti strožjega nadzora finančnih trgov s strani regulatornih institucij. Prepričan je bil, da pride na finančnih trgih ob ustreznih spodbudah do samoregulacije. V 80. in 90. letih 20. stoletja je bila nasploh prisotna težnja k deregulaciji nadzora finančnih institucij. Leta 1999 je Kongres tako sprejel Gramm-Leach-Blileyjev zakon, ki je omogočil združitev bank z borzno posredniškimi hišami in zavarovalnicami. Tako nastale finančne holdinge je nadziral Fed. Junija 2004 je Baselski Komite za bančni nadzor pri Banki za mednarodne poravnave (angl. *Bank for International Settlement – BIS*) predstavil Drugi Baselski kapitalski sporazum (angl. *Basel Capital Accord*) ali Basel II. Ta med drugim predpisuje obvezne kapitalske rezerve, ki temeljijo na trenutnih tržnih razmerah. Tržni udeleženci so bili prepričani, da se finančni trgi samoregulirajo in da so konzervativne regulatorne institucije pri tem manj učinkovite.

Glede te problematike Svet guvernerjev Feda ni bil enotnega mnenja. Njegov nekdanji član Edward Gramlich je bil namreč prepričan, da bi moral Fed poostriti nadzor nad vsemi finančnimi institucijami, ki občutno povečujejo obseg kreditiranja. Predsednik Feda Greenspan pa je bil drugačnega mnenja, saj je trdil, da bi tak ukrep le spodbudil odobravanje kreditov pod sumljivimi pogoji.

Kongres je priporočil Fedu, da javno izrazi svojo zaskrbljenost glede hitre rasti obsega odobrenih hipotekarnih kreditov. Leta 1994 sta Bela hiša in ameriški senat potrdila Zakon o varovanju premoženja iz naslova stanovanj (angl. *Home Ownership and Equity Protection Act – HOEPA*), ki je Fedu dodelil pravico, da katerikoli finančni instituciji v ZDA prepove odobritev preveč tveganih struktur kreditov. Toda Fed je to pravico redko izkoristil, z obrazložitvijo, da je potrebno obravnavati vsak primer odobrenega kredita zase in ne po standardnih, vnaprej določenih predpostavkah. Predsednik Greenspan je menil, da

bi bilo bolje sprejeti zakonodajo, ki bi natančno določala prakso odobravanja kreditov, in da ima zato odgovornost za zakonsko ureditev razmer na kreditnih trgih Kongres in ne Fed.

6.4 Konzervativnost regulatornih institucij

Predsednik Feda Greenspan je trdil, da imajo finančne institucije učinkovit notranji nadzor kreditne politike, zato ni mogoče pričakovati kreditne krize. Regulatorne institucije so bile v zelo neugodni situaciji. Razmere na trgu hipotekarnih kreditov so bile v obdobju rasti stanovanjskega trga ugodne. Stopnja brezposelnosti je padala, cene stanovanj so rasle in delež neodplačil kreditov je bil na zgodovinsko nizki ravni. V danih razmerah so regulatorne institucije težko dokazale finančnim institucijam, da je njihova politika kreditiranja komitentov neustrezna.

Regulatorne institucije tudi niso uspele nadzirati ponudbe novih kompleksnih oblik hipotekarnih kreditov, ki je močno porasla s strani prvorazrednih in drugorazrednih kreditojemalcev. Razlog je bilo pomanjkanje časa za ovrednotenje vseh novih kompleksnih kreditnih struktur ob dani kadrovski strukturi in zato ni bilo jasno, ali so primerne za ciljno skupino kreditojemalcev oziroma katere modifikacije so za to potrebne.

V posebno neugodni situaciji so bile regulatorne institucije posameznih zveznih držav, saj so imele glede na porast števila kreditodajalcev in povečan obseg odobrenih kreditov premalo nadzornikov. Ti so se omejili le na splošen nadzor računovodskih izkazov in preverjanje ustreznosti kapitalskih rezerv.

6.5 Denarna politika predsednika Feda Bernankeja

Z rahljanjem kriterijev za odobritev hipotekarnih kreditov se je leta 2006 občutno povečalo število zaplemb stanovanj in regulatorne institucije so tako imele ustrezne argumente za ukrepanje. Zvezne regulatorne agencije so oktobra 2006 izdale skupne smernice, ki so določile strožje kriterije odobritve novih oblik hipotekarnih kreditov, v juliju 2007 pa je sledilo poročilo o trgu drugorazrednih kreditov. Poleg tega je 1. februarja 2006 predsedniško funkcijo Feda Alana Greenspana prevzel Ben Bernanke, ki se je odločil za aktivnejši nadzor trga hipotekarnih kreditov. Fed je sicer dobil pooblastila za aktivnejši nadzor že leta 1994 s sprejetjem HOEPA, a jih je do poka stanovanjskega balona redko uporabil.

V decembru 2007 je Fed sprejel pomembne sklepe za bolj transparentno delovanje kreditnih trgov. Finančne institucije, ki so odobravale kredite po visokih obrestnih merah, so morale pri tem upoštevati zmožnost kreditojemalcev, da kredit odplačajo. Poleg tega so morale preveriti verodostojnost navedenih prihodkov in premoženja kreditojemalcev. Prepovedano je bilo računanje provizije za predčasno poplačilo kredita v primeru, da je

kreditojemalec refinanciral kredit v roku 60. dni po spremembi prilagodljive obrestne mere. Kreditojemalci so morali odpreti poseben račun za davke in zavarovanja iz naslova kredita. Kreditodajalci tako niso pridobili dodatnih finančnih sredstev ob refinanciranju in so morali kreditirati kreditojemalce do odplačila celotnega kredita.

Fed je pričel na novo vzpostavljati svojo vlogo osrednje regulatorne institucije. V začetku leta 2007 je skupaj z ostalimi regulatornimi institucijami izdal smernice, s katerimi je želel spodbuditi finančne institucije, da poskušajo najti rešitev za kreditojemalce, ki si prizadevajo odplačati svoj kredit. Pri tem naj bodo posebno pozorne na kreditojemalce, ki so najeli kredit po prilagodljivi obrestni meri. Fed je nudil pomoč vladnima agencijama, ki sta imeli ključno vlogo na trgu hipotekarnih kreditov.

V začetku leta 2008 je predsednik Feda Bernanke dejal, da bi bilo potrebno nuditi pomoč lastnikom stanovanj, katerih vrednost stanovanja je padla pod vrednost neodplačanega zneska hipotekarnih kreditov. Predlog so poimenovali negativno premoženje (angl. *negative equity*). Predvideval je odpis dela glavnice hipotekarnega kredita, tako da bi bila vrednost stanovanja kreditojemalca večja kot obveznosti iz naslova hipotekarnega kredita. Odziv finančnih institucij in ameriške vlade do predloga predsednika Bernankeja je bil odklonilen. Nekatere finančne institucije so bile sicer pripravljene kreditojemalcem pomagati z zamrznitvijo rasti obrestnih mer ali podaljšanjem obdobja odplačila hipotekarnega kredita, niso pa se strinjale z odpisom dela glavnice. Busheva vlada in večina kongresnikov so trdili, da bi s tovrstnimi odpisi reševali slabe kreditojemalce (angl. *bad borrowers*) in slabe kreditodajalce (angl. *bad lenders*). Predsednik Bernanke je ugovarjal, da bo zaradi manjše vrednosti premoženja od kreditnih obveznosti poraslo število osebnih stečajev. Odpisi dela glavnice naj bi bili nujni, če ne želimo doseči domino učinka osebnih stečajev na kreditnih trgih, posledične krize na stanovanjskih trgih in tudi v realnem gospodarstvu.

Nekatere regulatorne institucije so pravočasno opozarjale na nevarnost krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Predsednica FDIC Sheila Bair je tako med prvimi zagovarjala zamrznitev rasti obrestnih mer pri drugorazrednih hipotekarnih kreditih po prilagodljivi obrestni meri ter odpis dela glavnice hipotekarnega kredita. Na nevarnost krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov je opozoril tudi predsednik Zveznega urada za nadzor nad bankami in hranilnicami (angl. *Federal Office of Thrift Supervision*) John Reich. Do konkretnih ukrepov ni prišlo predvsem pod vplivom preveč pasivne vloge Feda.

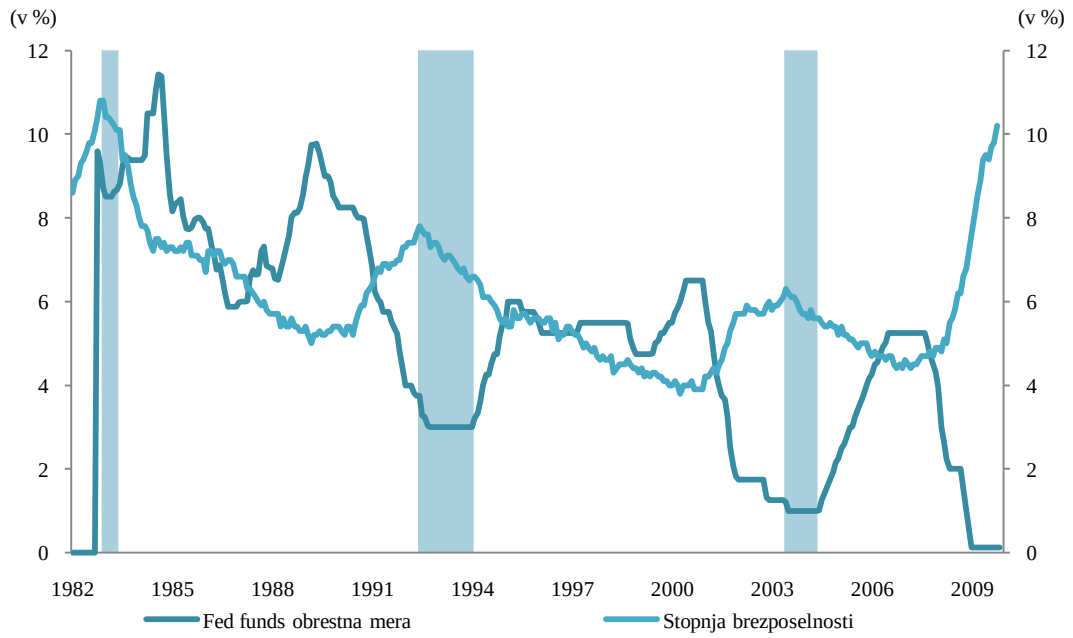
7 RAST, BALON, OHLAJANJE, ZLOM STANOVANJSKEGA TRGA

7.1 Rast stanovanjskega trga

Za obdobje med letoma 1995 in 2003 je značilna rast stanovanjskega trga, zato so bile napovedi cen stanovanj zelo natančne (Shiller, 2008, str. 65). Občutno povečana aktivnost je bila posledica tako rasti povpraševanja kakor nove ponudbe stanovanj. Kupci svojega sekundarnega stanovanja ali počitniške enote niso bili špekulanti, katerih cilj bi bil čim hitrejša preprodaja stanovanja in čim večji dobiček. Tako so cene stanovanj zmerno in stabilno rasle. Špekulanti so se v tem obdobju osredotočali na delniške trg, posebno na delnice tehnološkega sektorja.

Konec 90. let 20. stoletja je bil nakup enodružinskega stanovanja smotrna naložba. Leta 1995 tako zaradi padanja obrestnih mer mesečni obrok odplačila hipotekarnega kredita ni bil višji kot leta 1980. Hkrati so se v istem obdobju prihodki gospodinjstev podvojili. Prav tako je padla stopnja brezposelnosti (Slika 10). Ob koncu leta 1982 je znašala 10,8 %, leta 1995 padla na 5,5 % in bila v aprilu 2000 le 3,8 %.

Slika 10: Povezava med stopnjo brezposelnosti v ZDA in pričetkom dvigovanja Fed funds obrestne mere



Vir: Bloomberg, 2010.

Clintonova administracija je želela regulatorne institucije pooblastiti, da finančne institucije spodbudijo k povečanemu kreditiranju manjšin, ki v preteklosti niso uspele pridobiti zadostnega hipotekarnega kredita, da bi si kupile stanovanje. Tako se je v tem

obdobju občutno povečal delež lastniških stanovanj pri Afroameričanih in potomcih španskih priseljencev.

Povpraševanje po stanovanjih je v 90. letih 20. stoletja poraslo tudi zaradi povečanega priliva imigrantov v ZDA pod vplivom rasti ameriškega gospodarstva in novih možnosti zaposlitve. Ti so prihajali predvsem iz Latinske Amerike, jugovzhodne Azije in vzhodne Evrope, in sicer iz držav, ki so bile v težkih gospodarskih razmerah. Pred terorističnim napadom na ZDA 11. septembra 2001 skrb glede varnostnih razmer ni bila v ospredju. Zaradi priliva imigrantov, tako legalnih kakor ilegalnih, se je število gospodinjstev v ZDA povečalo na letni ravni za pol milijona, s tem pa tudi povpraševanje po stanovanjih. Tako je bila v času stanovanjskega balona skoraj četrtina novih stanovanj zgrajena za potrebe imigrantov.

Kljub povečanemu povpraševanju po stanovanjih so bila gradbena podjetja v začetku previdna pri gradnji novih stanovanj. Varčevalno-kreditna kriza z začetka 90. let 20. stoletja, zaradi katere so šla poleg bank v stečaj tudi mnoga gradbena podjetja, je namreč zavrla razvoj okoliščin za gradnjo novih stanovanj. Do hitrega porasta števila novogradenj je prišlo šele ob koncu 90. let 20. stoletja.

7.2 Stanovanjski balon

Po mnenju tržnih analitikov naj bi rast stanovanjskega trga prešla v stanovanjski balon junija 2003 (Slika 11). V tem času so se razmere na trgu delovne sile izboljševale, obrestna mera hipotekarnih kreditov po fiksni obrestni meri je znašala približno 5 %, medtem ko je bila obrestna mera hipotekarnih kreditov po variabilni obrestni meri celo pod 4 %. Kljub rasti cen stanovanj v letih od 1995 do sredine 2003 so bile te še vedno dostopne. V teh razmerah so pričeli kupci stanovanj, kreditodajalci in investitorji v listinjene hipotekarne kredite špekulirati, da bodo glede na rast v zadnjih letih cene stanovanj rasle tudi v prihodnje.

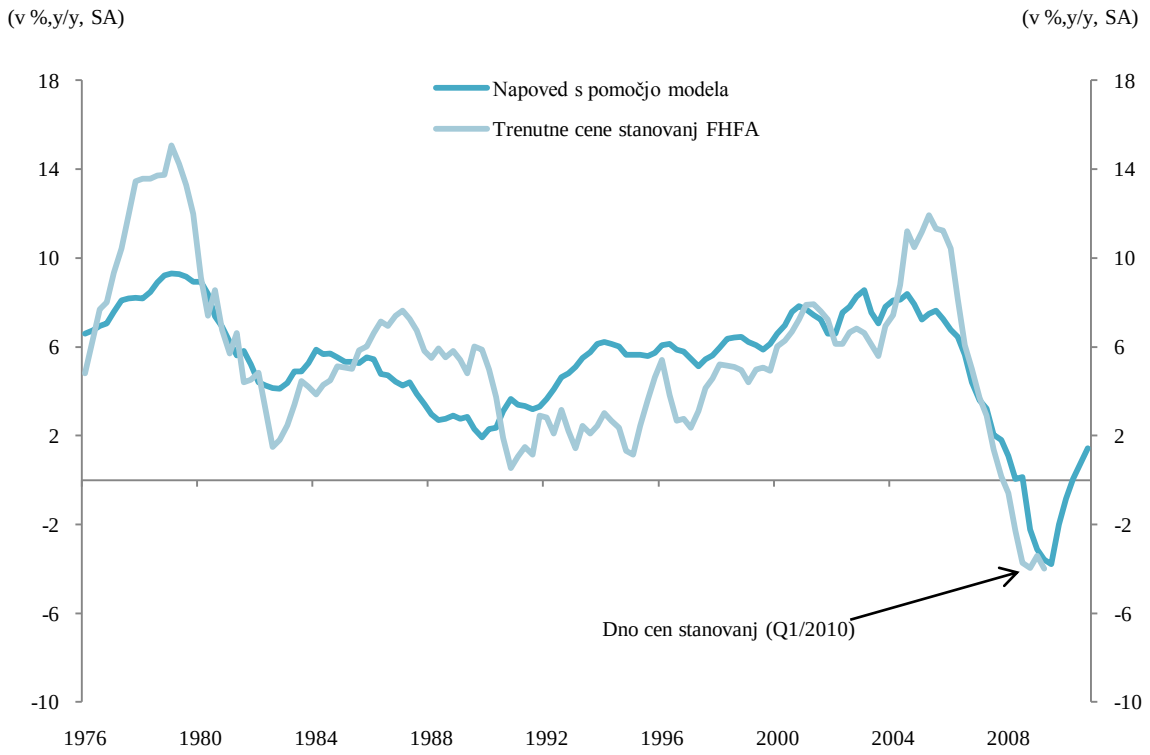
Ponudba in povpraševanje po stanovanjih sta porasla pod vplivom dostopnih cen stanovanj, rasti osebnih prihodkov in zadostnih prihrankov gospodinjstev. Stanovanjski balon se je pričel razvijati v trenutku, ko prebivalci niso kupovali stanovanj zgolj za potrebe bivanja, temveč vedno bolj kot investicijske priložnosti. Glede na izkušnje zadnjih let so špekulirali, da bodo cene stanovanj rasle tudi v prihodnje.

Stanovanjski balon se je po zveznih državah razvijal neenakomerno. Hiter špekulativni porast cen je bilo tako mogoče zaznati v Kaliforniji in na Floridi, kjer zaradi stroge okoljevarstvene zakonodaje primanjkuje stanovanjskih površin. Posledično je mogoče s špekulativnim povpraševanjem hitro dvigniti cene stanovanj. Z rastjo cen se dviga tudi število novogradenj in na trg vstopa čedalje več špekulantov, ki so prepričani, da bodo cene stanovanj rasle tudi v prihodnje. Po drugi strani so v določenih zveznih državah

novogradnje relativno enostaven projekt in je verjetnost špekulacij manjša. Primera sta državi Teksas in Iowa.

Nekdanji predsednik Feda Greenspan je menil, da so stanovanjski baloni sicer mogoči, a le na določenih regionalnih področjih, in da do stanovanjskega balona na zvezni ravni ne more priti zaradi previsokih transakcijskih stroškov ob nakupu oziroma prodaji stanovanj, prav tako pa tudi ne do špekulativnega porasta cen. Predsednik Greenspan je bil prepričan, da trga stanovanj ni mogoče primerjati z delniškim trgom, kjer so transakcijski stroški občutno nižji.

Slika 11: Gibanje cen stanovanj in napoved cen v prihodnosti s pomočjo modela



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 22.

Willoughby (v Lewis, 2008, str. 195) je v svojem prispevku Burning Up marca 2000 navedel, da tržna vrednost 371 ameriških internetnih podjetij znaša 1,3 bilijona USD ali 8 % celotne vrednosti ameriškega delniškega trga. Po borznem balonu ob koncu 20. stoletja so se na trgu pričeli vzpostavljati pogoji za stanovanjski balon. Zaradi nizkih rasti delniških indeksov, zniževanja Fed funds obrestne mere s strani Feda in strahu pred novimi terorističnimi napadi so prebivalci pričeli svoje prihranke množično vlagati v stanovanja. Sklepam, da so kupci stanovanj vedno enostavneje prišli do hipotekarnega kredita ter da so zaradi konkurence med kreditodajalci in razširjene uporabe interneta padali tudi

transakcijski stroški ob nakupu stanovanja. Leta 2005 je bilo v špekulativne namene tako kupljenih in prodanih kar 10 % vseh stanovanj v ZDA.

7.3 Precenjenost stanovanj

Ekonomisti še vedno niso enotni pri vprašanjih, kaj povzroči nastanek balona na trgih in kako je mogoče ugotoviti, ali v danih razmerah obstaja nevarnost zanj. Velja namreč, da cena kateregakoli premoženja na trgu temelji na pričakovanjih tržnih udeležencev glede donosnosti v prihodnosti. Hkrati pa so bili tisti, ki so menili, da cene stanovanj na trgu niso ustrezne, izpostavljeni kritikam, da trdijo, da je velika večina tržnih udeležencev v zmoti. Vendar je bilo že leta 2005 na trgu mogoče zaznati določene znake špekulativnih nivojev cen stanovanj. Občutno je porasel obseg prodaje stanovanj, hipotekarni krediti so postali izjemno lahko dostopni in mnogi ekonomisti so bili mnenja, da so cene stanovanj nekoč morda sicer res bile previsoke, toda danes so povsem druge tržne razmere. Uveljavljene metode vrednotenja stanovanj naj ne bi bile uporabne. V informacijski dobi naj bi namreč tržni udeleženci imeli zadosti informacij za sprejem racionalnih odločitev.

Pogosto se za vrednotenje stanovanj uporablja metoda primerjave cen stanovanj z najemninami. Metoda predpostavlja, da se bo oseba na podlagi primerjave cene stanovanja in najemnine racionalno odločila za stroškovno učinkovitejšo metodo. V primeru, da cene stanovanj skozi določeno obdobje rastejo relativno hitreje kot najemnine, postanejo vrednosti stanovanj precenjene in ljudje se odločijo za najem stanovanja. In nasprotno, če cene stanovanj skozi določeno obdobje relativno padajo proti najemninam, postanejo vrednosti stanovanj podcenjene in ljudje se odločijo za nakup stanovanja. Na razmerje med cenami stanovanj in najemninami vpliva veliko dejavnikov, zlasti višina obrestnih mer in dostopnost hipotekarnih kreditov, a je to razmerje skozi daljše obdobje razmeroma stabilno.

Z vidika investitorja je razmerje med cenami stanovanj in najemninami enako razmerju med cenami in dobički na delniških trgih, ki ga kaže multiplikator čistega dobička (angl. *price-earnings ratio – P/E*). Vrednost kazalnika P/E sicer niha s spreminjanjem tržnih razmer, vendar od druge svetovne vojne povprečna vrednost kazalnika P/E delniškega indeksa S&P 500 znaša 15. Cene delnic so bile torej v tem obdobju v povprečju 15-krat višje kakor dobički podjetij. Višja vrednost kazalnika P/E na delniških trgih je sicer lahko upravičeno višja skozi krajše obdobje zaradi določenih tržnih razmer, na primer nizkih obrestnih mer, toda skozi daljše obdobje je s pomočjo kazalnika P/E mogoče analizirati, ali so delniški trgi precenjeni ali podcenjeni. Tako je v času borznega balona delnic leta 2000 kazalnik P/E delniškega indeksa S&P 500 znašal približno 45, kar je kazalo na veliko precenjenost teh delnic.

Na ameriškem stanovanjskem trgu je ob koncu leta 2005 razmerje med cenami stanovanj in najemninami doseglo najvišjo vrednost 25, kar pomeni, da je bila tržna vrednost

stanovanja enaka 25-letni tržni najemnini. Ob začetku stanovanjskega balona v juniju 2003 je to razmerje znašalo 18,5, kar je sicer tudi višje od povprečja zadnjih 25-ih let, ki je znašalo 16,5. Najnižje je bilo to razmerje sredi 80. let 20. stoletja, ko je znašalo 12,5. Čeprav na zvezni ravni razmerje med cenami stanovanj in najemninami leta 2005 ni bilo tako visoko kakor kazalnik P/E na delniških trgih leta 2000, se je na območjih nekaterih velemest (Miami, Florida; Washington, DC; Phoenix, Arizona; Orlando, Florida; južna Kalifornija; Las Vegas, Nevada; Long Island, New York) tej vrednosti približalo.

Poleg metode razmerja med cenami stanovanj in najemninami se pogosto uporablja tudi metoda razmerja med cenami stanovanj in osebnimi dohodki. Ljudje so namreč v stanovanje pripravljeni investirati sorazmerno z višino njihovih osebnih dohodkov.

7.4 Ohlajanje stanovanjskega trga

V drugem četrtletju leta 2006 je bilo že mogoče opaziti precenjenost stanovanj v ZDA. Nakup stanovanja je bil vedno bolj nedostopen zaradi rasti cen stanovanj in zviševanja Fed funds obrestne mere s strani Feda. Pod vplivom rasti stanovanjskega trga so se gospodarske razmere v ZDA izboljšale in Fed je z zviševanjem Fed funds obrestne mere želel preprečiti rast inflacije. Višje obrestne mere niso nemudoma povzročile težav na trgu stanovanj, saj so kreditodajalci pričeli ponujati hipotekarne kredite po še bolj dostopnih pogojih. Toda zaradi spremenjenih tržnih razmer to ni bilo dolgo mogoče in v drugem četrtletju leta 2006 se je pričel stanovanjski trg ohlajati.

Padec cen stanovanj leta 2006 sicer ni bil velik, a je povzročil zaskrbljenost med tržnimi udeleženci. Vse od Velike depresije dalje namreč v ZDA na zvezni ravni ni prišlo do takega padca stanovanj. Majhni in srednje veliki špekulanti stanovanj niso več kupovali, temveč so jih le pospešeno prodajali. Zaradi nezadostnega števila kupcev so špekulanti kreditodajalcem prepustili stanovanja ter se tako po anglo-saksonskemu pravnemu redu izognili nadaljnjemu odplačevanju hipotekarnega kredita.

Mislim, da je celoten proces zaplembe stanovanja iz naslova neodplačevanja hipotekarnega kredita predolg, predrag in preveč kompleksen, poleg tega se po zveznih državah razlikuje glede na veljavni pravni red. Obdobje od prenehanja odplačevanja hipotekarnega kredita do prodaje stanovanja s strani kreditodajalca traja v povprečju leto dni. Zato se kreditodajalci poskušajo s kreditojemalci dogovoriti o prestrukturiranju odplačevanja kredita, preden se odločijo za zaplembo stanovanja. Toda število neodplačil hipotekarnih kreditov je hitro naraščalo; konec leta 2005 je znašalo 775.000, konec leta 2006 že skoraj 1.000.000. Veliko špekulantov je prenehalo odplačevati hipotekarni kredit, ker tržne razmere niso več omogočale hitrega doseganja dobičkov s pomočjo špekulativnih nakupov in prodaj ali visokih najemnin.

Druga faza zaplemb stanovanj se je pričela spomladi leta 2007, ko so se v težavah znašle osebe, ki so najele drugorazredne hipotekarne kredite dve leti pred tem. To so bili predvsem tako imenovani 2/28 krediti, pri katerih je bila obrestna mera prvi dve leti nizka in fiksna, nato pa se je vsakih šest mesecev prilagajala trenutno veljavnim kratkoročnim obrestnim meram na trgu. Lastnikom stanovanj, pri katerih je prišlo do prilagoditve obrestne mere prvič leta 2007, je mesečni znesek odplačila v povprečju porasel za 350 USD, s povprečnih 1.200 USD na povprečnih 1.550 USD. Število neodplačil hipotekarnih kreditov je sredi leta 2007 naraslo na preko 1.500.000.

Tržni udeleženci so sicer predvidevali potencialne finančne težave kreditodajalcev v primeru, da jim ne bi uspelo refinancirati hipotekarnih kreditov, obenem pa niso pričakovali, da se bo to zares zgodilo. V obdobju pred nastopom kreditne krize kreditojemalci namreč niso imeli težav z refinanciranjem, ki je bilo v interesu vseh tržnih udeležencev. Kreditodajalci so tako zaslužili dodatne provizije, investitorji v listinjene vrednostne papirje bi v skladu s pričakovanji zaslužili visoke donosnosti, kreditojemalci pa bi si ponovno za dve leti zagotovili nizko obrestno mero.

Ugotavljam, da v zaostrenih razmerah na kreditnem trgu nihče ni želel prevzeti tveganja in zato kreditojemalci niso uspeli refinancirati hipotekarnih kreditov, posledično je občutno poraslo število neodplačanih hipotekarnih kreditov. Hkrati so investitorji leto dni postopno zmanjševali velikost svojega portfelja listinjenih vrednostnih papirjev, toda sredi leta 2007 je njihova nenaklonjenost tveganju močno porasla, kar je bilo povod za krizo na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov.

7.5 Zlom stanovanjskega trga

Zaskrbljenost tržnih udeležencev se je močno povečala 31. julija 2007 ob stečaju dveh špekulativnih skladov Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund in Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund, ki sta agresivno investirala v listinjene drugorazredne hipotekarne kredite, zato se je v danem trenutku trgovanje s temi papirji ustavilo, nezaupanje v stanovanjski trg se je povečalo in finančne institucije so omejile izdajanje novih hipotekarnih kreditov. Tako je bilo mogoče dobiti hipotekarne kredite na trgu predvsem od *FHA* ali kredite, ki sta jih jamčili vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac. Vendar je bil obseg teh kreditov premajhen, da bi uspel nadomestiti upad obsega odobrenih kreditov s strani zasebnih finančnih institucij. To je bilo še posebno izrazito v Kaliforniji in Floridi, kjer vladne institucije odobrijo zanemarljiv delež kreditov.

Ker ljudje niso uspeli dobiti hipotekarnih kreditov, je občutno padla prodaja stanovanj. V začetku leta 2007 je bilo v ZDA prodanih 7,5 milijonov stanovanj na letni ravni, do konca leta pa je prodaja padla na 5,5 milijonov stanovanj na letni ravni. Zaskrbljenost med tržnimi udeleženci se je še povečevala. Gradbena podjetja in prodajalci so vse do konca leta 2007 menili, da bo sicer potrebno počakati nekaj mesecev ter biti fleksibilen pri

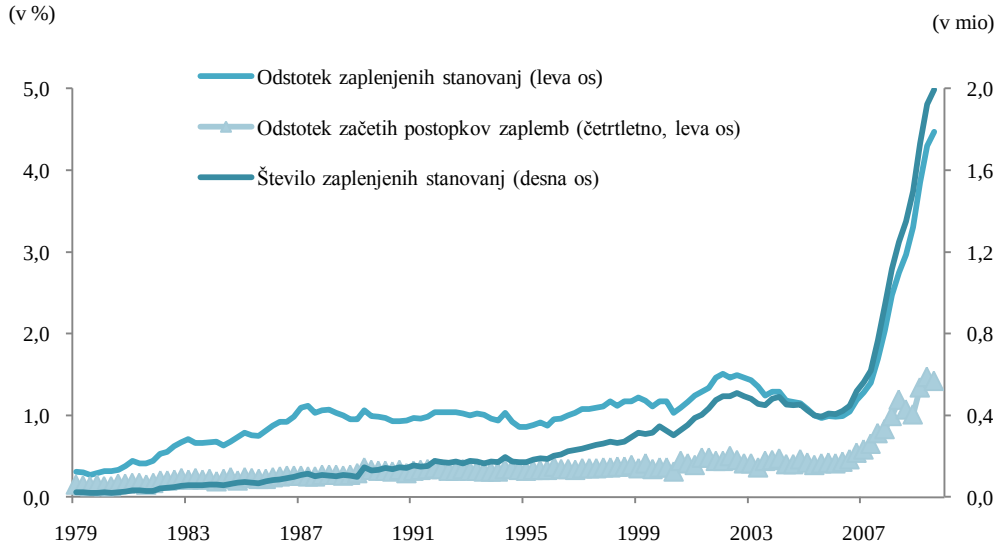
prodajni ceni, a bodo stanovanja zagotovo prodali. Na začetku leta 2008 pa so spoznali, da bo potrebno ceno občutno znižati. Toda zaradi zaskrbljenosti med tržnimi udeleženci so tudi potencialni kupci stanovanj postali previdni in odložili načrtovani nakup.

Posledično so cene stanovanj v ZDA od pomladi 2006 do konca leta 2008 v povprečju padle za 25 %. Na nekaterih območjih so bili padci še večji; v Washingtonu, DC in Long Islandu za 30 %, v Arizoni in Nevadi za 35 %, v jugozahodni Floridi in v Central Valleyju v Kaliforniji pa kar za 50 %.

7.6 Razsežnosti krize na stanovanjskem trgu

Občutni padec cen stanovanj je bil povod za tretjo fazo zaplemb stanovanj (Slika 12). Glavni razlog je bilo negativno premoženje lastnikov stanovanj, njihovi dolgovi iz naslova hipotekarnih kreditov so bili namreč večji kakor tržna vrednost stanovanja. Cena stanovanj je padla na raven iz leta 2003 in na začetku leta 2009 se je v finančnih težavah znašlo skoraj 14 milijonov lastnikov stanovanj, ki so stanovanje kupili med letom 2004 in sredino leta 2007 ter vplačali manj kakor 10 % lastnega začetnega finančnega vložka. Na začetku leta 2008 svojih finančnih obveznosti ni bilo sposobno poravnati 7 milijonov lastnikov stanovanj, na začetku leta 2007 pa približno 3 milijoni.

Slika 12: Porast obsega zaplemb stanovanj skozi sedanjo finančno krizo

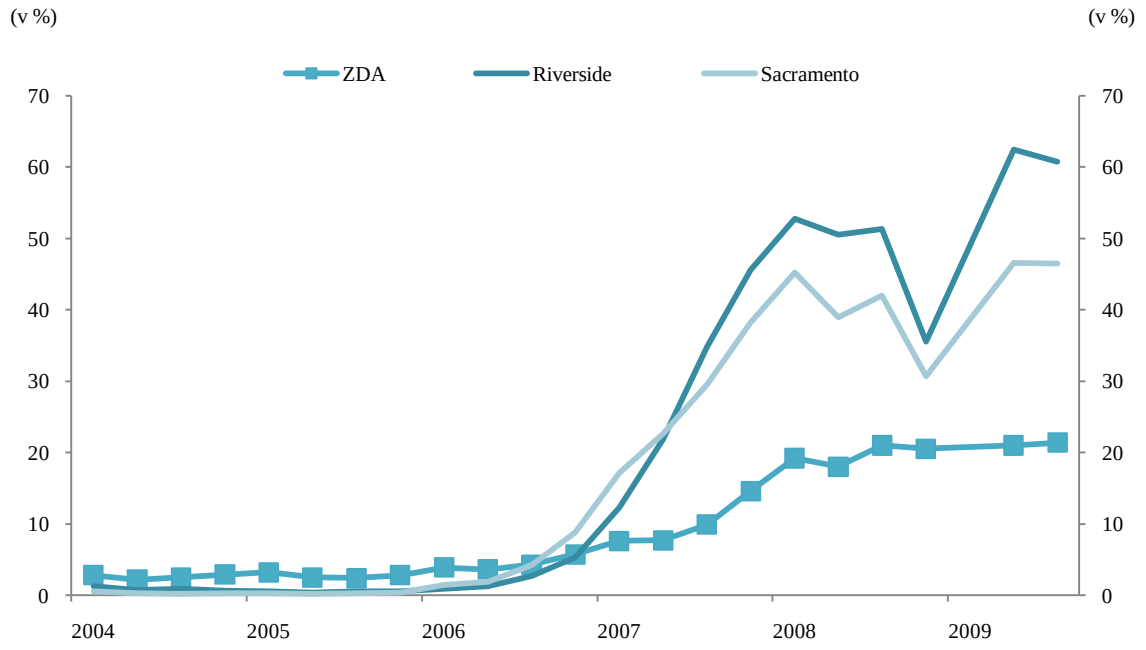


Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 11.

V zaostrenih tržnih razmerah kreditodajalci niso bili pripravljeni prestrukturirati hipotekarnega kredita. Lastniki stanovanj so zaradi padanja cen stanovanj in posledične negativne vrednosti njihovega premoženja prenehali odplačevati hipotekarni kredit in

prepustili stanovanje v zaplembo kreditodajalcu. Poleg tega so se razmere zaostrile tudi na trgu delovne sile in mnogi so izgubili zaposlitev. Od sredine leta 2007 do konca leta 2008 je število neporavnanih hipotekarnih kreditov poraslo z 1,5 milijona na 3 milijone, kar predstavlja približno 3 % ameriških gospodinjstev. Na nekaterih območjih so bili odstotki občutno višji, posledično pa tudi odstotek zaplenjenih stanovanj od celotne prodaje stanovanj (Slika 13 in Priloga 3: Slika 5).

Slika 13: Odstotek zaplenjenih stanovanj od celotne prodaje stanovanj v danem letu



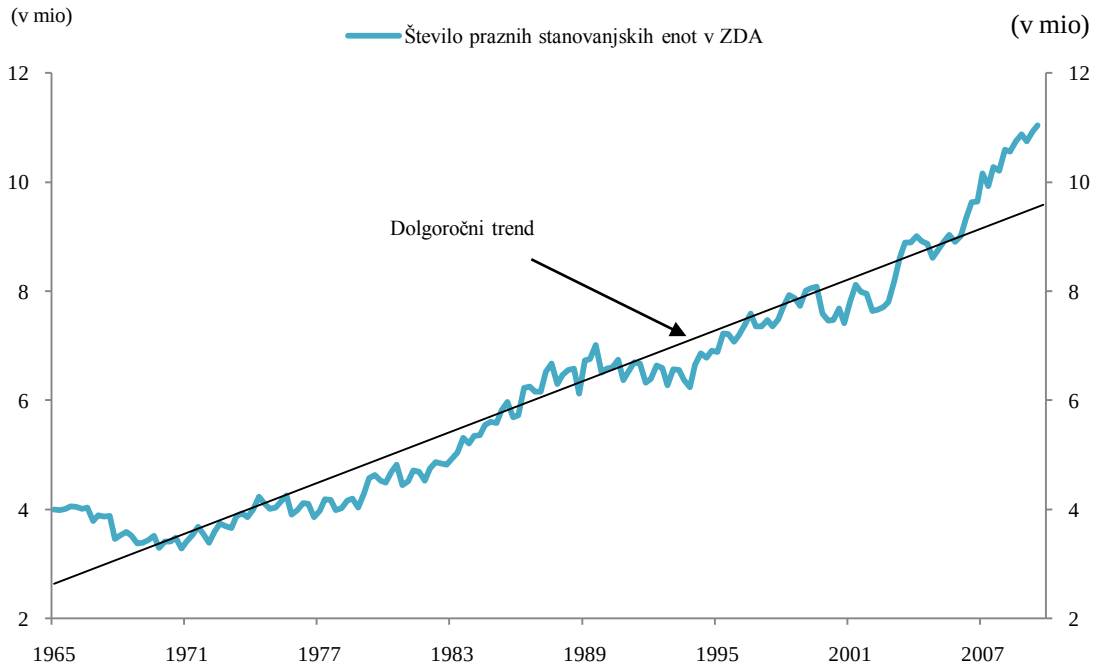
Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 12.

V času gospodarske rasti in nizke stopnje brezposelnosti začasna nezmožnost odplačevanja hipotekarnih kreditov za lastnika stanovanja ni usodna, saj se s kreditodajalcem lahko dogovori za prestrukturiranje kredita. Kreditodajalec zniža pogodbeno obrestno mero ali podaljša obdobje odplačila kredita in veliko lastnikov stanovanj se uspe rešiti iz finančnih težav ter poplačati svoje obveznosti. Toda v času zaostrenih razmer na finančnih trgih več kot polovica kreditojemalcev, ki ne uspe poravnati hipotekarnih kreditov, izgubi stanovanje. Kreditodajalci se v taki situaciji lahko odločijo za prodajo z izgubo (angl. *short sale*), kjer je stanovanje prodano za manjšo vrednost, kot znašajo preostale obveznosti iz naslova hipotekarnega kredita. Druga možnost je, da kreditojemalec prenese lastništvo stanovanja na kreditodajalca in se tako izogne vseh nadaljnjih obveznosti iz naslova hipotekarnega kredita (angl. *deed in lieu*). Kreditodajalec zasežena stanovanja vpiše pod računovodsko postavko ostalo lastništvo nepremičnin (angl. *other real estate owned* –

REO) ter ga poskuša prodati. S povečevanjem zaplemb stanovanj se je močno povečalo tudi število praznih stanovanjskih enot v ZDA (Slika 14).

Na začetku leta 2009 so bila zaplenjena stanovanja prodana tudi 50 % pod takratno tržno ceno. Kreditodajalci so imeli namreč z lastništvom zaplenjenih stanovanj velike stroške, s pravnega vidika in iz naslova držanja stanovanj, in so jih zato želeli čim hitreje prodati. Tovrstne prodaje pa so vplivale na padec cen stanovanj na celotnem stanovanjskem trgu. Sledilo je povečanje števila zaplemb stanovanj in posledično povečanje števila izpraznjenih stanovanj, kar je vplivalo na nadaljnji padec tržnih cen stanovanj. Vrednost premoženja lastnikov stanovanj je bila tako še manjša in povečalo se je število zaplemb. Stanovanjski trg se je znašel v negativni cenovni spirali, kakršne v ZDA vse od Velike depresije dalje ni bilo.

Slika 14: Presežne zaloge stanovanj v ZDA



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 15.

8 KREDITNA KRIZA

8.1 Začetek kreditne krize

Akerlof in Schiller (2009, str. 167) trdita, da je prišlo do kreditne krize nepričakovano in da še vedno ni povsem razumljena, ker konvencionalne ekonomske teorije ne upoštevajo

živalskih nravi tržnih udeležencev; spremembe miselnih vzorcev in načinov poslovanja, izgube zaupanja, faktorja poštenosti pri poslovanju, korupcije in prodaje visoko tveganih finančnih produktov v času gospodarske sukcesije ter vpliv teh dejanj v času krize, vloge interpretacij dogajanja na trgih.

Caballero (2009, str. 1) pravi, da so med nenadnimi težavami srca in finančnega sistema velike podobnosti, prve se imenujejo nenadni srčni zastoj, druge pa zato imenuje nenadni zastoj finančnega sistema (angl. *sudden financial arrest*). Kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov je povzročila največjo finančno in gospodarsko krizo od Velike depresije v 30. letih 20. stoletja. ZDA so sicer od takrat doživele že nekaj finančnih kriz (stečaj Penn Square Bank leta 1982, varčevalno-kreditna kriza konec 80. let 20. stoletja, stečaj špekulativnega sklada Long Term Capital Management (LTCM) leta 1998, borzni balon v začetku 21. stoletja), vendar nobena ni imela razsežnosti zadnje finančne krize.

Po ocenah finančnih analitikov bodo investitorji skozi trenutno finančno krizo iz naslova neporavnanih hipotekarnih kreditov in padca vrednosti ABS izgubili približno 2,4 bilijona USD (Zandi, 2009b, str. 175). Za primerjavo, izguba skozi varčevalno-kreditno krizo je znašala 250 milijard USD, medtem ko je izguba skozi krizo japonskega bančnega sektorja v 90. letih 20. stoletja znašala približno 750 milijard USD.

V zaostrenih tržnih razmerah so nekatere finančne institucije sicer obveznice z visokim tveganjem (angl. *junk bonds*) in ABS še izdajale, a so investitorji zahtevali veliko večje donosnosti. Zaradi močno povečane nenaklonjenosti tveganju so imele tudi lokalne skupnosti težave pri prodaji novih izdaj obveznic.

Trenutna finančna kriza je s historičnega vidika neznačilno dolga. Prve znake je bilo mogoče opaziti na začetku leta 2007, ko so vsi trije kitajski delniški indeksi občutno padli (Priloga 3: Slika 6). V juliju 2007 se je po stečaju dveh špekulativnih skladov Bear Stearnsa močno povečala zaskrbljenost tržnih udeležencev in skoraj tri leta po začetku finančna kriza še ni končana. Pretekle finančne krize od Velike depresije dalje so trajale največ nekaj mesecev.

Povečano nenaklonjenost tveganju skozi kreditno krizo odraža tudi gibanje ponujene obrestne mere na londonskem medbančnem trgu (angl. *London Interbank Offered Rate*, v nadaljevanju LIBOR). LIBOR je pomembna reprezentativna obrestna mera, po kateri si prvovrstne banke med seboj posojajo depozitne vloge za kratkoročno obdobje, nanj pa so vezane obrestne mere mnogih kreditov. Tako je obrestna mera večine drugorazrednih hipotekarnih kreditov po prilagodljivi obrestni meri vezana na šestmesečni LIBOR. V normalnih tržnih razmerah LIBOR ni občutno višji kakor obrestna mera ameriške zakladne menice primerljive ročnosti, ki velja za netvegan vrednostni papir. Banke namreč v takih razmerah ne predpostavljajo velikega tveganja pri posojanju depozitov prvovrstnim bankam. Večji porast LIBOR-ja v primerjavi z obrestno mero ameriške zakladne menice

primerljive ročnosti kaže na večjo nenaklonjenost tveganju. V takih razmerah želijo banke za prevzem tveganja prejeti višje obrestne mere.

Ob težavah špekulativnega sklada Long Term Capital Management (LTCM) konec 90. let 20. stoletja je bil trimesečni LIBOR skoraj mesec dni eno odstotno točko višje kakor obrestna mera trimesečne zakladne menice. Podoben porast LIBOR-ja se je zgodil v času varčevalno-kreditne krize z začetka 90. let 20. stoletja. Ob koncu leta 2008, v času zadnje kreditne krize, je razlika med trimesečnim LIBOR-jem in tri mesečno zakladno menico porasla preko štirih odstotnih točk. Poleg tega je v tem obdobju razlika ostala višja od odstotne točke kar dve leti.

Povod za kreditno krizo je bil velik porast neporavnanih hipotekarnih kreditov. V povprečju v danem trenutku 51 milijonov prebivalcev ZDA odplačuje svoj prvi hipotekarni kredit. V normalnih tržnih razmerah je na letni ravni neporavnanih prvih hipotekarnih kreditov približno 0,75 milijona. V letu 2006 je to število doseglo skoraj 1 milijon, v letu 2007 1,5 milijona in v letu 2008 preko 3 milijone. Posledično so finančno izgubo utrpeli kreditojemalci, ki so izgubili svoje stanovanje; kreditodajalci, ki niso prejeli celotnega poplačila kredita, ter finančni investitorji, ki so izgubili finančna sredstva, vložena v MBS. Po konzervativni oceni naj bi izgube iz naslova hipotekarnih kreditov znašale preko 1,1 bilijona USD. Ta ocena predpostavlja, da bodo skozi kreditno krizo cene stanovanj na zvezni ravni padle za 35 %, izgube neporavnanih hipotekarnih kreditov bi tako znašale 350 milijard USD, izgube iz naslova MBS pa 800 milijard USD.

Ob začetku študija strokovne literature mi je bilo težko razumljivo dejstvo, da so izgube iz naslova hipotekarnih kreditov v višini 1,1 bilijona USD, ki predstavljajo le 10 % zneska vseh izdanih hipotekarnih kreditov v ZDA, povzročile globalno gospodarsko krizo. Po podatkih Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund – IMF*) je bila na globalni ravni v letu 2006 vrednost kreditov 70 bilijonov USD, vrednost ABS pa nadaljnjih 70 bilijonov USD.

8.2 Ponovno ovrednoteno kreditno tveganje

Izgube na trgu hipotekarnih kreditov so bile za investitorje povod ponovnega ovrednotenja tveganja investicij. Analize so pokazale, da so cene finančnih instrumentov glede na tveganje previsoke; delnic na kitajskih borzah, stanovanj v ZDA ali britanskih državnih vrednostnih papirjev (angl. *gilt*). Investitorji so bili prepričani, da bi za prevzeto tveganje morali prejeti višje donosnosti.

Nenaklonjenost tveganju investitorjev po celem svetu se je povečala. Taleb (2007, str. 130) trdi, da so človeški možgani nagnjeni k indukciji, torej k sklepanju iz posameznih posplošenih primerov na splošnost. Posplošen primer namreč zahteva veliko manj spomina

kakor skupek večih posameznih primerov, a se skozi proces indukcije zmanjša stopnja zaznane verjetnosti.

Ameriški trg stanovanj ni več veljal za investicijo z zanemarljivim tveganjem. Kljub temu, da je leta 2006 na letni ravni bilo število neporavnanih prvih hipotekarnih kreditov le 1 bilijon, se je pri investitorjih povečalo nezaupanje do vseh 52 milijonov prvorazrednih, drugorazrednih in alternativnih A kreditojemalcev v ZDA. Tako je 11 bilijonov USD nezapadlih stanovanjskih hipotekarnih kreditov, ki so predstavljali okoli 8 % vseh bančnih nezapadlih kreditov in ABS na svetu, imelo izjemno velik vpliv na finančne trge.

Sredi 90. let 20. stoletja so tuji investitorji zanemarljivo malo vlagali v ameriške ABS. Poleg tega so se najpogosteje odločili za vrednostne papirje, ki so bili zavarovani s strani Fannie Mae in Freddie Mac, in so imeli zato skoraj tako nizko tveganje kot ameriški državni dolžniški vrednosti papirji. Leta 2005 so investicije v ameriške ABS s strani tujih investitorjev narasle na 3 bilijone USD in so predstavljale skoraj tretjino vseh investicij tujih investitorjev v ZDA. Večina teh vrednostnih papirjev ni bila zavarovana s strani vlade, zaupanje v ameriški trg stanovanj pa je bilo v tistem času še visoko.

Leta 2006 je ameriški BDP porasel in brezposelnost je padla, toda investitorji so zaradi povečanja nenaklonjenosti tveganju zahtevali višje donosnosti na podjetniške obveznice. Donosnosti obveznic z visokim tveganjem so bile namreč spomladi leta 2007 le nekoliko višje kakor donosnosti ameriških državnih vrednostnih papirjev. Razlika oziroma razpon (angl. *spread*) med obema donosnostma kaže, koliko višjo donosnost zahtevajo investitorji za dodatno izpostavljenost tveganju. V normalnih tržnih razmerah z začetka 21. stoletja so investitorji težili predvsem k višjim donosnostim ter hkrati niso posvečali velike pozornosti tveganju. Zato je na finančnih trgih poraslo število izdaj podjetniških obveznic pod manj strogimi kriteriji, ki so se imenovale obveznice z zavezo (angl. *covenant-lite bond*). Pri obveznicah s posebnim poplačilom (angl. *payment-in-kind bond*) so kriteriji celo dovoljevali, da so bili kuponi plačani v obliki novoizdanih obveznic.

Nizke donosnosti obveznic in nejasni kriteriji za izdajo novih obveznic so delniškim družbam Carlyle Group, Blackstone, Cerberus in Apollo Management omogočili ugodno financiranje prevzemnih nakupov javnih podjetij. Načrt delniških družb je bil reorganizacija poslovanja prevzetih podjetij, s katero bi povečali učinkovitost poslovanja in jih nato prodali po višjih cenah. Delniške družbe so financirale prevzeme s krediti, ki so bili poplačani z izdajo obveznic z visokim tveganjem s strani prevzetih podjetij ali listinjenjem kreditov in zatem s prodajo teh listinjenih vrednostnih papirjev na osnovi kreditov (angl. *collateralized loan obligatin - CLO*). Navedeni posli so prispevali k močnemu porastu vrednosti delnic prevzetih podjetij in k nastanku kreditne krize.

Investitorji zaradi povečane nenaklonjenosti tveganju niso bili več pripravljeni kupovati podjetniških obveznic (angl. *corporate bonds*) z donosnostmi, ki niso bile občutno višje od

donosnosti ameriških državnih vrednostnih papirjev. Toda prevzemi avtomobilskih proizvajalcev, trgovinskih verig in medijskih družb so bili izvedeni z velikimi zadolžitvami prevzemnikov. Navedena podjetja delujejo v cikličnih panogah, kjer so prihodki odvisni od razmer v gospodarstvu. V času zaostrenih tržnih razmer se v teh panogah prodaja močno zmanjša, zato se poveča verjetnost, da prevzemniki ne bodo sposobni odplačati kreditnih obveznosti. Posledično se je občutno zmanjšalo število združitev in prevzemov ter izdaj obveznic z visokim tveganjem. Ob koncu leta 2008 je pribitek donosnosti obveznic z visokim tveganjem nad donosnostmi ameriških državnih vrednostnih papirjev znašal preko 20 odstotnih točk.

Podobno kakor obseg izdanih *RMBS* je v času stanovanjskega balona porasel tudi obseg izdanih listinjenih kreditov, zavarovanih s hipotekami na poslovnih nepremičninah (angl. *commercial mortgage-backed securities – CMBS*), kot so pisarniški prostori, trgovine, tovarniške zgradbe, hoteli, apartmaji. Povpraševanje investitorjev po CMBS je bilo veliko, pribitek na njihove donosnosti se je zmanjšal in postali so ugoden vir finančnih sredstev. Podjetja so izdajala CMBS in agresivno kupovala poslovne nepremičnine, katerih cene so zato porasle ter podjetja spodbudile k novim izdajam CMBS. Novi CMBS so bili zavarovani s hipotekami na poslovnih nepremičninah, katerih cena je zrasla ravno zaradi agresivnega povpraševanja podjetij.

V času kreditne krize se je zaradi težav RMBS pri investitorjih povečalo nezaupanje tudi do CMBS, čeprav so se najemnine za poslovne nepremičnine še vedno višale in je število nezasedenih stanovanj šele pričelo naraščati. Število izdaj CMBS se je zmanjšalo in pribitki na donosnosti CMBS nad donosnostmi ameriških državnih vrednostnih papirjev so porasli. Investitorji so zahtevali višjo donosnost glede na tveganje, kateremu so se izpostavili ob nakupu CMBS. Sledilo je povečanje nenaklonjenosti tveganju in porast donosnosti na finančnih trgih.

8.3 Finančne težave zavarovalnih institucij

Konzervativni investitorji so tudi v času nepremičninskega balona kupovali zgornjo tranšo MBS z bonitetno oceno Aaa. Poleg tega so kupili tudi zavarovanje za svojo investicijo od zavarovalnic kreditnega tveganja (angl. *monoline insurer*), ki so jim v primeru finančnih težav izdajatelja jamčile za celotno poplačilo. Te zavarovalnice so v preteklosti zavarovale obveznice, v času stanovanjskega balona pa v vedno večjem obsegu tudi zgornje tranše MBS. Za uspešno poslovanje zavarovalnic kreditnega tveganja je najpomembneje, da ohranijo bonitetno oceno Aaa. V času kreditne krize so se bonitetne ocene MBS, za katere so te zavarovalnice jamčile, znižale in bonitetne agencije so ponovno revidirale zavarovalnice. Prišle so do sklepa, da v primeru poglabljanja finančnih težav na trgu nekatere zavarovalnice ne bi bile sposobne izpolniti svojih pogodbenih obveznosti.

Bonitetne agencije so opozorile zavarovalnice kreditnega tveganja, da morajo povečati obseg kapitalskih rezerv, če ne želijo izgubiti bonitetne ocene Aaa. V primeru izgube prvovrstne bonitetne ocene bi bilo njihovo zavarovanje brez prave vrednosti in investitorji bi kupili zavarovanje pri konkurenčni zavarovalnici. Zavarovalnice, vključno z največjima MBIA in Ambac, so zato upoštevale opozorilo in povečale obseg kapitalskih rezerv. Toda pri pridobitvi dodatnega kapitala so imele težave, ker so potencialni investitorji ocenjevali, da gredo lahko v zaostrenih finančnih razmerah zavarovalnice v stečaj.

Veliki institucionalni investitorji, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice, so po zakonu zavezani k investiranju le v vrednostne papirje z bonitetno oceno Aaa. Brez zavarovanja bi veliko vrednostnih papirjev izgubilo prvovrstno bonitetno oceno in institucionalni investitorji bi morali tovrstne papirje prodati. S povečevanjem finančnih težav zavarovalnic kreditnega tveganja se je verjetnost za tak razvoj dogodkov povečala in institucionalni investitorji so pričeli v velikem obsegu prodajati te vrednostne papirje. Posledično so cene MBS padle, zmanjšalo pa se je tudi zaupanje v komunalne obveznice.

To se je odrazilo tudi pri povpraševanju po sicer dolgoročnih komunalnih obveznicah, za katere so investicijske banke na avkcijah določale obrestne mere (angl. *auction-rate security – ARS*). Avkcije so običajno potekale vsakih 7, 28 ali 35 dni po nizozemski metodi. Investicijske banke so investitorjem zagotavljale opcijo, da se ob najavi nove avkcije odločijo, ali nameravajo ponovno sodelovati ali želijo dobiti izplačana vložena finančna sredstva. Tako so bile te obveznice substitut za depozitne vloge, hkrati pa so prinašale višje donosnosti. V primeru manjšega povpraševanja na avkciji so investicijske banke odkupile preostali del obveznic. Težave so nastopile, ko tudi investicijske banke niso hotele več sodelovati pri avkcijah. Tako so februarja 2008 Merrill Lynch, Goldman Sachs, Lehman Brothers in ostale največje investicijske banke investitorjem onemogočile dvig sredstev, ki so jih investirali v te obveznice. Sredi februarja je bilo tako v enem tednu neuspešno izvedenih skoraj 1.000 takih avkcij in trgovanje na 330 milijard USD velikem trgu je bilo povsem nelikvidno (Anderson & Bajaj, 2008). Donosnosti komunalnih obveznic so zato močno porasle in presegle celo donosnosti obveznic z visokim tveganjem.

8.4 Vpliv finančnega vzvoda na likvidnost

Če bi kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov vplivala le na ponovno ovrednotenje kreditnega tveganja, mislim, da se ta ne bi mogla razviti v svetovno gospodarsko krizo. Finančni analitiki so na začetku opozarjali, da do padanja cen stanovanj prihaja zaradi korekcije, saj so cene skozi stanovanjski balon neracionalno porasle. Tržni udeleženci so ob tem prevzemali vedno večja kreditna tveganja in z ekonomskega vidika sprejemali nerazumne finančne odločitve. Tako je leta 2007 delniška družba Cerberus Capital Management s pomočjo finančnega vzvoda kupila 80 % lastniški delež Chrysler Corporationa. Avtomobilska proizvodnja se uvršča med ciklične proizvodne panoge, ki so v močni korelaciji s stanjem v gospodarstvu. Tovrsten nakup Chryslerja v času rasti cen

naftnih derivatov je bil zato tvegana odločitev, a so bile nadzorne finančne institucije pred kreditno krizo prepričane, da bodo takšni neuspeli špekulativni poslovni nakupi le utrdili zaupanje tržnih udeležencev v prosti trg.

V normalnih tržnih razmerah je uporaba finančnega vzvoda špekulantom omogočala doseganje velikih dobičkov. Z nastopom kreditne krize se je spremenilo tudi razumevanje špekulativnih poslovnih nakupov s pomočjo finančnega vzvoda. Izgube iz navedenih investicij so naraščale in špekulanti so morali zmanjševati finančni vzvod. Na primer, investicijski sklad je investiral finančna sredstva v MBS, od tega 15 % lastnih in 85 % izposojenih finančnih sredstev (Tabela 2). Finančni vzvod investicijskega sklada je enak 85/15, kar pomeni, da je investiral 5,7-krat več finančnih sredstev, kot jih je imel lastnih. V primeru, da je tržna vrednost MBS, ki jih je kupil investicijski sklad, padla za 5 %, se je delež lastnih finančnih sredstev zmanjšal na 10 %. Hkrati je finančni vzvod porastel na 85/10 oziroma investicija je bila 8,5-krat večja od lastnih finančnih sredstev.

Tabela 2: Vpliv finančnega vzvoda na vrednost investicije

	Vrednost investicije	Lastni delež	Izposojeni delež	Finančni vzvod	Kritje
Začetna tržna vrednost	100,0	15,0	85,0	5,7	15,0
5 % zmanjšanje tržne vrednosti	95,0	10,0	85,0	8,5	10,5
Po pozivu h kritju, pri 15 % kritju	66,7	10,0	56,7	5,7	15,0
Povečanje kritja na 25 %	40,0	10,0	30,0	3,0	25,0
10 % zmanjšanje premoženja investicijskega sklada	36,0	9,0	27,0	3,0	25,0

Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 186.

Ker se je investicijski sklad ob nakupu MBS zavezal, da bo minimalni nivo lastnih finančnih sredstev znašal 15 %, je prejel poziv h kritju (angl. *marginal call*). Lahko je investiral dodatna finančna sredstva in zadostil pogoju variabilnega kritja (angl. *variable margin*) ali pa je prodal del svoje investicije. Tako je delež lastnih finančnih sredstev ponovno porasel na 15 %. Navadno investicijski skladi niso bili naklonjeni vplačevanju dodatnega variabilnega kritja in so se odločili raje za prodajo dela investicij. Poleg tega je borzni posrednik (angl. *broker*) lahko zahteval od investicijskega sklada vplačilo višjega kritja, če je ocenil, da je bila vrednost zavarovanja (angl. *collateral*) premajhna. Tako je na primer borzni posrednik dvignil delež lastnega premoženja z 15 % na 25 %. Investicijski sklad, ki ni želel vplačati dodatnega zavarovanja, je moral nadalje zmanjšati delež investicij.

Finančne težave investicijskega sklada so se še povečale, če so pričeli njegovi investitorji dvigati v sklad vložena finančna sredstva. Zaradi zmanjšanja premoženja je moral investicijski sklad ponovno zmanjšati delež investicij v MBS. V predstavljenem primeru se je vrednost investicij investicijskega sklada tako zmanjšala za 64 %, finančni vzvod pa je padel z 5,7 na 3,0. V primeru uporabe finančnega vzvoda je lahko torej tudi majhno zmanjšanje tržne vrednosti investicije povzročilo velike izgube premoženja.

Ob koncu leta je veliko investicijskih skladov prejelo poziv k plačilu variabilnega kritja, hkrati je tržna vrednost njihovega premoženja padala, saj so investitorji dvigovali svoja sredstva iz investicijskih skladov. Ker variabilnega kritja investicijski skladi niso vplačevali, so morali zmanjševati svoje investicije v MBS, katerih ponudba na trgu se je močno povečala. Zato je vrednost teh vrednostnih papirjev padala in investicijski skladi so bili še v večjih finančnih težavah.

Investicijski skladi, ki so bili v lasti velikih finančnih institucij, so v zaostrenih finančnih razmerah prejeli finančno pomoč teh institucij za vplačilo variabilnega kritja. Finančne institucije, predvsem velike investicijske banke, so bile namreč zaskrbljene, da bi morebitni stečaj investicijskih skladov negativno vplival na njihov poslovni ugled. Nekateri investicijski skladi so ustavili izplačila investitorjem in tako želeli preprečiti zmanjšanje svojega finančnega premoženja. Mislim, da oba ukrepa nista prinesla pozitivnega učinka zaradi velikega povečanja nezaupanja tržnih udeležencev.

Skozi kreditno krizo so kapitalske izgube utrpeli tako majhni investicijski skladi kot tudi veliki švicarski banki UBS in Credit Suisse ter ugledni investicijski banki Citigroup in Merrill Lynch. Tržni udeleženci so dnevno prejemali informacije o novih velikih kapitalskih izgubah, nezaupanje v finančni sistem se je povečevalo, zato so investicije močno padle. Keynes (2006, str. 200–201) trdi, da na posameznikovo povpraševanje po denarju vplivajo štirje motivi, in sicer dohodkovni, poslovni, previdnostni in špekulativni. Na vrhuncu kreditne krize si prvorazredne investicijske banke med seboj niso posojale celo depozitov preko noči, ker so ocenile, da je kreditno tveganje preveliko.

Razpršenost kreditnega tveganja je velika prednost finančnih trgov v normalnih tržnih razmerah, vendar je v času kreditne krize ta postala velik problem za tržne udeležence. Potencialni investitorji so bili negotovi, katera finančna institucija ima slabe kredite, kakšne so kapitalske izgube in katera finančna institucija bo šla naslednja v stečaj. Zaradi nejasnih tržnih razmer se je nenaklonjenost tveganju nadalje povečevala in likvidnost na finančnih trgih se je občutno zmanjšala.

Likvidnost finančnih sredstev je ključnega pomena za delovanje vseh finančnih institucij. Tiste s stabilno bazo varčevalcev so se uspešneje soočale s kreditno krizo. Tradicionalno varčevalci redko zamenjajo banko in tudi v času kreditne krize je bilo tako, posebno v primeru, da velja za depozitne vloge vladno jamstvo. Tako imajo banke zanesljiv vir

finančnih sredstev, ki jih lahko namenijo za odobritev kreditov ali v druge namene. Izjema je bila banka Northern Rock, ki je ob koncu leta 2007 zaradi nezaupanja varčevalcev prišla v likvidnostne težave. Po dveh neuspešnih pogajanjih za prevzem banke je bila 22. februarja 2008 nacionalizirana.

Ostale finančne institucije so imele skozi kreditno krizo večje težave z rednim virom finančnih sredstev. *ABC* in *SIV* sta pridobila finančna sredstva z izdajanjem kratkoročnih komercialnih zapisov. Zaradi povečane nenaklonjenosti tveganju investitorjev so te finančne institucije ostale brez finančnih sredstev in mnoge končale poslovanje v stečaju. Velikega zaupanja investitorjev sta bili deležni investicijski banki Bear Stearns in Lehman Brothers, ki sta v času normalnih tržnih razmer brez težav prodajali ABS. Vendar sta instituciji skozi kreditno krizo izgubili zaupanje finančnih investitorjev in Bear Stearns je 30. maja 2008 ob posredovanju Feda kupil JPMorgan Chase, Lehman Brothers pa je šel 15. septembra 2008 v stečaj. Bamber in Spencer (2008, str. 43) sta takrat izjavila, da se je 85-letno obdobje Bear Stearnsa, kakršnega so zaposleni poznali, končalo. Sledila so množična odpuščanja, degradacije in razvrščanje na druga delovna mesta.

8.5 Razsežnosti kreditne krize

V normalnih tržnih razmerah večina kreditojemalcev redno odplačuje kredit in banke povečujejo obseg izdanih kreditov in nakupov vrednostnih papirjev glede na lastni kapital ter tako povečujejo finančni vzvod. Večji finančni vzvod namreč bankam lahko prinese večje dobičke. Toda v času kreditne krize se poveča delež neodplačanih kreditov, cene vrednostnih papirjev padejo in banke zaradi zmanjševanja izgub in zavarovanja lastnih kapitalskih sredstev zmanjšujejo finančni vzvod. To so značilnosti kreditnega cikla, ki jih ponazarja stari rek, da banke komitentu v sončnem vremenu ponujajo dežnik, ki pa ga ob prvem deževju zahtevajo nazaj.

Moč kreditnega cikla je še povečala uporaba novega računovodskega standarda, ki je vpeljal tržno vrednotenje finančnih sredstev (angl. *mark-to-market*) oziroma računovodenje po pošteni vrednosti (angl. *fair value accounting*). Gre za načelo prilagajanja vrednosti sredstev v bilanci stanja pravnih oseb trenutnim tržnim cenam teh finančnih sredstev. Tako mora banka, ki izda kredit ali kupi vrednostni papir, katerega vrednost na trgu se zmanjša za 50 %, prav tako zmanjšati vrednost te postavke v lastni bilanci za 50 %.

Spremembe standardov finančnega poročanja je sprejel Upravni odbor za finančne računovodske standarde (angl. *Financial Accountig Standards Board*) kot protiukrep na varčevalno-kreditno krizo. Standardi so bili dopolnjeni po računovodskih manipulacijah na začetku 21. stoletja, s katerimi so podjetja poskušala prikriti velike poslovne izgube. Najbolj znan primer je ameriško energetsko podjetje Enron, ki je šlo leta 2001 v stečaj zaradi računovodskega potvarjanja bilance stanja.

S pomočjo tržnega vrednotenja investicij so regulatorne institucije želele povečati transparentnost poslovanja pravnih oseb in zmanjšati tveganje nastanka finančne krize. V primeru padca cen finančnih sredstev naj bi pravne osebe z zmanjšanjem vrednosti teh sredstev v svojih bilancah stanja preprečile ponovitev varčevalno-kreditne krize v ZDA ali krize japonskega bančnega sistema v 90. letih 20. stoletja. Uporaba tržne metode vrednotenja finančnih sredstev je v času finančne krize otežena, ker ni mogoče dobiti relevantnih tržnih cen. Cene vrednostnih papirjev so lahko zelo volatilne ali pa se ne spreminjajo, ker ni trgovanja z njimi. Tudi cene ABS zgornje tranše oziroma tranše zadnje izgube so občutno padle ali pa se z njimi sploh ni trgovalo. Kljub temu so morale banke, ki so imele te vrednostne papirje v bilancah, izrazito zmanjšati njihovo vrednost zaradi upoštevanja metode tržnega vrednotenja. Po mojem mnenju bo na tem področju potrebna sprememba zakonodaje. Občuten padec cen vrednostnih papirjev namreč lahko odraža le začasno povečano zaskrbljenost investitorjev ali trenutno netrgovanje na trgih.

Nekatere finančne institucije so namesto tržnega vrednotenja finančnih sredstev uporabljale vrednotenje po modelu (angl. *mark-to-model*). Posebno nelikviden je bil trg izvedenih finančnih instrumentov, zato so finančne institucije s pomočjo lastnih matematičnih modelov izračunavale potencialno vrednost finančnih instrumentov v normalnih tržnih razmerah. Ti matematični modeli so pokazali, da bi bile cene v normalnih razmerah višje, kot so bile trenutne tržne cene. Regulatorne institucije vrednotenja po internih matematičnih modelih niso priznale, zato so finančne institucije morale znižati vrednost finančnih instrumentov v svojih bilancah. Kapitalske izgube finančnih institucij na globalni ravni so do 11. februarja 2010 znašale 1,731 bilijona USD (Tabela 3).

Poleg kapitalskih izgubam je bankam povzročala težavo tudi rast bilančne aktive. Tako so banke namesto, da bi zmanjševale, nenamerno povečevale finančni vzvod. Banke so v času normalni tržnih razmer ABC, SIV in posrednikom dodelile kreditne linije, a obenem predpostavljale, da jih nikoli ne bodo koristili. Toda v času kreditne krize so imele te finančne institucije velike likvidnostne težave in tako so morale koristiti dodeljene kreditne linije. Nadaljnje težave so bankam predstavljali kratkoročni krediti, ki so jih pred nastopom kreditne krize odobrili zasebnemu sektorju. Ker ABS ni bilo mogoče prodati na trgu, kreditojemalci pa niso bili sposobni poplačati kreditov, so kratkoročne kredite prestrukturirali v dolgoročne. Banke so nenamerno postale kreditodajalec v skrajni sili (angl. *lender-of-last-resort*) za celoten finančni sistem.

Sredi leta 2008 so se banke znašle v težki finančni situaciji, povečevale so finančni vzvod, kljub temu, da bi ga morale znižati. Banke so v času kreditne krize odpisale 1248 milijard USD slabih kreditov. Dodaten kapital so bili pripravljeni vložiti le državni investicijski skladi (angl. *sovereign wealth funds*) v lasti Abu Dhabija, Singapurja, Kitajske in Katarja. Premoženje teh držav se je povečalo zaradi velikega porasta cen energentov in večje trgovinske menjave z ZDA.

Tabela 3: Kapitalske izgube finančnih institucij na globalni ravni (do 11. februarja 2010)

Banka	Finančne izgube (v milijard USD)
Citigroup Inc.	123,9
Wachovia Corporation	101,9
Bank of America Corp.	89,3
JPMorgan Chase & Co.	63,1
UBS AG	57,3
Merrill Lynch & Co.	55,9
HSBC Holdings Plc	50,5
Royal Bank of Scotland Group Plc	50,0
Washington Mutual Inc.	45,3
Wells Fargo & Company	43,0
Barlays Plc	34,1
HBOS Plc	27,9
National City Corp.	25,2
Morgan Stanley	23,4
Deutsche Bank AG	21,7
Credit Suisse Group AG	20,1
Societe Generale	19,0
BNP Paribas	19,0
Bayerische Landesbank	18,2
ING Groep N.V.	18,0
Lehman Brothers Holding	16,2
Banke skupaj (ZDA)	*700,7*
Banke skupaj (Evropa)	*506,3*
Banke skupaj (Azija)	*40,9*
Banke skupaj (v svetovnem merilu)	*1.248,0*
Zavarovalnice	Finančne izgube (v mrd USD)
AIG	98,2
Ambac Financial Group Inc	12,0
Aegon NV	10,4
Hartford Financial SVCS GRP	9,7
Swiss Re	8,2
Metlife Inc	7,2
Allianz SE	6,8
Allstate Corp	6,6
Prudential Financial Inc	6,6
MBIA Inc	5,7

se nadaljuje

nadaljevanje

Zavarovalnice	Finančne izgube (v mrd USD)
Zavarovalnice skupaj (ZDA)	*193,5*
Zavarovalnice skupaj (Evropa)	*37,8*
Zavarovalnice skupaj (Azija)	*1,6*
Zavarovalnice skupaj (v svetovnem merilu)	*232,9*
Vladni agenciji	Finančne izgube (v mrd USD)
Freddie Mac	113,5
Fannie Mae	136,4
Vladni agenciji skupaj	*249,9*
Vse finančne institucije skupaj (ZDA)	*1144,1*
Vse finančne institucije skupaj (Evropa)	*544,2*
Vse finančne institucije skupaj (Azija)	*42,5*
Vse finančne institucije skupaj (v svetovnem merilu)	1.730,7

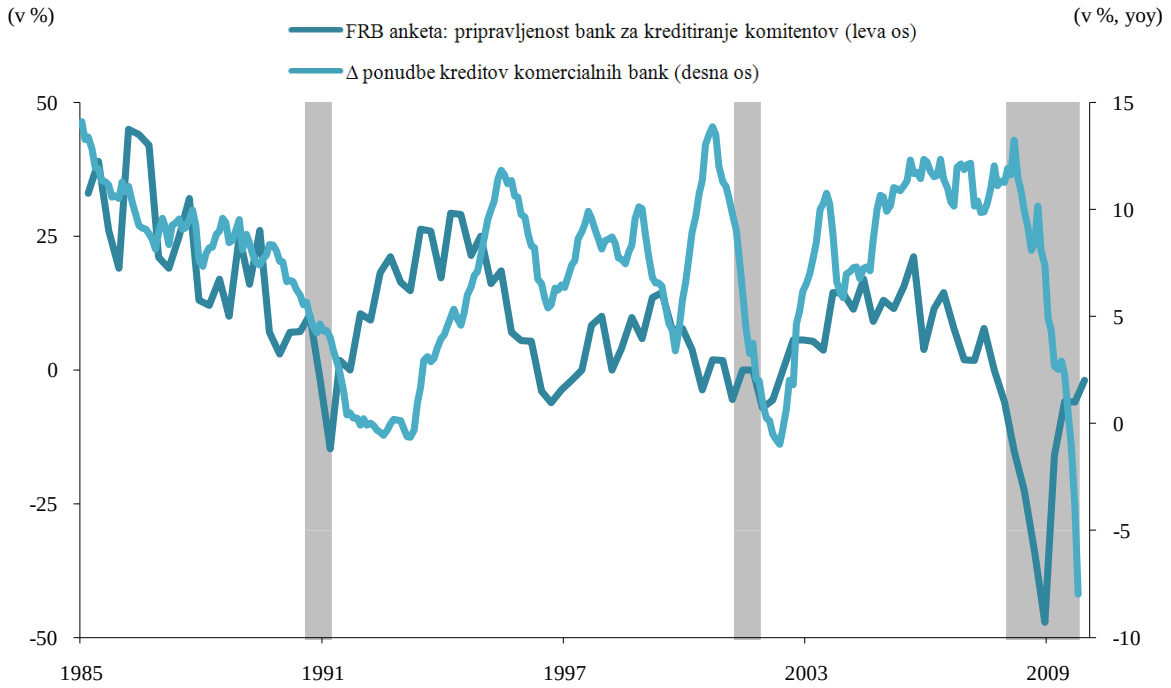
Vir: Bloomberg, 2010.

Vendar obseg kapitala državnih investicijskih skladov ni zadostoval za rešitev likvidnostnih težav bank. Do konca leta 2008 je šel v stečaj Lehman Brothers, Bank of America je prevzela Merrill Lynch, Wells Fargo pa četrti največji bančni holding Wachovia. Poslovanje Washington Mutual je bilo ustavljeno po posredovanju OTS, upravitelj stečajne mase je bil FDIC, ki je sredstva Washington Mutuala prenesel v upravljanje na JPMorgan Chase. Vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac sta prišli pod skrbništvo FHFA, ameriški zavarovalnici AIG pa sta kapitalsko pomoč nudila Fed in ministrstvo za finance.

Vsi ukrepi Feda in ameriške vlade niso zadostovali za zmanjšanje finančnega vzvoda bank in vzpostavitev ponovnega kreditiranja komitentov. Finančne institucije so zaradi zmanjšane likvidnosti poostrile pogoje za pridobitev kredita, tako za fizične kakor pravne osebe. Težko je bilo dobiti prvorazredne hipotekarne kredite, študentske kredite ali odobren limit na kreditnih karticah, medtem ko drugorazrednih in alternativnih A hipotekarnih kreditov neko obdobje sploh niso odobravale.

Rezultati Fedove četrtletne ankete, v kateri sodelujejo višji uradniki največjih ameriških bank, kažejo, da pogoji za pridobitev kredita niso bili tako strogi vse od Carterjevega predsedovanja ob koncu 70. let 20. stoletja (Slika 15). Predsednik ZDA Jimmy Carter je takrat želel preko zmanjšanega obsega kreditiranja omejiti nadaljnjo rast inflacije. Potrošniki naj bi namreč kredite potrošili in tako vplivali na rast cen. Načrt je bil kmalu umaknjen zaradi gospodarskih težav, ki so prešle v recesijo ameriškega gospodarstva. Skozi krizo se je izkazalo, da model vrednotenja po tržnih cenah ni prinesel želenih pozitivnih rezultatov, temveč je kreditni krč (angl. *credit crunch*) le še okrepil.

Slika 15: Zaostreni pogoji za pridobitev kredita



Vir: Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 34.

9 PROTIKRIZNI UKREPI AMERIŠKE VLADE IN FEDA

9.1 Počasni in nezadostni začetni ukrepi ameriške vlade in Feda

Strukturo Federal Reserve Systema je določil Kongres na način, da Fedu omogoča širšo perspektivo razmer v gospodarstvo po vseh zveznih državah ZDA. Federal Reserve System sestavlja 12 regionalnih Federal Reserve Bank, katerih predsedniki skupaj s predsednikom ameriške centralne banke Fed sestavljajo Odbor za odprti trg (angl. *Federal Open Market Committee*, v nadaljevanju FOMC), ki odloča o višini Fed funds obrestne mere (Stigum, Cressenzi, 2007, str. 396–405).

Kreditna kriza, ki se je začela junija 2007 na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov, je presenetila Fed, ki je šele septembra 2007 prvič znižal Fed funds obrestno mero. Do konca leta 2007 sta sledili še dve znižanji, Fed funds obrestna mera pa je leto zaključila eno odstotno točko nižje. Ob tem so člani FOMC, posebno predsednik Feda Bernanke, po vsakem zasedanju v svojih izjavah nakazovali, da v bodoče ne bodo več zniževali Fed funds obrestne mere. S tem so želeli preprečiti tveganje rasti že sicer visoke inflacije. Tako je FOMC še 12. decembra 2007 v svojem obvestilu za javnost zapisal, da se je inflacija v letu 2007 sicer umirila, vendar jo je potrebno tudi naprej skrbno spremljati, saj obstaja

nevarnost nadaljnjega povečevanja inflacije zaradi visokih rasti cen energentov in surovin (FOMC Press Release, 2006).

Prav tako je kreditna kriza presenetila ameriško vlado, ameriški predsednik Bush je namreč še več mesecev po začetku kreditne krize trdil, da je ameriško gospodarstvo v dobrem stanju. Ameriški finančni minister Paulson je le nekaj tednov pred nastopom krize izjavil, da je ameriški stanovanjski trg dosegel dno in da težave na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov ne predstavljajo resne nevarnosti za celotni finančni trg (Treasury's Paulson, 2007, str. 20).

Ameriška vlada je prve protikrizne ukrepe sprejela konec avgusta 2007. Predsednik Bush je predlagal zakon, ki bi lastnikom stanovanj v finančnih težavah olajšal prodajo stanovanj, preden bi prišlo do zaplembe. S prodajo so se tako lastniki kakor kreditodajalci izognili dolgotrajnim in dragim pravnim postopkom. Vendar je davčna zakonodaja predpisovala, da morajo kreditodajalci plačati davek tudi na znesek odpisanega hipotekarnega kredita. Kreditodajalci so bili običajno pripravljeni lastnikom stanovanj odpisati del hipotekarnega kredita v primeru, da so stanovanje prodali za nižjo vrednost, kot znaša njihov kredit, ker so se želeli izogniti postopku zaplembe. Vztrajali pa so, da morajo plačati davek na odpisani del kredita lastniki stanovanj. Predsednik Bush je v svojem zakonskem osnutku predlagal odpravo davka na odpisani del kredita.

Poleg tega je predsednik Bush predstavil novi program Zaščita zvezne stanovanjske uprave (angl. *Federal Housing Administration Secure – FHA Secure*) za pomoč lastnikom stanovanj, ki ne morejo odplačati hipotekarnih kreditov. Do pomoči iz programa so bili upravičeni lastniki, ki so redno odplačevali kredit pred spremembo kreditnih pogojev, vplačali vsaj 3 % lastnih začetnih finančnih sredstev, imeli zadostne redne prihodke in redno zaposlitev. Ob predstavitvi programa je predsednik izjavil, da ni naloga vlade pomagati špekulantom ali tržnim udeležencem, ki so kupili stanovanja, za katera so vedeli, da si jih ne morejo privoščiti. Mislim, da je bil namen programa sicer dober, a ni dosegel svojih pričakovanih rezultatov. Lastniki stanovanj, ki so najbolj potrebovali pomoč, namreč niso izpolnjevali predpisanih pogojev programa. Poleg tega je ocena vlade predvidevala, da bo pomoč iz programa koristilo največ 250.000 gospodinjstev. To je zanemarljivo malo, saj so analize napovedovale, da bo število zaplemb stanovanj preseglo 3 milijone.

V oktobru 2007 je sledil drugi program pomoči vlade Hope Now, v okviru katerega je konzorcij izdajateljev hipotekarnih kreditov, investitorjev in finančnih strokovnjakov poskušal učinkovito prilagoditi odplačila hipotekarnih kreditov. V finančnih težavah se je namreč znašlo več milijonov drugorazrednih kreditojemalcev, katerim se je po porastu obrestne mere v kreditni pogodbi v povprečju povečal mesečni obrok odplačila kredita za 350 USD. Program Hope Now je določil, da kreditodajalci obrestne mere hipotekarnih kreditov za določen čas ohranijo nespremenjene in tako omogočijo lastnikom stanovanj

odplačevanje hipotekarnega kredita po pogojih, ki sicer veljajo le prvi dve leti. Ključno vlogo v programu je imelo finančno ministrstvo, ki je usklajevalo tržne udeležence z različnimi interesi in razumevanjem programa.

Program Hope Now je sicer izboljšal komunikacijo med lastniki stanovanj in kreditodajalci, toda ni dosegel pričakovanih rezultatov. Namesto prilagoditve odplačilnih pogojev v kreditnih pogodbah so kreditodajalci le prestavili odplačevanje hipotekarnega kredita. Lastniki stanovanj so tako odplačevali kredit po nespremenjenih pogojih, poleg tega so morali plačati še zamudne obresti za obdobje neodplačevanja kredita, zato je znesek odplačila še porasel. Po Fedovem zniževanju Fed funds obrestne mere tudi ni bila več ključna težava porast zneska mesečnega odplačevanja kredita. Lastniki stanovanj so se soočali s padanjem cen stanovanj in negativno vrednostjo premoženja.

9.2 Nejasna politika ameriške vlade

V 30. letih 20. stoletja je veljalo prepričanje, da so težave v prostem trgu, medtem ko vladne intervencije preko regulatornih ukrepov ali neposrednega lastništva v bankah predstavljajo rešitev. Pred zdajšnjo krizo pa je veljalo prepričanje, da nekonsistentna vladna makroekonomska politika ali moralni hazard preko vladnih garancij predstavlja temelje zadnjih gospodarskih kriz. Vlada naj bi tako predstavljala vzrok kriz in ne njihove rešitve (Allen & Gale, 2007, str. 19).

Ameriška vlada in centralna banka Fed sta podcenili resnost kreditne krize in njen širši vpliv na gospodarstvo. Menili sta, da gre le za korekcije na finančnih trgih, saj so cene vrednostnih papirjev od borznega balona ob začetku 21. stoletja dalje rasle. Prav tako so v zadnjem desetletju močno porasle cene stanovanj. Vrednost investicij je bila precenjena, toda težko je bilo oceniti za koliko. Dodatno so se povečale cene premoženja zaradi uporabe finančnega vzvoda investitorjev, ki so v ta namen najemali kredite. Kreditodajalci so te kredite listinili in vrednostne papirje prodali investitorjem po vsem svetu. Razmerja na finančnih trgih so postala kompleksna in nejasna, zato je bilo vedno težje oceniti kreditno tveganje tržnih udeležencev. Ko sta vlada in Fed ocenila, da ne gre le za korekcije na finančnih trgih, temveč za kreditno krizo, je bilo prepozno za pravočasno ukrepanje.

Težave odgovornih institucij so bile še večje, ker niso bile zmožne dobiti pravočasnih in natančnih informacij o razmerah na finančnih trgih. V preteklih finančnih krizah so regulatorne institucije namreč nadzirale tradicionalne finančne institucije, katerih poslovanje so poznali in so jih zato lahko učinkovito nadzirali. V zadnjem desetletju pa je porasla vloga novih vrst finančnih institucij in finančnih instrumentov. Zanje regulatorne institucije niso sprejele odločitve o načinu nadziranja, brez ustreznega nadzora pa ni bilo mogoče oceniti razmer na finančnih trgih in predvideti kreditne krize.

Tako finančno ministrstvo kakor Fed nista bila naklonjena restriktivnemu finančnemu sistemu. Cilj Fedove denarne politike je podpiranje visoke zaposlenosti, stabilnih cen in vzdržnih dolgoročnih obrestnih mer (Boyer, str. 15). Stabilne cene namreč pozitivno vplivajo na gospodarsko rast, posledično se poveča število novih delovnih mest in zmanjša brezposelnost. Pred kreditno krizo so bili večji pritiski na rast inflacije, zlasti zaradi rasti cen surovin, med katerimi je imela močan vpliv rast cene nafte. Fed funds obrestna mera je pred nastopom kreditne krize leta 2007 znašala 5,25 %, kar je s historičnega vidika relativno nizek nivo, cena nafte pa je presegla 100 USD za sodček. Fed je bil prepričan, da bi agresivno zniževanje Fed funds obrestne mere povečalo inflacijo. Med četrtim četrtletjem 2007 in tretjim četrtletjem 2009 je delo izgubilo približno 6,8 milijona prebivalcev ZDA v neagrarnem sektorju, stopnja brezposelnosti pa se je pri tem povišala z 4,8 % na 9,6 % (Engemann & Wall, 2009, str. 1).

Oblikovalci politike (angl. *policymaker*) so bili zaskrbljeni tudi zaradi principa moralnega hazarda, ki izvira iz zavarovalništva. Moralni hazard predpostavlja, da so ljudje pripravljeni tvegati več v primeru, da bodo imeli nastalo škodo poplačano. Tako bi se investitorji odločali za bolj tvegane investicije, če bi Fed poplačal izgube ali vsaj del izgub ob napačni odločitvi. Fed je s svojimi odločitvami o znižanju Fed funds obrestne mere ob zlomu delniških trgov leta 1987, stečaju špekulativnega sklada Long-Term Capital Management (LTCM) leta 1998 in borznem balonu leta 2001 povečal nagnjenost tržnih udeležencev k moralnemu hazardu. Zato je bil Fed ob začetku kreditne krize previden glede zniževanja Fed funds obrestne mere, ker ni želel spodbujati moralnega hazarda in tvegati finančne krize v prihodnosti.

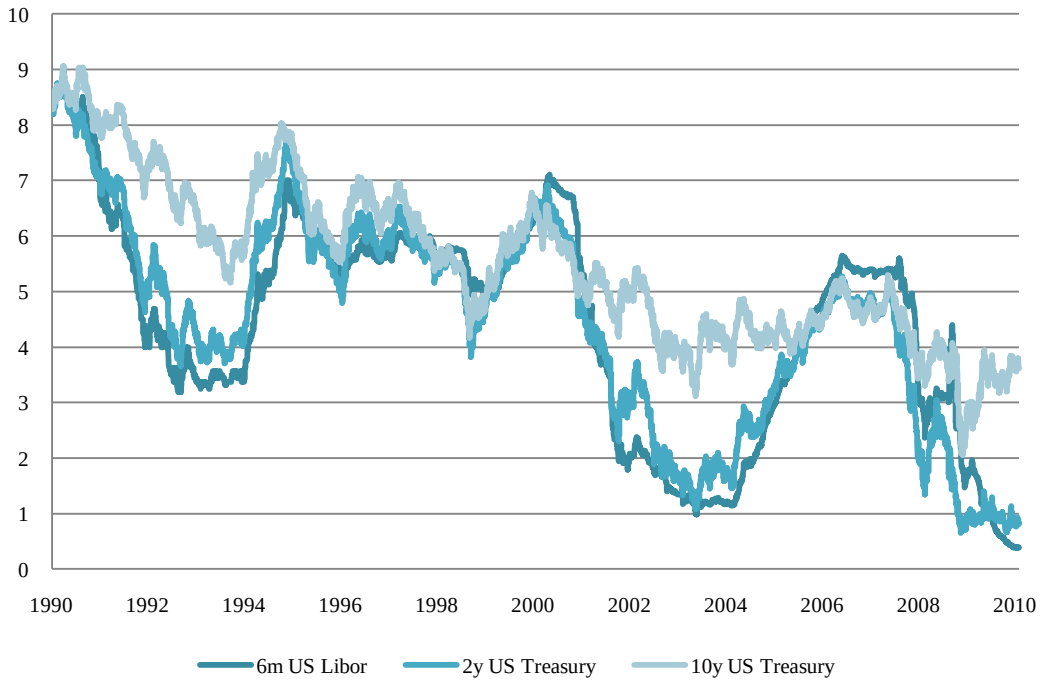
Demokratski kongresniki so bili naklonjeni sprejetju strožjih zakonov na področju regulative finančnih institucij, vendar v Kongresu niso uspeli pridobiti zadostnega števila glasov. Nekateri kongresniki so bili zaskrbljeni, da ne bodo sprejeli preveč restriktivnih zakonov in se sklicevali na Sarbanes-Oxleyjev zakon oziroma SOX, ki je bil sprejet leta 2002. SOX je vpeljal reformo računovodskih standardov in povečal zaščito investitorjevih pravic, potem ko so se zgodile odmevne računovodske prevare v Enronu, Arthur Andersenu, Tyco Internationalu in WorldComu. Sprejetje nove zakonodaje so dodatno otežili lobiji finančnih institucij, ki so pred kreditno krizo s hipotekarnimi krediti močno povečale svoje dobičke.

Glede ustreznosti vladne pomoči so bili deljenega mnenja tudi lastniki domovanj. Tisti, ki so bili pred zaplembo domovanja, so upali na vladno pomoč, medtem ko so tisti, ki so kljub zaostrenim tržnim razmeram uspevali redno odplačevati hipotekarni kredit, nasprotovali takemu predlogu. Izpostavili so vprašanje pravičnosti finančne pomoči vlade. Vlada bi tako nudila pomoč ljudem, ki so kupovali velika stanovanja in se zadolževali preko svojih zmožnosti, medtem ko razumni in varčni ljudje, ki živijo v manjših stanovanjih, ne bi prejeli nobenih finančni sredstev.

Medtem ko oblikovalci politike niso uspeli sprejeti kompromisne rešitve, so se razmere na finančnih trgih zaostrovale, med investitorji pa je naraščala zaskrbljenost. Finančna kriza se je začela na trgu MBS, se razširila na trg podjetniških obveznic, CMBS in na trg komunalnih obveznic. Zaskrbljenost tržnih udeležencev je vplivala tudi na delniške trge. Dow Jones Industrial Average je oktobra 2007 dosegel zgodovinsko najvišjo vrednost, v začetku leta 2008 pa so ameriški delniški indeksi že padli za približno 20 %.

Kreditno tveganje je tako močno poraslo, da si celo največje banke med seboj niso bile pripravljene posojati finančnih sredstev oziroma so zahtevale visoke obrestne mere. Poleg tega so bile banke zaskrbljene, da bodo v primeru težav s svojimi lastnimi investicijami same potrebovale finančna sredstva, saj jih na finančnih trgih ne bo mogoče pridobiti. Likvidnostne težave tržnih udeležencev so se zaostrile v zadnjem četrtletju leta 2008, ko je tudi v normalnih tržnih razmerah povečano povpraševanje po denarju. Zaostrene zamere na medbančnem denarnem trgu kaže relativno povečanje obrestne mere USD LIBOR proti ameriškim državnim vrednostnim papirjem (Slika 16). LIBOR je referenčna obrestna mera na medbančnem denarnem trgu, po kateri si prvovrstne banke med seboj posojajo denar. Ameriške državne vrednostne papirje pa izdaja finančno ministrstvo in imajo garancijo države ter zato veljajo za najvarnejšo finančno naložbo.

Slika 16: 6-mesečni USD LIBOR, 2-letni in 10-letni ameriški državni vrednostni papir



Vir: Bloomerg, 2010.

9.3 Nekonvencionalni instrumenti Fedove denarne politike

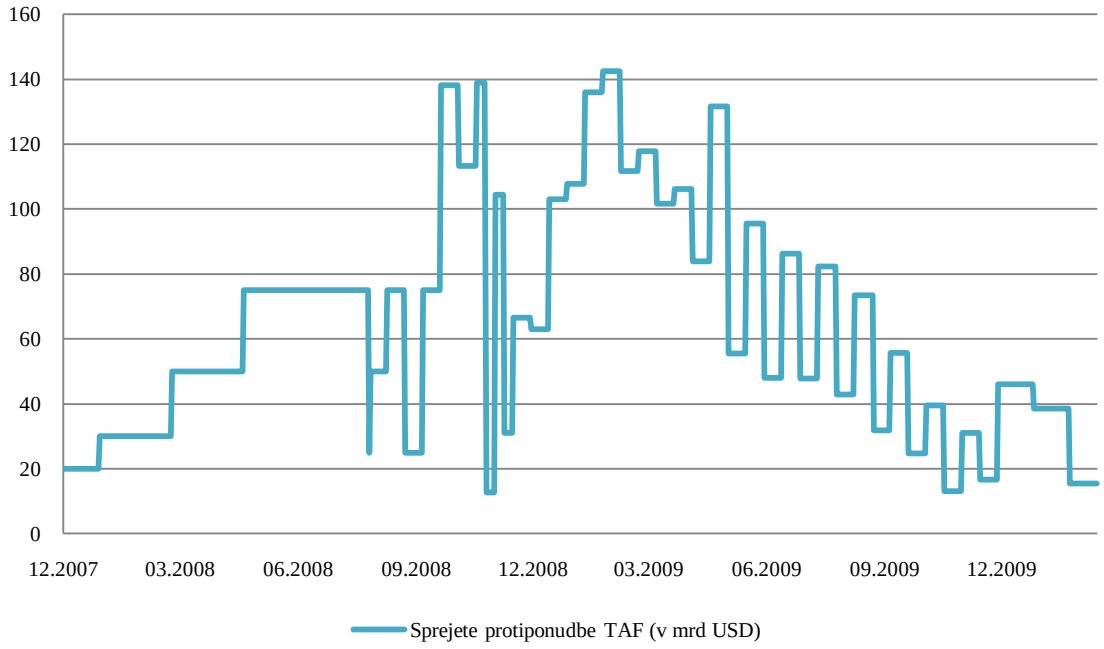
Zaskrbljenost glede inflacije in moralnega hazarda je izginila ob vse močnejšem kreditnem krču. Drugorazredni kreditojemalci niso mogli dobiti kreditov, medtem ko so prvorazredni kreditodajalci zaradi strogih pogodbenih pogojev plačevali visoke obresti. Oblikovalci politike so bili zato zaskrbljeni. Težave na trgu drugorazrednih kreditov bi lahko upočasnile gospodarsko rast, toda kreditni krč na trgu prvorazrednih kreditov je bil znak prihajajoče recesije.

Fed je nameraval sprostiti pritiske na denarnem trgu s spodbujanjem bank, naj koristijo instrument diskontnega okna (angl. *discount window*), ki bankam, hranilnim institucijam (angl. *thrift institution*) in podružnicam tujih bank (angl. *domestic branches of foreign banks*) omogoča, da si izposodijo denar po ugodni obrestni meri. Kljub temu, da se je od začetka krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov likvidnost na denarnem trgu močno zmanjšala, finančne institucije niso bile naklonjene koriščenju diskontnega okna. V preteklosti je bil to namreč znak finančnih težav in zato bi prvorazredni komitenti ter ostale finančne institucije lahko prenehali poslovati s koristnikom diskontnega okna, kar bi njegove finančne težave še povečalo. Fed je zato želel poudariti prednosti koriščenja diskontnega okna in je za ta instrument znižal obrestno mero ter podaljšal ročnost posojanja. Poleg tega je Fed prepričal h koriščenju diskontnega okna velike banke in s tem želel h koriščenju spodbuditi tudi ostale finančne institucije. Fedovo prizadevanje ni bilo učinkovito, in čeprav so banke nujno potrebovale dodatno likvidnost, diskontnega okna zaradi stigmatizacije niso hotele uporabljati.

Sredi decembra 2007 je zato Fed predstavil nov instrument denarne politike Pomoč začasnih avkcij (angl. *Term Auction Facility – TAF*), ki je predstavljal alternativo diskontnemu oknu. Finančnim institucijam je omogočal pridobiti kratkoročna denarna sredstva, ob tem pa je bilo mogoče kot zavarovanje zastaviti širok nabor vrednostnih papirjev, vključno z MBS. Do uporabe TAF so bile upravičene enake finančne institucije kakor do instrumenta diskontno okno. Izklicna obrestna mera pri TAF je bila sicer višja kot Fed funds obrestna mera, vendar pod obrestno mero diskontnega okna, kar je bil za finančne institucije utemeljen razlog za izposojanje denarnih sredstev od Feda. TAF ni bil stigmatiziran s preteklimi finančnimi krizami in odziv finančnih institucij je bil vse od prve avkcije velik (Slika 17). Kljub temu, da sredi leta 2008 denarni trg še vedno ni deloval normalno, se je med tržnimi udeleženci zaskrbljenost glede likvidnostnih težav nekoliko zmanjšala.

Poleg tega je *FOMC* na izrednem kriznem sestanku januarja 2008 znižal Fed funds obrestno mero za 0,75 odstotne točke. Nekaj dni kasneje je FOMC na svojem rednem januarskem zasedanju Fed funds obrestno mero znižal še za 0,50 odstotne točke. Odločitev FOMC, da zniža Fed funds obrestno mero na izrednem sestanku, je bila jasen znak krize na finančnih trgih.

Slika 17: Sprejete protiponudbe na avkcijah TAF



Vir: Blooomberg, 2010.

Predsednik Feda Bernanke je spremenil politiko vodenja centralne banke glede na svojega predhodnika Greenspana, ki je Fed funds obrestno mero spreminjal običajno za 0,25 odstotne točke. Predsednik Greenspan je le v času večjih težav na finančnih trgih znižal Fed funds obrestno mero za največ 0,50 odstotne točke. Bil je namreč zaskrbljen, da bi se veliko znižanje Fed funds obrestne mere izkazalo za neučinkovito ter bi se posledično med tržnimi udeleženci okrepilo nezaupanje v učinkovitost njegove politike in vlogo Feda. Predsednik Bernanke je razmišljal drugače in v svojih govorih nakazal, da je pripravljen Fed funds obrestno mero spreminjati skladno s spremembami Fedovih napovedi inflacije in gospodarske rasti.

V začetku leta 2008 so se pričele Fedove gospodarske napovedi naglo spreminjati, od zmernega umirjanja do občutnega padca gospodarske rasti. V aprilu 2008 pa je predsednik Bernanke v Kongresu pred Odborom za gospodarstvo (angl. *Joint Economic Committee*) prvič napovedal možnost recesije ameriškega gospodarstva. Realna Fed funds obrestna mera je postala negativna spomladi 2008, ko je Fed znižal Fed funds obrestno mero na 2 %, kar je bilo nekoliko manj, kot je v tistem obdobju znašala stopnja inflacije.

Fed je poskušal normalizirati zaostrene razmere na kreditnem trgu, toda s svojimi ukrepi ni uspel preprečiti širitve krize na celoten finančni trg. Finančni analitiki so bili dodatno zaskrbljeni glede potencialnih likvidnostnih težav investicijskih bank, ki se ukvarjajo s kupovanjem in prodajanjem vrednostnih papirjev za komitente in tudi za lastne potrebe (angl. *broker dealer*) (Priloga 3, Tabela 4). Pri poslovanju uporabljajo finančni vzvod in

špekulirajo na različne vrste vrednostnih papirjev, od državnih vrednostnih papirjev do visoko tveganih eksotičnih vrednostnih papirjev in MBS. Zaradi uporabe finančnega vzvoda so v primeru nakupa pravih investicij njihovi dobički visoki, v nasprotnem primeru se znajdejo v podobnih finančnih težavah kakor Bear Stearns sredi marca 2008.

Bear Stearns je imel pomembno vlogo na trgu stanovanjskih hipotekarnih kreditov. Bil je posrednik pri nakupih in prodajah RMBS za stranke in je tudi sam intenzivno investiral v RMBS. V času nepremičninskega balona je Bear Stearns dosegal velike dobičke, toda zaradi kreditnega krča na finančnih trgih in zmanjšanega zaupanja tržnih udeležencev se je znašel v finančnih težavah. Medtem ko so pri komercialnih bankah vir finančnih sredstev depoziti komitentov, investicijske banke pridobijo finančna sredstva predvsem od finančnih institucij. Te so zaradi zmanjšanega zaupanja pričele umikati finančna sredstva iz Bear Stearnsa ter mu niso bila več pripravljena odobriti novih kreditov. Bear Stearnsu sta ostali le dve možnosti, stečaj ali prevzem s strani druge finančne institucije.

Bear Stearns je poslovno sodeloval z bankami, špekulativnimi skladi in ostalimi finančnimi institucijami, zato bi imel njegov stečaj širši negativen vpliv na finančne trge. Fed je želel preprečiti krizo na finančnih trgih in je v marcu 2008 posredoval pri nakupu Bear Stearnsa s strani JPMorgan Chase. Ob tem se je Fed zavezal, da bo JPMorgan Chaseu kril vse potencialne izgube iz naslova tveganih naložb Bear Stearnsa v višini 29 milijard USD.

Fed je poskušal preprečiti finančne težave ostalih investicijskih bank, ki se ukvarjajo s kupovanjem in prodajanjem vrednostnih papirjev za komitente in tudi za lastne potrebe in zato vpeljal dva dodatna instrumenta denarne politike, Pomoč začasnega posojanja vrednostnih papirjev (angl. *Term Securities Lending Facility – TSLF*) in Kreditno pomoč primarnim vpisnikom (angl. *Primary Dealer Credit Facility – PDCF*). TSLF je omogočil investicijskim bankam, da si od Feda za največ mesec dni izposodijo državne vrednostne papirjev, kot zavarovanje je bilo mogoče zastaviti različne vrednostne papirje, vključno z Aaa RMBS. PDCF pa je omogočil investicijskim bankam najem kredita preko noči po diskontni obrestni meri, kot zavarovanje pa je bilo mogoče zastaviti še širši nabor vrednostnih papirjev. TSLF in PDCF sta investicijskim bankam zagotovila potrebno dodatno likvidnost in vsaj začasno stabilizirala finančne trge (Tabela 4).

Tabela 4: Fedovi instrumenti denarne politike

	Ciljna skupina	Zavarovanje	Ročnost	Obrestna mera	Vrsta kredita	Vpliv na rezerve
Kreditna pomoč primarnim vpisnikom (angl. *Primary Dealer Credit Facility – PDCF*)	depozitne institucije (angl. depository institutions)	ameriški državni vrednostni papirji, komunalne obveznice z investicijsko oceno, MBS in ABS, če zanju obstaja tržna cena	preko noči	diskontna obrestna mera	denar	Da
Pomoč začasnega posojanja vrednostnih papirjev (angl. *Term Securities Lending Facility – TSLF*)	primarni vpisniki (angl. *primary dealers*)	ameriški državni vrednostni papirji, obveznice agencij; RMBS, CMBS in COM z bonitetno oceno AAA	28 dni, tedenske avkcije, do 200 mrd USD	minimalni pribitek, določen s strani Feda	ameriški državni vrednostni papirji	Ne
Pomoč začasnih avkcij (angl. *Term Auction Facility – TAF*)	primarni vpisniki	širok nabor (od ameriških državnih vrednostnih papirjev do CDO)	28 dni, 14-dnevne avkcije, količina določena s strani Feda	minimalna obrestna mera, določena glede na pričakovano višino Fed funds obrestne mere skozi obdobje trajanja kredita	denar	Da
Diskontno okno (angl. *Discount Window*)	depozitne institucije	širok nabor (od ameriških državnih vrednostnih papirjev do CDO)	maksimalna ročnost znaša 90 dni	diskontna obrestna mera	denar	Da
Operacije odprtega trga (angl. *Open Market Operations*)	primarni vpisniki	ameriški državni vrednostni papirji, obveznice in MBS agencij	repo posli ali obratni repo posli z ročnostjo do 65 dni	Fed funds obrestna mera	denar	Da
Sistem računa odprtega trga (angl. *System Open Market Account – SOMA*)	primarni vpisniki	zakladne menice, blagajniški zapisi, obveznice in TIPS	preko noči, dnevne avkcije	minimalni pribitek 50 bt	ameriški državni vrednostni papirji	Ne
Pomoč začasnih kreditov na osnovi listinjenih vrednostnih papirjev (angl. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF*)	ameriški poslovni subjekti	ABS z najvišjo bonitetno oceno vsaj dveh bonitetnih agencij, gotovina denominirana v USD	3 leta	fiksna: 100 bt nad 3-letnim LIBOR; variabilna: 100 bt nad 1-mesečnim LIBOR	denar	Da

se nadaljuje

nadaljevanje

	Ciljna skupina	Zavarovanje	Ročnost	Obrestna mera	Vrsta kredita	Vpliv na rezerve
Likvidnostna pomoč denarnim vzajemnim skladom z odkupom kratkoročnih listinjenih vrednostnih papirjev (angl. *Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund (MMMF) Liquidity Facility – AMLF*)	depozitne institucije, bančni holdingi in ameriške izpostave tujih bank	minimalna bonitetna ocena A1, F1 ali P1vsaj dveh bonitetnih agencij	120 dni za banke, 270 dni za ostale	veljavna primarna obrestna mera za depozitne institucije s strani Boston Feda	denar	Da
Finančna pomoč izdajateljem komercialnih zapisov (angl. *Commercial Paper Funding Facility – CPFF*)	primarni vpisniki, ameriški izdajatelji komercialnih zapisov	komercialni zapisi denominirani v USD (vključno z ABCP) z minimalno bonitetno oceno A1, F1 ali P1	maksimalna ročnost znaša 3 mesece	nezavarovani komercialni zapisi: 3-mesečni OIS + 100 bt; ABCP: OIS + 300 bt	Denar	Da
Finančna pomoč investitorjem na denarnem trgu (angl. *Money Market Investor Funding Facility – MMIFF*)	denarni vzajemni skladi v upravljanju oziroma lastništvu ameriških bank, zavarovalnic, pokojninskih skladov, kartelov, družb za investicijsko svetovanje, registriranih s strani SEC, ameriških zveznih ali lokalnih oblasti	potrdila o vlogi denominirana v USD, blagajniški zapisi, komercialni zapisi	Med 7 in 90 dni	primarna obrestna mera	Denar	Da

Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 203–205.

9.4 Gospodarski stimulativni paket predsednika Busha

V letu 2008 so gospodarske težave postale osrednja tema ameriške predsedniške volilne kampanje. Februarja 2008 je Kongres potrdil gospodarski stimulativni paket predsednika Busha v višini 168 milijard USD oziroma 1,18 % ameriškega BDP. Proces sprejetja stimulativnega paketa je bil hiter in stroškovno učinkovit, finančna sredstva pa so bila namenjena gospodinjstvom, ki so jih najbolj potrebovala.

Sredstva Bushevega stimulativnega paketa so bila namenjena znižanju davkov gospodinjstev v nižjem in srednjem dohodkovnem razredu, davčnim spodbudam, investicijam v gospodarstvo ter aktivni politiki zaposlovanja. Oblikovalci politike so trdili, da bo stimulativni paket omogočil odprtje pol milijona novih delovnih mest. Pri tem so vedeli, da bo učinek paketa kratkotrajen, če ne bo prišlo do okrevanja stanovanjskega trga in celotnega finančnega sistema.

Stimulativni paket je predvideval pomoč na področju stanovanjskega trga preko dviga maksimalnih zneskov hipotekarnih kreditov, odobrenih s strani FHA, Fannie Mae in Freddie Mac. Pred dvigom so bili maksimalni zneski hipotekarnih kreditov prenizki, da bi si lahko kreditojemalci kupili stanovanje v dražjih predelih ZDA, kot so Kalifornija, južna Florida, New York City, Washington, DC. Novi maksimalni zneski hipotekarnih kreditov so variirali glede na območja velemest in so bili enaki 125 % povprečne cene stanovanja, niso smeli pa presegati vrednosti 729.000 USD. Ker so v zaostrenih razmerah zasebne finančne institucije občutno znižale obseg odobrenih hipotekarnih kreditov, so vladne institucije poskušale nadomestiti pomanjkanje kreditov.

Stimulativni paket je poleg tega pooblaščal zvezne države, da izdajajo neobdavčene obveznice (angl. *tax exempt bond*) in tako pridobljena sredstva namenijo refinanciranju hipotekarnih kreditov lastnikov domovanj pod ugodnejšimi odplačilnimi pogoji. Sprejetje stimulativnega paketa je bilo za tržne udeležence presenečenje, saj je le nekaj tednov prej Kongres odločno nasprotoval tovrstni finančni pomoči. Do kreditne krize je bila ameriška vlada osredotočena na nadzor FHA, Fannie Mae in Freddie Maca ter Kongresu celo predložila v sprejetje reforme, ki bi omejile nadaljnjo rast obsega izdanih kreditov. Fannie Mae in Freddie Mac sta dobila pomembno vlogo pri reševanju kreditne krize v času republikanske vlade, kljub temu, da za tradicionalne zaveznike obeh vladnih agencij velja demokratska stranka. Sklepam, da je to dejstvo dodatno potrdilo domneve tržnih udeležencev o zaostrenosti tržnih razmer.

Vlada je poleg tega za Fannie Mae in Freddie Mac omilila kapitalske zahteve, o katerih je potekala razprava na začetku 21. stoletja, ko je bila pri poslovanju obeh vladnih agencij odkrita vrsta računovodskih nepravilnosti. Njuni računovodski izkazi so bili namreč tako nejasni, da je bilo nemogoče razbrati poslovne rezultate. *OFHEO,* ki je nadziral obe vladni agenciji, je pred nastopom kreditne krize zanju predpisal višje kapitalske zahteve. Po 30. juliju 2008 je bil OFHEO skupaj z Zvezno upravo za stanovanjsko financiranje (angl. *Federal Housing Finance Board – FHFB*) združen v Zvezno agencijo za stanovanjsko financiranje (angl. *Federal Housing Finance Agency – FHFA*). Toda pod vplivom kreditne krize sta se vladni agenciji znašli v finančnih težavah, vlada se je odločila za razveljavitev določila OFHEO in s tem omogočila aktivno vlogo agencij pri reševanju hipotekarne kreditne krize.

OFHEO je Fannie Mae in Freddie Macu odobril tudi povečanje obsega nakupov hipotekarnih kreditov in MBS. Poleg tega je FHFB povečal FHLB dovoljeni obseg MBS s 300 % na 600 % njegovega kapitala, vendar zaradi zaostrenih tržnih razmer preostali tržni udeleženci niso kupovali MBS in trg je postal povsem nelikviden.

9.5 Stečaj Lehman Brothersa

Sredi leta 2008 sta se v finančnih težavah znašli vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac, ki sta tradicionalno od finančnih institucij kupovali prvovrstne hipotekarne kredite. S strani vlade sta bili zadolženi za stabilizacijo razmer na trgu hipotekarnih kreditov in zato sta vse intenzivneje investirali v alternativne A vrednostne papirje. Posledično je vladnima agencijama pričel naraščati delež neodplačanih kreditov ter ogrožati njuna kapitalska sredstva. Ta so bila majhna zaradi tradicionalno nizkega tveganja investicij vladnih agencij. Komercialne banke so imele v povprečju 10 USD terjatev na 1 USD kapitala, medtem ko je bilo to razmerje pri Fannie Mae in Freddie Mac enako 70 proti ena. Z investiranjem v bolj tvegane vrednostne papirje se je izkazalo, da njuna kapitalska sredstva niso zadostna.

Investitorji so postali negotovi glede solventnosti Fannie Mae in Freddie Maca in pričeli prodajati njune delnice, ki sta zato občutno padli (Priloga 3: Slika 7), finančne institucije pa so poostrile kreditne pogoje za vladni agenciji. Tako nista bili zmožni stabilizirati trga hipotekarnih kreditov in posledično stanovanjskega trga, kar so oblikovalci politike od njiju pričakovali. Finančni minister Paulson je želel povrniti zaupanje investitorjev do Fannie Mae in Feddie Maca tako, da je v juliju 2008 ministrstvo za finance povečalo vladnima agencijama kreditno linijo na 400 milijard USD. Vendar so bili investitorji še bolj prepričani o skorajšnji insolventnosti obeh vladnih agencij in septembra 2008 se je ministrstvo za finance odločilo, da Fannie Mae in Freddie Maca dodeli v skrbništvo FHFA.

Med investitorji se je pojavilo nezaupanje tudi do največjih in najbolj uglednih finančnih institucij in pričeli so zmanjševati obseg svojih investicij. Zaradi špekulacij o velikem obsegu slabih terjatev in posledično potencialni insolventnosti investicijske banke Lehman Brothers so investitorji intenzivno prodajali njene delnice. Lehman Brothers je sicer imel dostop do gotovine preko TSLF in PDCF, toda število njegovih poslovnih partnerjev se je zmanjševalo, ker so menili, da je poslovanje z Lehman Brothersom preveč tvegano.

Ministrstvo za finance in Fed sta neuspešno iskala potencialnega kupca za Lehman Brothers. Ob tem je ministrstvo za finance nespretno izjavilo, da njegova naloga ni reševanje vsake finančne institucije v težavah in da so imeli investitorji dovolj časa, da se prilagodijo novonastalim tržnim razmeram. Poleg tega je Fed izjavil, da po zakonu ne more posoditi dodatnih sredstev Lehman Brothersu, če ta ne vplača dodatnega zavarovanja.

Toda ministrstvo za finance in Fed nista predvidevala, da bo stečaj Lehman Brothersa vplival na padec vrednosti drugih finančnih institucij (Priloga 3, Slika 8). Denarnemu skladu Reserve Primary Fund, ki je imel v svoji bilanci veliko vrednostnih papirjev Lehman Brothersa, je vrednost terjatev padla pod vrednost obveznosti. Sledilo je povečanje nenaklonjenosti do investiranja v denarne sklade, ki so pred kreditno krizo veljali za zelo varne investicije. Edwards (2009b, str. 1) je dodatno opozoril na povečano nenaklonjenost investitorjev do tveganih naložb, spreminjanje korelacijskih razmerij med spremenljivkami in zmanjševanje nominalnih vrednosti sklenjenih poslov.

Zaradi povečanega nezaupanja v finančne institucije so njihove delnice občutno padle. Decembra 2008 je Bank of America potrdila prevzem Merrill Lyncha, ki se je znašel v likvidnostnih težavah. V istem obdobju je Well Fargo prevzel Wachovio, ki je bila po kapitalskih sredstvih četrti največji bančni holding v ZDA, največja ameriška hranilno-kreditna institucija Washington Mutual je šla v stečaj, njena hčerinska družba Washington Mutual Bank pa je bila za 1,9 milijarde USD prodana bančnemu holdingu JPMorgan Chase. Ker FDIC jamči za depozitne vloge do višine 100.000 USD, so premožnejši komitenti pričeli množično dvigati svoja sredstva, kar je povzročilo dodatno izgubo kapitalskih virov.

V likvidnostnih težavah je bila tudi ameriška zavarovalnica AIG, ki je agresivno prodajala kreditna zavarovanja za MBS. V času kreditne krize je vrednost MBS padla, bonitetne agencije pa so tem vrednostnim papirjem znižale bonitetno oceno. Finančne institucije, ki so kupile kreditno zavarovanje, so zahtevale vedno večja izplačila kapitalskih izgub in zavarovalnici AIG je vedno bolj primanjkovalo likvidnosti. Fed ni želel tvegati, da bi prišlo do stečaja velike finančne institucije, kakor se je to zgodilo pri Lehman Brothers, in je AIG odobril kreditno linijo v višini 60 milijard USD, vlada pa je postala 79,9 % lastnik AIG. V obdobju kreditne krize je mogoče opaziti velike spremembe bilančnih struktur finančnih institucij, spremembe naj bi se nadaljevale tudi v prihodnjih letih. Razlog so zaostrene razmere na svetovnih finančnih trgih in posledično zmanjšana likvidnost finančnih instrumentov na sekundarnih trgih (He, Z., Khang I. G. & Krishnamurthy A., 2009, str. 3).

Konec septembra 2008 sta ameriški finančni minister Paulson in predsednik Feda Bernanke pred Kongresom predstavila načrt za stabilizacijo finančnega sistema Program sprostitve slabih naložb (angl. *Troubled Asset Relief Program – TARP*) v vrednosti 700 milijard USD. Člani Kongresa so bili prepričani, da je glede na velik planirani znesek program pomanjkljivo definiran. V tistem obdobju so ocene celotnih izgub finančnega sistema zaradi kreditne krize znašale 700 milijard USD, zato so kongresniki menili, da je znesek programa previsok. Prav tako ni bilo natančno definirano, zakaj bodo finančna sredstva iz programa porabljena, čeprav je finančni minister Paulson trdil, da nameravajo kupovati slabe investicije (angl. *toxic assets*) od bank v finančnih težavah. Določeno ni bilo niti, kdo bo nadziral porabo finančnih sredstev iz programa in ali bodo predpisane

morebitne omejitve pri poslovnih odločitvah bank, ki bodo koristile finančno pomoč iz naslova programa. Po zagotovilih ministrstva za finance in Feda naj bi bilo vse navedeno določeno naknadno. TARP je bil povod za številne proteste davkoplačevalcev, ki niso bili pripravljeni plačevati za napačno investicijsko politiko finančnih družb. Kongresniki so bili zato pri svojem odločanju o sprejetju programa pod velikim pritiskom javnosti.

Demokratska stranka je bila prepričana, da ima kljub nezadovoljni javnosti zadostno podporo v Kongresu in da bo TARP potrjen. Toda ZDA so bile šest tednov pred volitvami in kongresniki so pod pritiskom negativnega javnega mnenja zavrnili TARP. Finančni trgi so nemudoma odreagirali; padle so cene delniških indeksov, donosnosti ameriških državnih vrednostnih papirjev in celo likvidnost na medbančnem denarnem trgu. Spodnji dom ameriškega Kongresa je TARP potrdil teden dni kasneje, a s spremenjenim načrtom porabe finančnih sredstev. Finančni minister Paulson se je odločil, da bodo finančna sredstva namesto za nakup slabih investicij porabljena za neposreden nakup vrednostnih papirjev pri največjih ameriških bankah. Oblikovalci politike so zato javnost prepričevali, da so te banke prevelike, da bi smele iti v stečaj. Z namenom zmanjšanja negotovosti tržnih udeležencev je FDIC povečal znesek zajamčenih depozitnih vlog s 100.000 USD na 250.000 USD pri denarnih skladih in bankah z vladno garancijo.

Nenaklonjenost tveganju se je dodatno povečala in investitorji so zmanjševali investicije v denarne sklade, ki so pred kreditno krizo veljali za varno naložbo z minimalnim tveganjem. Denarni skladi so se zato znašli v finančnih težavah in pričeli prodajati vrednostne papirje iz svojih portfeljev, da bi lahko izplačali investitorje, toda na finančnih trgih ni bilo povpraševanja po vrednostnih papirjih in vedno več finančnih institucij ni uspelo poravnavati svojih tekočih obveznosti.

V času ameriških predsedniških volitev so se razmere na finančnih trgih začasno umirile, dokler ni sredi novembra 2008 ameriški finančni minister Paulson izjavil, da ne namerava uporabiti finančnih sredstev iz programa TARP za nakupe slabih naložb. Investitorji so se na govor nemudoma odzvali, cene RMBS in CMBS so padle, prav tako pa tudi cene delnic bank, za katere so tržni udeleženci špekulirali, da imajo v svojih bilancah veliko RMBS in CMBS. Fed in ministrstvo za finance sta posredovala in preprečila stečaj banke Citigroup. 45 milijard USD kapitala je Citigroup prejela do konca leta 2008 v zameno za navadne in prednostne delnice, v začetku leta 2009 pa ji je bilo odobrenih dodatnih 15 milijard USD v obliki vladnih garancij, ki pa jih ni koristila.

9.6 Povečano tiskanje bankovcev

Skozi kreditno krizo je Fed poleg navedenih novih instrumentov denarne politike tudi znižal Fed funds obrestno mero na historično najnižji nivo 0,00–0,25 % ter izjavil, da bo obrestna mera ostala na tako nizkem nivoju, dokler se razmere na finančnih trgih ne bodo stabilizirale. Dodatno je Fed pričel z izvajanjem denarne politike kvantitativnega rahljanja

(angl. *quantitative easing*), s katero je želel povečati likvidnost na trgu preko odkupov vrednostnih papirjev. Pred tem jih Fed ni kupoval, z izjemo Fannie Mae in Freddie Mac. Oblikovalci politike so poleg tega v svojih govorih nakazali, da nameravajo kupovati dolgoročne državne vrednostne papirje in tako izvajati monetizacijo državnega dolga.

V decembru 2007 je Fed najavil izvajanje TAF, kjer so lahko nasprotne stranke prišle do dodatne likvidnosti v zameno za širši nabor vrednostnih papirjev, ki jih je sprejel kot zavarovanje. Ob koncu leta 2008 pa je najavil še Pomoč začasnih kreditov na osnovi listinjenih vrednostnih papirjev (angl. *Term Asset-Backed Securities Loan* Facility, v nadaljevanju TALF), katerega namen je spodbujanje nakupov novih izdaj tovrstnih papirjev z bonitetno oceno Aaa na osnovi kredita na kreditnih karticah, študentskih in avtomobilskih kreditov ter tudi kreditov malih podjetij. Prav tako je bil Fed pripravljen garantirati za slabe naložbe velikih finančnih institucij v težavah in tako preprečiti potencialne stečaje. Instrument garancije je uporabil pri Bear Stearnsu, AIG ter Citigroupu.

Kljub temu, da je Fed uvajal nove instrumente denarne politike, je bila likvidnost na denarnem trgu še vedno majhna. Obrestne mere kreditov so bile na rekordno visokih nivojih, donosnosti državnih vrednostnih papirjev pa so padale. Število novih izdaj obveznic je zaradi nizkega povpraševanja investitorjev padlo in vedno več potencialnih kreditojemalcev ni uspelo dobiti kredita.

Kreditna kriza je pod vplivom povečanega nezaupanja tržnih udeležencev, ki so z njo izgubili velik del premoženja, prešla v finančno in nato v gospodarsko krizo. Po definiciji ekonomskega statistika Juliusa Shiskina iz leta 1975 je gospodarstvo v recesiji, če je vrednost BDP v dveh zaporednih četrtletjih negativna. Minsky (2008a, str. 159) pripisuje del krivde za kreditno krizo tudi samooklicanim zagovornikom keynesianske politike, ki so bili v prvih desetletjih po koncu druge svetovne vojne pomembni finančni svetovalci ameriške vlade. Trdili so, da se je mogoče s pravilno uporabo denarne in fiskalne politike izogniti prihodnjim recesijam in depresijam. Tako so izključili teorijo gospodarskega cikla. Prav tako niso upoštevali negotovosti in posledično prezrli špekulativne namene na trgu. Na podlagi navedene definicije je v ZDA po koncu druge svetovne vojne mogoče govoriti o 10. recesijah, ki so bile v letih 1953, 1957, 1960, 1969, 1973, 1980, 1981, 1990, 2001 in 2007/2008 (Read, 2009, str. 201).

Ključna razlika med Keynesovo hipotezo učinkovitega trga in Minskyjevo hipotezo finančne nestabilnosti je v vprašanju, kaj določa cene v času sprememb na finančnih trgih. Hipoteza finančne nestabilnosti pravi, da trgi naravno težijo k ravnotežnemu stanju in se nato v ravnotežju nahajajo, dokler nanje ponovno ne vpliva nepričakovan eksterni dogodek. Pri hipotezi učinkovitega trga je torej poudarek na eksterni naravi dogodka, ki povzroči nestabilnost na trgih. Hipoteza finančne nestabilnost pa nasprotno pravi, da finančni trgi sami generirajo dogodke, ki vodijo do nestabilnosti (Cooper, 2008, str. 13). Mislim, da Minsky v svoji hipotezi izpostavi tudi ključni element, da banke težijo k

maksmizaciji dobička. Pri tem so učinkovitejše, če se uvarjajo s finančnimi inovacijami (Minsky, 1992, str. 6).

V ZDA je bila negativna gospodarska rast zadnji dve četrtletji leta 2008, poleg tega je bila v zadnjem četrtletju 2008 zabeležena deflacija. Stanovanjski trg je bil pod pritiskom, osebna potrošnja je padala, podjetja so zaradi manjšega povpraševanja in slabih poslovnih rezultatov pričela zmanjševati delež investicij, odpuščati zaposlene ter zniževati cene proizvodov. Obstajala je realna nevarnost deflacijske spirale.

Oblikovalci politike so menili, da bo k umiritvi razmer na finančnih trgih in oživitvi gospodarstva prispevalo kvantitativno rahljanje, ki se je izkazalo kot učinkovito na trgu komercialnih zapisov. Potem ko je Fed pričel kupovati komercialne zapise neposredno od izdajateljev, so cene porasle, povečalo pa se je tudi število novih izdaj. Razmere na trgu komercialnih zapisov so se občutno izboljšale in v začetku leta 2009 je Fed zmanjšal obseg neposrednih odkupov komercialnih zapisov.

Fed je z instrumentom odkupa dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev konec leta 2008 dosegel znižanje tržnih donosnosti 10-letnih državnih vrednostnih papirjev na približno 2 %, medtem ko so sredi leta 2007 znašale 5,3 %. Prav tako so padli kreditni pribitki, potem ko je Fed pričel od Fannie Mae in Freddie Maca kupovati kredite in MBS. Padec donosnosti državnih vrednostnih papirjev in manjši kreditni pribitki so vplivali na padec fiksne obrestne mere 30-letnih kreditov na približno 5 %. Ob nadaljnjem zniževanju kreditnih pribitkov in padcu fiksne obrestne na približno 4,5 % bi večina kreditojemalcev lahko refinancirala svoje obstoječe kredite, katerih obrestna mera je v povprečju znašala 5,5 % (Zandi, 2009b, str. 218). Posledično bi porasla prodaja stanovanj, medtem ko bi se rast stopnje brezposelnosti umirila.

Fed je s pomočjo kvantitativnega rahljanja želel stabilizirati celoten finančni sistem, od trga MBS do trga komunalnih obveznic in podjetniškega dolga. Ravno zato so bili tržni analitiki zaskrbljeni, da bo Fed s svojimi ukrepi vplival na rast inflacije, obenem pa bo imel težave z izhodno strategijo (angl. *exit strategy*) ob koncu politike dodeljevanja dodatne likvidnosti na finančnih trgih.

Vendar v času gospodarske krize inflacija ni primarna skrb oblikovalcev politike, najpomembneje je ponovno okrevanje gospodarstva. Poleg tega dodatna likvidnost na trgu vpliva na rast inflacije le, če se zaradi nižjih obrestnih mer poveča masa izdanih kreditov. Boljši gospodarski pogoji zmanjšajo stopnjo brezposelnosti in poveča se stopnja izkoriščenosti proizvodnih kapacitet. Posledice zadnje kreditne krize bodo na finančnih trgih prisotne še nekaj let, zato bosta morala biti Fed in ministrstvo za finance previdna pri načinu izhodne strategije. Pri tem je pomembno, da Fed dodaja predvsem kratkoročno likvidnost, do 90 dni, tako je lahko s stabilizacijo razmer na finančnih trgih postopoma prenehal izvajati določene ukrepe.

Po pričakovanjih tržnih analitikov naj bi Fed prvič dvignil Fed funds obrestno mero v drugi polovici leta 2010, ko naj bi se razmere na finančnih trgih in v gospodarstvu umirile in stabilizirale. Predolgo obdobje nizkih obrestnih mer bi namreč lahko ustvarilo pogoje za naslednjo finančno krizo, kot se je to zgodilo po koncu borznega balona na začetku 21. stoletja. Posledica je bil stanovanjski balon in nato zadnja finančna kriza.

9.7 Gospodarski stimulativni paket predsednika Obame

Mislim, da se je novi predsednik ZDA Barack Obama zelo učinkovito in hitro lotil reševanja težav gospodarske krize. Februarja 2009 je odobril največji stimulativni paket po New Dealu s 30. let 20. stoletja. 787 milijard USD oziroma okoli 3 % ameriškega BDP v letih 2009 in 2010 vreden stimulativni paket je vključeval davčne olajšave ter povečanje potrošnje vlade.

Približno 300 milijard USD je bilo namenjenih davčnim olajšavam tako fizičnih kakor pravnih oseb, 250 milijard USD proračunom zveznih držav in mestnih oblasti, 150 milijard USD investicijam v infrastrukturo ter 100 milijard USD pomoči prebivalcem, ki so izgubili zaposlitev.

Zvezne države in mestne oblasti naj bi s pomočjo finančnih sredstev iz stimulacijskega paketa uresničile pomembne projekte v svojih proračunih, odpustile manj delovne sile in v manjši meri zvišale davčne stopnje, kar bi prispevalo k stabilizaciji gospodarskih razmer. Osebe, ki so izgubile zaposlitev, bi brez finančne pomoči morale občutno zmanjšati obseg potrošnje in stopnja brezposelnosti bi porasla.

Davčne olajšave zaradi porasta potrošnje ljudi in večjih investicij podjetij spodbujajo dodatno zaposlovanje. Toda ekonomski učinki davčnih olajšav so na kratek rok manjši, ker ljudje del dodatnih finančnih sredstev porabijo za plačilo dolgov, del pa privarčujejo. Gospodarski stimulativni paket predsednika Obame je z davčnimi olajšavami želel spodbuditi tudi stanovanjski in avtomobilski trg, vključno z nepovratno davčno olajšavo v višini 8.000 USD za kupce prvega domovanja ter oprostitvijo davka pri nakupu novega avtomobila in najemu avtomobilskega kredita brez obresti.

Ekonomskih učinkov investiranja v infrastrukturo, ki so sicer zelo pomembni, ni mogoče doseči na kratek rok, ker je potreben čas, da pride do realizacije projektov. Tržni analitiki pričakujejo, da bo ameriška gospodarska rast v letu 2010 znašala 2,8 %, v letu 2011 pa 3 %, medtem ko je v lanskem letu padla za 2,4 %. Inflacija v letu 2009 je znašala 1,7 %, napoved za letošnje leto znaša 1,1 %, za leto 2011 pa 1,4 % (Krämer, 2010, str. 3).

Investiranje v infrastrukturo bo pozitivno vplivalo na gospodarsko rast v naslednjih letih, ko se bodo učinki ostalih ukrepov pomoči zmanjšali. Stimulativni paket pomoči gospodarstvu je bil deležen kritik ekonomistov predvsem zaradi svoje prevelike

razpršenosti pri dodeljevanju pomoči. Finančna pomoč je bila tako namenjena gradnji cest, mostov, električnega in internetnega omrežja. Toda po mnenju Zandija (2009b, str. 220) je zaradi velike negotovosti glede vpliva projektov na gospodarsko rast dobro, da se finančno pomoč razprši. Pri tem navaja primer japonskega izgubljenega desetletja (angl. *lost decade*) v 90. letih 20. stoletja, kjer so analize pokazale, da se s povečevanjem investicij v le določenih programih infrastrukture relativni učinek pomoči gospodarstvu zmanjšuje.

Nekateri tržni udeleženci so menili, da je stimulativni paket pomoči preobsežen glede na rast ameriškega javnega dolga, ki je v septembru 2009 presegel 11,9 bilijona USD, medtem ko je znašal ob začetku leta 1996 nekoliko manj kot 5 bilijonov USD. Toda brez stimulativnega paketa pomoči bi upadla gospodarska rast in zmanjšali bi se davčni prihodki, zato bi morala vlada povečati potrošnjo. Tako bi se proračunski deficit, ki je junija 2009 dosegel 8,9 % BDP, še občutneje povečeval. Za ZDA je izjemno pomembno, da so ohranile bonitetno oceno Aaa, kljub temu, da se je kreditna kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov pričela ravno v ZDA. Investitorji so ohranili zaupanje v varnost ameriških državnih vrednostnih papirjev in ZDA se zato tudi naprej lahko kreditirajo po nizkih obrestnih merah.

Hkrati so se med tržnimi analitiki pojavile kritike, da je stimulativni paket pomoči premajhen. Ameriški BDP bo po analizah v letih 2009 in 2010 manjši za po 1 bilijon USD, tako da stimulativni paket pomoči v višini 787 milijard USD ne bo mogel nadomestiti padca gospodarske rasti, a bo skupaj z ostalimi instrumenti finančne pomoči ublažil posledice gospodarske recesije.

9.8 Vladna politika zmanjševanja števila zaplemb stanovanj

Vlada predsednika Obame se je osredotočila na iskanje rešitev za zmanjšanje števila zaplemb stanovanj. Porast števila zaplemb je vplival na zniževanje cen stanovanj, ker se zaplenjena stanovanja prodajajo občutno pod tržno ceno. Poleg tega zaplembe negativno vplivajo tudi na bančni sistem, ker poraste delež neplačanih hipotekarnih kreditov. Vse od začetka kreditne krize si je ameriška vlada prizadevala za zmanjševanje števila zaplemb. Leta 2007 je FHA uvedla programa Secure in Hope Now, vendar ni dosegla želenih učinkov.

Vlada je želela spodbuditi prodajo enodružinskih stanovanj z ugodnejšimi nakupnimi pogoji in lažje dostopnimi hipotekarnimi krediti. Hkrati so vladne spodbude refinanciranja in modifikacije hipotekarnih kreditov, ki so predstavljale alternativo zaplembam stanovanj, vplivale na obseg ponudbe stanovanj.

Obseg refinanciranja se je občutno povečal spomladi leta 2009, ko je Fed agresivno odkupoval kredite in MBS v lasti Fannie Mae in Freddie Maca. Obrestna mera hipotekarnih kreditov je zato padla pod 5 %. 3 bilijone USD hipotekarnih kreditov v lasti

Fannie Mae in Freddie Maca oziroma četrtina vseh neodplačanih tovrstnih kreditov je imela v tem obdobju nižjo obrestno mero kot 5 %. Ob nadaljnjem padanju obrestnih mer na finančnih trgih bi bilo racionalno navedene neodplačane hipotekarne kredite refinancirati. S tem se sicer število zaplemb ne bi občutno zmanjšalo, a bi se zmanjšali stroški odplačil kreditov. Kreditojemalci bi lahko privarčevana finančna sredstva potrošili ter spodbudili gospodarsko rast.

Ameriška vlada je za lastnike stanovanj pripravila tudi načrt modifikacije odplačilnih pogojev drugorazrednih in alternativnih A hipotekarnih kreditov. Načrt je predvideval finančno pomoč lastnikom stanovanj, finančnim institucijam in lastnikom kreditov, ki bodo sodelovali pri modifikaciji odplačilnih pogojev kreditov. Lastnikom stanovanj, ki so redno odplačevali kreditne obveznosti, so se znižale mesečne obveznosti in bili so upravičeni do subvencij. Finančna pomoč je bila dodeljena finančnim institucijam, ki so uspešno modificirale kredite, in lastnikom kreditov, ki so se z modifikacijo kredita strinjali.

Uspešnost načrta modifikacije hipotekarnih kreditov je bila najbolj odvisna od njihovih lastnikov. Lastniki drugorazrednih in alternativnih A hipotekarnih kreditov so predvsem mednarodne finančne institucije, ki so investirale v MBS. Za lastnike kreditov je bilo modificiranje kreditov smiselno le, če se je s tem zmanjšala verjetnost neodplačila kreditov, ki pa je odvisna od premoženja lastnikov stanovanj. Kljub nižjim mesečnim odplačilom so se močno zadolženi lastniki stanovanj raje odločali za neodplačila kreditov. Vladni načrt modifikacije kreditov ni dosegel pričakovanih ciljev. Po podatkih OCC so več kot polovico modificiranih hipotekarnih kreditov z začetka leta 2008 šest mesecev kasneje kreditojemalci prenehali odplačevati. Lastniki kreditov so se za modifikacijo kreditov težje odločili tudi zaradi kompleksne metode izračuna spremenjenih odplačilnih pogojev.

Ameriška vlada je z namenom spodbuditve stanovanjskega trga spremenila tudi zakonodajo o stečajnem postopku. Po novi zakonodaji se je lahko lastnikom stanovanj ob osebni finančni reorganizaciji v skladu s Poglavjem 13 (angl. *Chapter 13*) v stečajni masi upoštevalo tudi glavnico prvega hipotekarnega kredita. Ta se je lahko zmanjšala do trenutne tržne vrednosti stanovanja. Po predhodni zakonodaji so lahko ameriški stečajni sodniki zmanjšali glavnino finančnih obveznosti kreditojemalca, izjema so bili prvi hipotekarni krediti. Razlog izjeme je bil cilj nizkih obrestnih mer in lažja dostopnost hipotekarnih kreditov.

Ameriška vlada je želela s spremembo zakonodaje zmanjšati število stečajev in spodbuditi kreditojemalce k odločitvi za modifikacijo hipotekarnih kreditov. Stečajni sodniki so dobili dodatna pooblastila za reorganizacijo osebnih financ kreditojemalca v finančnih težavah. Namen dodatnih pooblastil je bil prepričati kreditojemalca, da je modifikacija kredita finančno smotrnejša odločitev, kot odločitev za stečajni postopek.

Spremenjena zakonodaja o stečajnem postopku bi lahko imela negativne posledice in povečala število vlog za stečajni postopek, posebno pri zelo zadolženih kreditojemalcih. Po stečaju bi se namreč za te kreditojemalce osebne finance bolj stabilizirale kakor po modifikaciji kredita.

Nekateri pomisleki glede spremenjene zakonodaje o stečajnem postopku so bili neutemeljeni. Novosti v zakonodaji tako niso vplivale na občutno povečanje stroškov hipotekarnih kreditov, ker so veljale le za že odobrene hipotekarne kredite. Prav tako je bila zaradi visokih predpisanih kazni zanemarljiva verjetnost, da bi lastniki stanovanj v finančnih težavah zlorabili novo zakonodajo. Število osebnih stečajev je namreč tudi po spremembi zakonodaje o stečajnem postopku konec leta 2005 ostalo na nizkih nivojih. Modifikacije kredita je bila namreč s stroškovnega vidika ugodnejša od stečajnega postopka v skladu s Poglavjem 13.

Porast števila stečajev bi močno prizadel nezavarovane izdajatelje kreditnih kartic, ker bi stečajni sodniki odpisali znaten del ali celotne finančne obveznosti na kreditnih karticah. V primeru povečanja osebnih stečajev gospodinjstev za 1 milijon in pri 50.000 USD finančnih obveznosti na kreditnih karticah povprečnega gospodinjstva, bi imeli izdajatelji dodatnih 50 milijard USD izgube. Poleg tega je bila večina finančnih obveznosti na kreditnih karticah listinjenih, zato bi padle tudi cene teh ABS. Spremenjena zakonodaja o stečajnem postopku je preprečila nadaljnje povečevanje števila zaplemb stanovanj ter prispevala k umiritvi razmer na stanovanjskem trgu. Toda stroški spremenjene zakonodaje še niso v celoti znani.

Vladne spremembe stanovanjske zakonodaje so bile deležne ostrih kritik tržnih udeležencev. Vladi je bilo predvsem očitano, da s svojo politiko nagrajuje neracionalne finančne odločitve lastnikov stanovanj in lastnikov hipotekarnih kreditov, da je razveljavila pravne pogodbe o pogojih financiranja kreditojemalcev ter da bo s svojo politiko negativno vplivala na finančni sistem. Prav tako naj bi bil za davčne zavezance previsok strošek sprememb stanovanjske politike, ki je bil ocenjen na 275 milijard USD.

Kritike so do določene mere sicer upravičene, a bi bile brez vladne pomoči izgube v gospodarstvu občutno večje. Nadalje bi se povečevalo število zaplemb, padle bi cene stanovanj in s tem vrednost osebnega premoženja, povečale bi se težave finančnega sistema in gospodarstva, posledično pa bi morali porasti davki. Zandi (2009b, str. 224) trdi, da bi morala biti ameriška vlada v določenih pogledih celo agresivnejša.

9.9 Stabilnost na finančnih trgih

Najbolj zahtevna, toda ključna naloga predsednika Obame je bila stabilizacija bančnega sistema. V letu 2009 sicer ni šla v stečaj nobena pomembnejša banka, vendar banke niso imele zadostnih kapitalskih sredstev ter so zato kreditirale gospodinjstva in potrošnike v

zelo majhnem obsegu. Hkrati je ameriška vlada vedela, da mora stabilizirati bančni sistem, če želi doseči okrevanje gospodarstva.

Februarja 2009 je novi finančni minister Timothy Geithner predstavil osnutek načrta finančne stabilnosti Financial Stability Trust, ki je bil zaradi nekonkretnih predlogov med tržnimi udeleženci sprejet z neodobravanjem. Posledice povečane zaskrbljenosti tržnih udeležencev so bile nemudoma vidne na finančnih trgih, predvsem na strmem padcu delniških indeksov.

Sredi marca 2009 je finančni minister Geithner predstavil podrobnosti načrta Financial Stability Trust. Največje pozornosti tržnih udeležencev je bila deležna izjava, da bo ministrstvo za finance opravilo stres teste (angl. *stress test*) za najpomembnejše ameriške finančne institucije. Na osnovi rezultatov naj bi nato ministrstvo določilo institucije, ki so upravičene do finančnih sredstev iz Capital Assistance Program, za katerega je bilo v programu TARP rezerviranih 100 milijard USD. Financial Stability Trust je predvideval tudi razširitev Fedovega programa pomoči TALF. Prvotno je ta dopuščal le odkupe primarnih izdaj vrednostnih papirjev, po razširitvi pa naj bi bilo mogoče kupovati tudi že izdane vrednostne papirje iz bilanc finančnih institucij.

Slabe investicije so po definiciji krediti ali ABS, katerih kreditojemalci zamujajo z odplačili ali so šli v osebni stečaj. Ta finančna sredstva imajo zato občutno nižjo tržno vrednost od nominalne vrednosti. Kapitalske izgube so utrpele finančne institucije, ki so bile lastnice kreditov ali ABS. Ob tem so bile v negotovosti, ali bodo komitenti, ki zamujajo z odplačili, šli v osebni stečaj ali bodo vendarle uspeli poravnati svoje izostale finančne obveznosti. Posledično so bile finančne institucije negotove, koliko kapitalskih sredstev bodo potrebovale, in ker so bili kapitalski viri zelo omejeni, so nadalje zmanjševale obseg kreditiranja. Ministrstvo za finance je s programom Financial Stability Trust načrtovalo vladne odkupe slabih investicij in stabilizacijo ter normalizacijo finančnega sistema.

Program Financial Stability Trust je predvideval, da bo s pomočjo majhnega števila zasebnih finančnih institucij, ki bodo na avkcijah povpraševale po slabih investicijah bank, dosežena poštena cena teh finančnih sredstev. Vlada bi nato po taki ceni odkupovala slabe investicije. Za zasebne investitorje bi bile avkcije zanimive zaradi potencialnih visokih donosnosti; omejenega padca vrednosti investicij zaradi sodelovanja vlade; zagotovila, da ne bodo deležni podobnih omejitev pri svojem poslovanju kot finančne institucije, ki so prejele finančno pomoč iz programa TARP. Vlada je namreč želela razlikovati med neposredno finančno pomočjo, kakor v primeru programa TARP, in pomočjo v obliki doseganja poštene cene investicij preko avkcij.

Toda vlada prav tako ni želela, da bi se ponovil primer zavarovalnice AIG. Ameriška javnost je bila ogorčena ob novici, da je AIG izplačal velike nagrade zaposlenim, ki so

zavarovalnico s svojimi poslovnimi odločitvami skoraj spravili v stečaj. Posredovati je morala vlada s finančno pomočjo in postala 79,9 % lastnik AIG. Toda pogodbe med AIG in zaposlenimi so bile sklenjene pred vstopom vlade v lastninsko strukturo AIG. Poleg tega zavarovalnica ni šla v stečaj, zato so bile pogodbe o nagradah veljavne in ministrstvo za finance je trdilo, da z nobenim pravnim sredstvom ne more zadržati izplačila nagrad. Kongresniki so bili ogorčeni nad izplačilom in v marcu 2009 sprejeli predpis, ki določa 90 % davek na nagrade za zaposlene, ki so v letu dni zaslužili več kakor 250.000 USD. Predpis velja za zaposlene v podjetjih, ki so prejela državno finančno pomoč (Story, Glater & Cooper, 2009). Ministrstvo za finance je bilo prepričano, da bo program Financial Stability Trust učinkovit, če bo zasebnim investitorjem, ki bodo želeli v programu sodelovati, zagotovljeno, da njihovi dobički ne bodo kasneje obdavčeni z novimi oblikami davkov.

FDIC je imel ključno vlogo pri izvajanju programa Financial Stability Trust, skrbel je za redno izvajanje avkcij in garantiral za kredite, namenjene nakupom slabih investicij. Za finančno pomoč v okviru FDIC programa ni bilo ministrstvu za finance potrebno zaprositi Kongresa za odobritev, kar je bilo v takratnih neugodnih političnih razmerah izredno pomembno. Program Financial Stability Trust je predvideval, da bodo zasebni investitorji sami upravljali vrednostne papirje, potem ko jih bodo kupili na avkciji.

Nakup 1 bilijona USD slabih investicij sicer ne bo zadostovalo za stabilizacijo finančnega sistema. Pred začetkom programa so imele ameriške finančne institucije v svojih bilancah stanj neodpisanih med 2 in 2,5 bilijona USD slabih investicij. Za pokritje kapitalskih izgub teh investicij bi vlada potrebovala dodatnih 300–400 milijard USD, poleg 700 milijard USD v okviru programa TARP. Zandi (2009b, str. 227) trdi, da bi moral Kongres odobriti dodatna finančna sredstva in dokončno stabilizirati finančni sistem.

Vlada je bila zaskrbljena, da program Financial Stability Trust ne bo dosegel želenih učinkov. Obstajala je namreč realna možnost, da finančne institucije ne bodo pripravljene prodati vrednostnih papirjev na avkcijah zaradi prepričanja, da ne dosegajo primerno visoke cene. Prav tako bi se lahko omejile od programa zaradi zaskrbljenosti, da jim bo Kongres z zakonom obdavčil potencialne dobičke. Finančne institucije, ki so imele velike likvidnostne težave, bi lahko končale v stečaju, če bi morale ovrednotiti vrednostne papirje v svojih bilancah stanja po cenah, določenih na avkcijah. Posledično bi jim morala vlada nuditi dodatno finančno pomoč. Glede na navedene negotovosti bi bilo za vlado hitreje in učinkovitejše, da neposredno odkupi slabe investicije bank. Zaradi političnega pritiska, da odkupna cena slabih investicij ne sme biti previsoka, je bil program Financial Stability Trust druga najboljša izbira, ki so ga finančne institucije sprejele pozitivno. S prodajo slabih investicij finančnih institucij in dodatno vladno pomočjo se je pričela stabilizacija finančnega sistema in znaki optimizma glede okrevanja ameriškega gospodarstva.

9.10 Obseg pomoči ameriške vlade in Feda

Ugotavljam, da so bile intervencije ameriške vlade učinkovite, skozi vrsto programov je nudila finančno pomoč finančnim institucijam in prebivalstvu z namenom umiritve zaskrbljenosti tržnih udeležencev ter stabilizacije gospodarstva. Za programe pomoči do konca novembra 2009 je namenila kar 12 bilijonov USD, od tega so bili 4 bilijoni USD že črpani (Tabela 5).

Tabela 5: Vladna pomoč skozi finančno krizo (v mrd USD)

Federal Reserve	**Odobrena finančna pomoč**	**Črpana finančna pomoč**
Term Auction Facility	*900*	*469*
Ostali krediti	*Neomejeno*	*135*
Primarni kredit	Neomejeno	64
Sekundarni kredit	Neomejeno	0
Periodični kredit	Neomejeno	0
Primary Dealer Credit Facility	Neomejeno	20
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund	Neomejeno	8
AIG	43	43
AIG (za SPV)	9	0
AIG (za ALICO, AIA)	26	0
Reševanje Bear Stearnsa (Maiden Lane)	27	26
AIG-RMBS program nakupa (Maiden Lane II)	23	18
AIG-CDO program nakupa (Maiden Lane III)	30	28
Term Securities Lending Facility	200	18
Commercial Paper Funding Facility	1.800	241
TALF	1.000	0
Money Market Investor Funding Facility	540	0
Linije deviznih zamenjav	Neomejeno	329
Odkup kreditov in MBS od vladnih agencij	1.250	285
Garancija za premoženje Citigroupa	286	0
Garancija za premoženje Bank of America	108	0
Odkup dolgoročnih ameriških državnih vrednostnih papirjev	300	0
U. S. Treasury		
TARP	700	547
Finančna podpora programom Feda	479	479
Pomoč Fannie Mae in Freddie Mac	400	0
Federal Deposit Insurance Corporation		
Garancija za finančne obveznosti ameriških bank	1.400	201
Garancija za premoženje Citigroupa		10
Garancija za premoženje Bank of America		2.5
Depozitni računi	500	0
Federal Housing Administration		
Refinanciranje hipotekarnih kreditov	100	0
Kongres		
Economic Stimulus Act 2008	170	170
American Recovery and Reinvestment Act 2009	787	787
V sodelovanju: Fed, FDIC in U. S. Treasury		
Public-Private Investment Fund	1.000	0
Skupaj	**12.077**	**3.746**

Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 228–229.

Do konca leta 2009 je bilo iz programa državne pomoči American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (v nadaljevanju ARRA) namenjenih 263,3 milijard USD davčnim olajšavam gospodinjstev in podjetij, za projekte in aktivnosti pa je bilo rezerviranih nadaljnjih 149,7 milijard USD, ki so bili prejemnikom na voljo ob izstavitvi plačanih računov. Po oceni Sveta ekonomskih svetovalcev (angl. *Council of Economic Advisers – CEA*) naj bi se posledično zaradi izvajanja programa ARRA v zadnjem četrtletju leta 2009 ohranilo 1,5–2 milijona delovnih mest, ki bi bila drugače izgubljena (The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009, Second Quarterly Report, 2010). Strukturo celotnega programa stimulativne fiskalne pomoči ARRA sem prikazal v Tabeli 6.

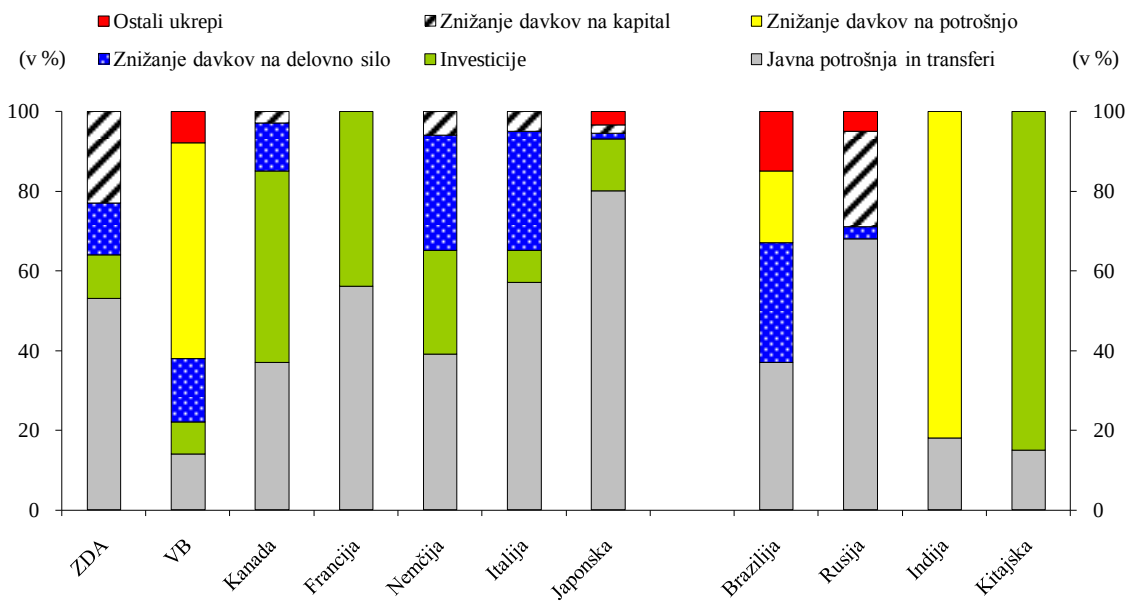
Tabela 6: Sestava stimulativne fiskalne pomoči v okviru programa ARRA v ZDA

	v mrd USD	**v % od BDP**
Zmanjšanje davkov za fizične osebe in podjetja	280	1,9
Pomoč posameznim zveznim državam za zdravstveno varstvo in izobraževanje	157	1,1
Transferji gospodinjstvom (za brezposelne, za zdravstvo in izobraževanje)	150	1,0
Investicije v infrastrukturo, energijo in ostalo	200	1,3
Skupaj	787	5,3

Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 40.

Zandi (2009b) trdi, da bodo stroški za davkoplačevalce po koncu finančne krize nižji, ker bo vlada zagotovo prodala vrednostne papirje in večje lastniške deleže finančnih institucij, ki jih je kupovala med finančno krizo. Končni stroški za davkoplačevalce pa kljub temu ne bodo majhni in naj bi dosegli 3 bilijone USD oziroma 20 % ameriškega BDP. Stroški ameriške hranilno-kreditne krize z začetka 90. let 20. stoletja so medtem znašali 7 % ameriškega BDP, stroški krize japonskega bančnega sistema, ki je vplivala na japonsko gospodarstvo skozi celotna 90. leta 20. stoletja, pa 10 % japonskega BDP. Ob tem je zanimiva tudi struktura celotne stimulativne fiskalne pomoči ZDA in primerjava z drugimi državami (Slika 18).

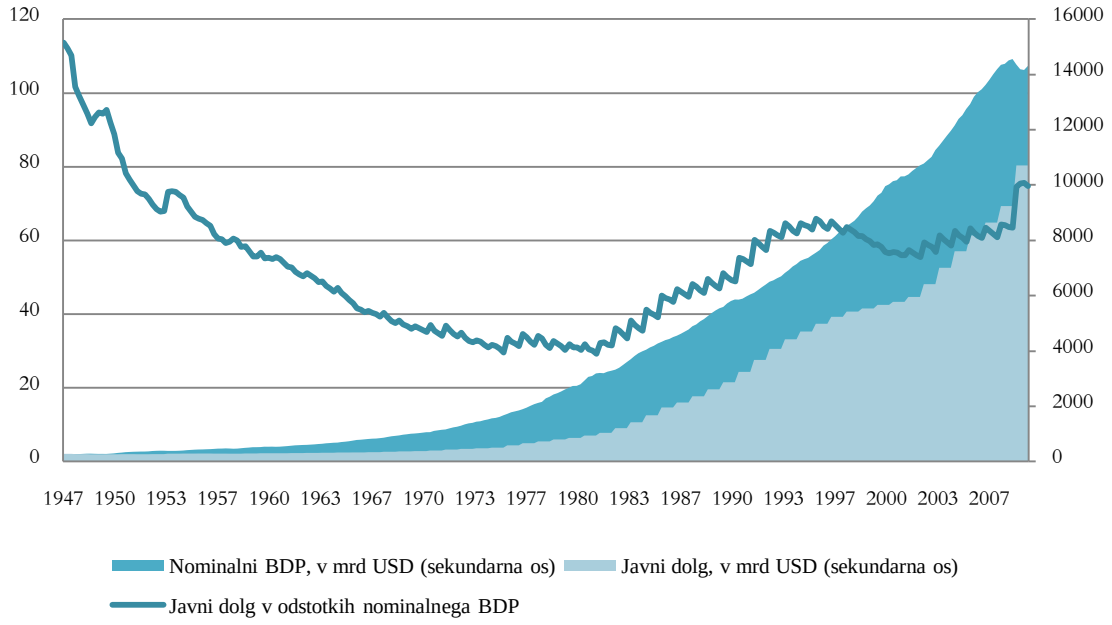
Slika 18: Sestava stimulativne fiskalne pomoči po državah



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 39.

Finančna kriza je občutno poslabšala že sicer slabo fiskalno situacijo ameriške vlade. Dober pokazatelj stanja gospodarstva je razmerje med javnim dolgom in BDP. Za ZDA je javni dolg od druge svetovne vojne dalje v povprečju znašal 45 % BDP, v obdobju kreditne krize pa presegel 65 % BDP (Slika 19).

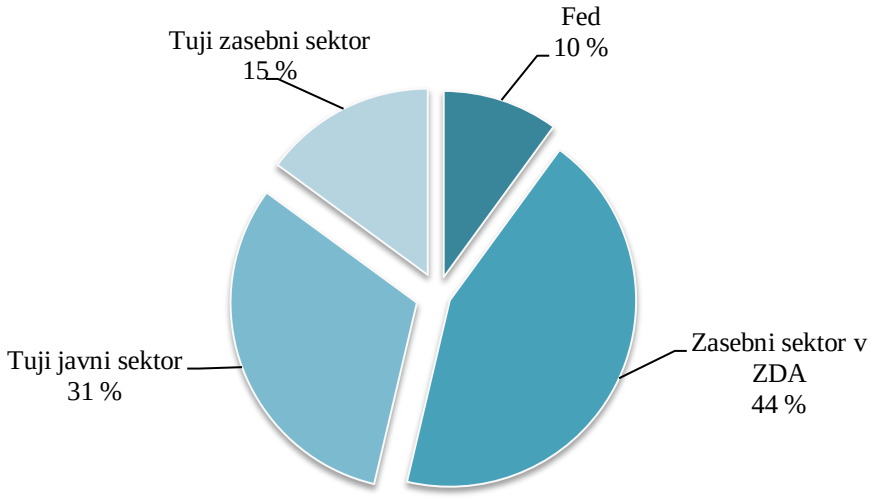
Slika 19: Javni dolg v odstotkih BDP



Vir: Bloomberg, 2010.

Ameriška vlada bo morala spremeniti davčno zakonodajo in zmanjšati obseg potrošnje ali pa bo javni dolg še nadalje naraščal tudi po koncu finančne krize (Slika 20). Dodatno težavo bo predstavljala *baby boom* generacija, ki se bo v naslednjih letih upokojila in hkrati potrebovala večjo zdravstveno oskrbo. Narasli bodo stroški za zdravstvo in socialo, ki je v ZDA urejena s programi Social Security, Medicaid in Medicare. Vlada bo morala zato upoštevati vpliv demografskih sprememb pri oblikovanju proračunov v prihodnjih letih, sicer bo tvegala izgubo zaupanja investitorjev, ki so ravno zaradi zaupanja skozi finančno krizo kupovali ameriške državne vrednostne papirje in tako financirali vladne programe pomoči. Prav tako bo morala v prihodnji letih prodati deleže v finančnih institucijah, ki jih je med finančno krizo kupila. Pomembna bosta tako trenutek kakor postopek prodaje, da tržni udeleženci ne bi narobe razumeli ukrepov.

Slika 20: Lastniška struktura ameriškega javnega dolga (7,6 bilijona USD), september 2009



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 52.

10 SVETOVNA GOSPODARSKA KRIZA

10.1 Padec stopnje varčevanja v ZDA

Ekonomisti so se v preteklosti raje izognili napovedovanju gospodarske krize, ker so bili zaradi negativnih napovedi v strokovni javnosti diskvalificirani. Tako usodo sta pred Veliko depresijo doživela bankir in soustanovitelj Federal Reserve Systema Paul M. Warburg ter statistik Roger Babson (Galbraith, 1994, str. 6–8). Pred začetkom finančne krize je prevladovalo mnenje, da je današnje razumevanje temeljev makroekonomije in

ekonomskih modelov tako dobro, da ne more priti do finančne krize. Kritike razmer na trgih s strani ekonomistov Krugmana, Shillerja in Stiglitza so bile zavrnjene z argumentom nezadostnega razumevanja učinkovitih strukturiranih ekonomskih modelov (Kirman, 2009, str. 2).

Pomembna vzroka kreditne krize sta predvsem stanovanjski balon in porast števila neodplačanih hipotekarnih kreditov. Kreditna kriza je zaostrila razmere na stanovanjskem trgu. Potem ko je obseg izdanih hipotekarnih kreditov prenehal rasti, je padla prodaja stanovanj in se je povečalo število zaplemb. Ker je padlo število novogradenj, so morali prodajalci znižati cene stanovanj, če so jih želeli prodati. Stanovanjski trg je pomemben del gospodarstva in težave na tem trgu so ovirale gospodarsko rast, sledila je recesija.
Pok stanovanjskega balona v ZDA je vplival na vse segmente gospodarstva in povzročil največjo gospodarsko krizo po Veliki depresiji. Od začetka leta 2006 do konca prvega četrtletja leta 2009 je število novogradenj (angl. *housing starts*) padlo za 80 %, prodaja obstoječih domovanj (angl. *existing homes sales*) za 35 % oziroma za 60 %, če ne upoštevamo prodaje zaplenjenih stanovanj, cene stanovanj pa so padle v povprečju za 25 %. Za primerjavo, v času gospodarske krize v začetku 80. let 20. stoletja je število novogradenj padlo za 60 %, prodaja stanovanj pa za 50 %.

Najbolj očitno povezavo med stanovanjskim trgom in gospodarstvom predstavlja gradbeništvo. V obdobju stanovanjskega balona so porasle stanovanjske investicije, vključno z novogradnjami, prenovo in preureditvijo stanovanj. V začetku leta 2006 je vrednost novogradenj kot odstotek BDP dosegla zgodovinsko najvišjo vrednost, le tri leta kasneje je vrednost novogradenj kot odstotek BDP dosegla zgodovinsko najnižjo vrednost. Burns in Mitchel definirata gospodarski cikel kot spreminjanje razmer v celotni gospodarski aktivnosti države, ki je sestavljen iz štirih faz: ekspanzije, recesije, krčenja in oživljanja gospodarstva (Chauvet & Piger, 2007, str. 5). V obdobju recesij je pomemben tudi psihološki dejavnik, tako ekonomski analitiki pogosto v tem obdobju za prihodnja leta napovejo nižjo gospodarsko rast, kakor jo nato dejanski podatki pokažejo (Priloga 3: Slika 9).

Nagel in velik padec števila novogradenj je občutno vplival na ameriško gospodarsko rast. V obdobju stanovanjskega balona so novogradnje prispevale pol odstotne točke k rasti realnega BDP, po poku stanovanjskega balona je bila rast realnega BDP zaradi padca novogradenj nižja kar za eno odstotno točko. Tako je leta 2007 rast realnega BDP v ZDA znašala 2,2 %, vendar bi znašala 3,2 %, če bi obseg novogradenj ostal na enakem nivoju kot leto prej. Padec novogradenj je imel tudi posredne učinke na padec BDP, padlo je namreč povpraševanje in nato proizvodnja surovin. Posledično je porasla brezposelnost.

Nekoliko manj očitno povezavo med stanovanjskim trgom in gospodarstvom predstavljajo proračuni zveznih držav in lokalnih oblasti. Davek na premoženja obsega več kakor dve tretjini davčnih prihodkov lokalnih oblasti, medtem ko so proračuni zveznih držav od

davkov na kapitalske dobičke od prodaje stanovanj. Pok stanovanjskega balona ni nemudoma vplival na padec proračunskih virov zaradi časovnega zamika med ceno stanovanj, obdavčitvijo premoženja in plačilom davkov. Toda težave na stanovanjskem trgu bodo dolgoročno vplivale na oblikovanje proračunov zveznih držav.

Več kot polovica zveznih držav v ZDA je imela v fiskalnem letu 2009 težave pri sestavi proračuna, medtem ko bodo težave v letu 2010 še večje zaradi nadaljnjega zmanjševanja finančnih prihodkov. Finančne rezerve, ki so si jih zvezne države ustvarile v obdobju stanovanjskega balona, so bile skozi finančno krizo izčrpane. Večina zveznih držav ima zakonsko določen uravnan proračun, zato so vlade prisiljene povečati davke, zmanjšati potrošnjo in stroške javnih služb.

Najmanj očitno povezavo med stanovanjskim trgom in gospodarstvom predstavljajo cene stanovanj in njihov vpliv na premoženje lastnikov stanovanj. V obdobju stanovanjskega balona je učinek premoženja vplival na porast osebne potrošnje, po njegovem poku pa je prišlo ravno do nasprotnega učinka. Stanovanje je za povprečno ameriško gospodinjstvo najpomembnejše premoženje in zato padec vrednosti stanovanja močno vpliva na potrošniške odločitve gospodinjstva. Poleg tega so bili krediti veliko manj dostopni, prebivalstvu pa ni preostalo drugega, kakor da zmanjša potrošnjo in poveča varčevanje.

Povprečno premoženje gospodinjstva je spomladi leta 2006, v obdobju stanovanjskega balona, znašalo 75.000 USD. Finančna kriza je povzročila padec cen stanovanj in ob začetku leta 2009 je povprečno premoženje gospodinjstva znašalo le še 45.000 USD. Konsenz finančnih analitikov je, da bodo v obdobju finančne krize cene stanovanj v povprečju padle za 35 %. Povprečni lastnik stanovanja bi imel tako le 40.000 USD premoženja. Že 25 % padec cen stanovanj bi pomenil zmanjšanje premoženja prebivalstva za 5 bilijonov USD. Vendar podatki povprečnega premoženja ne kažejo razpršitve premoženja med prebivalstvom. Na začetku leta 2009 je imelo 8 milijonov ameriških gospodinjstev preko 200.000 USD premoženja, 14 milijonov gospodinjstev pa je imelo večje dolgove od premoženja (Zandi, 2009b, str. 238).

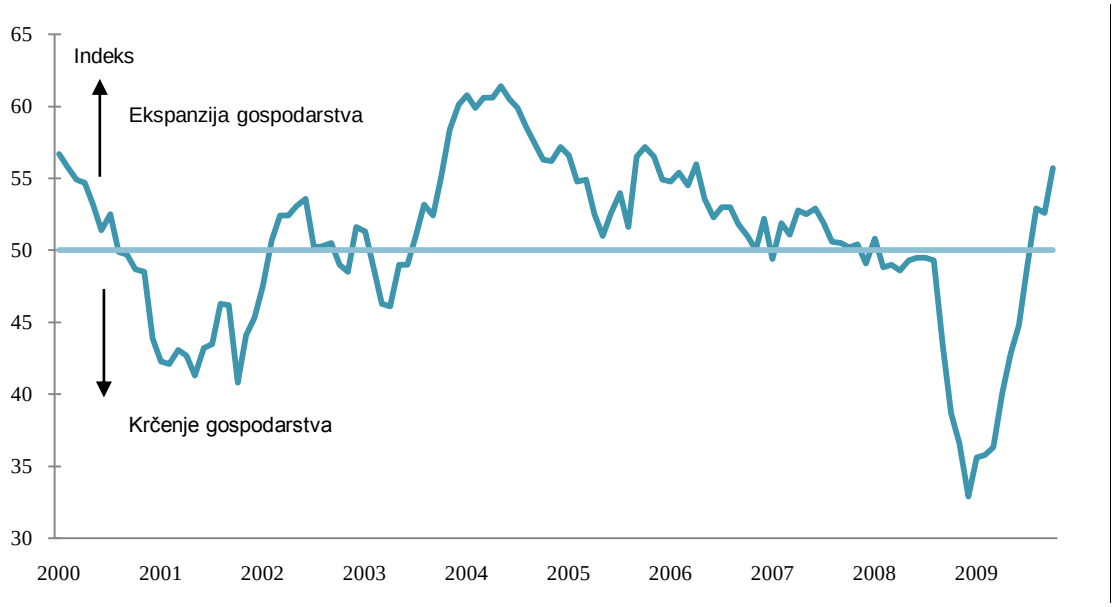
Negativni učinek premoženja na potrošnjo gospodinjstev in celotno gospodarstvo je mogoče analizirati s pomočjo treh kategorij gospodinjstev: najemnikov stanovanj; lastnikov stanovanj nižjega in srednjega dohodkovnega razreda, ki so v obdobju stanovanjskega balona refinancirali hipotekarne kredite ter si izplačevali presežna finančna sredstva; lastnikov stanovanj višjega dohodkovnega razreda, ki v obdobju stanovanjskega balona niso refinancirali svojih hipotekarnih kreditov z namenom, da si izplačajo finančna sredstva. Stopnja varčevanja najemnikov stanovanj je bila blizu nič, naraščala pa je osebna potrošnja (Priloga 3: Slika 10). Rast in padanje cen stanovanj je za najemnike nepomembna in ne vpliva neposredno na njihovo potrošnjo in varčevanje. Med najemnike stanovanj se uvršča približno tretjina ameriškega prebivalstva, medtem ko znaša njihov delež v potrošnji prebivalstva le 10 %.

Za lastnike stanovanj nižjega in srednjega dohodkovnega razreda je gibanje cen stanovanj zelo pomembno in ključno vpliva na njihove finančne odločitve. V obdobju stanovanjskega balona so si agresivno izposojali finančna sredstva in njihova stopnja varčevanja je znašala –10 %, kar pomeni, da so potrošili 10 % več, kot so bili njihovi finančni prilivi. Po poku stanovanjskega balona so morali postati bolj varčni in potrošnjo prilagoditi finančnim prilivom. Posledice te odločitve je občutilo celotno gospodarstvo, katerega rast je bila odvisna tudi od velike potrošnje prebivalstva nižjega in srednjega dohodkovnega razreda. Med lastnike stanovanj nižjega in srednjega dohodkovnega razreda se uvršča približno tretjina ameriškega prebivalstva, medtem ko znaša njihov delež v potrošnji prebivalstva 35 %.

Lastnikom stanovanj višjega dohodkovnega razreda, ki v obdobju stanovanjskega balona niso refinancirali svojih hipotekarnih kreditov z namenom, da si izplačajo finančna sredstva, je gibanje cen stanovanj manj pomembno kakor gibanje delniških indeksov. Stopnja varčevanja te skupine prebivalstva je bila v obdobju stanovanjskega balona enaka nič, vendar predvsem zaradi investiranja v delnice, podobno kot v obdobju borznega balona. Po poku stanovanjskega balona v drugi polovici leta 2007 se je povečala zaskrbljenost lastnikov stanovanj višjega dohodkovnega razreda. Njihovo finančno premoženje se je občutno zmanjšalo in njihova stopnja varčevanja je v začetku leta 2009 porasla na 10 %. Med lastnike stanovanj višjega dohodkovnega razreda se uvršča približno tretjina ameriškega prebivalstva, medtem ko znaša njihov delež v potrošnji prebivalstva 55 %. Njihova odločitev glede potrošnje in varčevanja ima zato velik vpliv na celotno gospodarstvo.

Ekonomski analitiki so sicer opozarjali, da morajo prebivalci ZDA povečati stopnjo varčevanja, vendar ne ravno v obdobju finančne krize. Gospodarstvo se ni uspelo prilagoditi občutnemu povečanju stopnje varčevanja in posledično manjši potrošnji v kratkem obdobju. Občuten padec povpraševanja potrošnikov je vplival na odpuščanje delavcev in zmanjšanje investicij s strani podjetij, kar je povzročilo recesijo ameriškega gospodarstva (Slika 21).

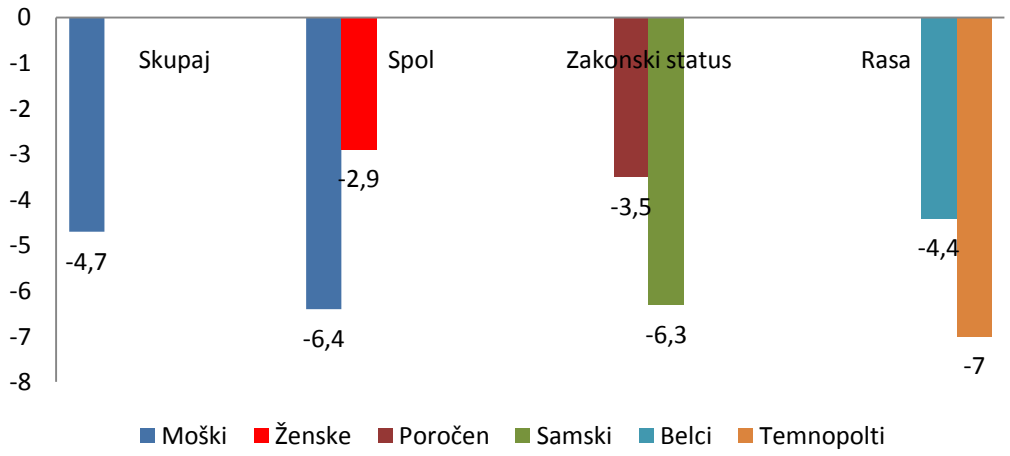
Slika 21: Indeks ISM v proizvodnem sektorju ZDA



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 52.

Vpliv recesije je bil po demografskih skupinah različen. Razlog za večji porast brezposelnosti med moško populacijo v tem času je v različno močnem vplivu recesije po gospodarskih panogah. Moška delovna sila namreč prevladuje v proizvodnem in gradbenem sektorju, ki sta bila takrat najbolj prizadeta. Po drugi strani ženska delovna sila prevladuje v defenzivnih sektorjih, kot sta zdravstvo in izobraževanje. Tako je 76 % vseh izgubljenih delovnih mest v neagrarnem sektorju zasedala moška populacija, čeprav so številčno le minimalno prevladovali pred žensko populacijo, in sicer z 51 %. Poleg tega je brezposelnost bolj porasla pri samskem in temnopoltem prebivalstvu (Slika 22).

Slika 22: Zmanjšanje zaposlenosti po demografskih skupinah (Q4/2007-Q3/2009, v %)



Vir: K. M. Engemann & H. J. Wall, The Effects of Recessions Across Demographic Groups, 2009, str 28.

Približno polovica izgubljenih delovnih mest se je zgodila v rudarskem sektorju, gradbeništvu in proizvodnji, medtem ko se je število delovnih mest v izobraževanju in na

področju zdravstvenih storitev povečalo za 768.000, v javni upravi pa za 115.000 delovnih mest. Pri analizi so upoštevani podatki med zadnjim četrtletjem leta 2007 in tretjim četrtletjem leta 2009, ko je brezposelnost v ZDA porasla s 4,8 % na 9,6 %, v neagrarnem sektorju pa je delo izgubilo 6,8 milijonov prebivalcev.

10.2 Padec vrednosti USD ter porast cen nafte in zlata

Do leta 1914 je bila center finančne moči Velika Britanija, ZDA pa so izkoristile izbruh prve svetovne vojne. Ključno vlogo pri krepitvi zaupanja v USD je imel tedanji ameriški finančni minister William G. McAdoo (Silber, 2007, str. 1). Od takrat med tržnimi udeleženci velja prepričanje, da je USD najvarnejša valuta. Finančna kriza ameriškega gospodarstva ne bi prizadela v takem obsegu, če ne bi padla vrednost USD proti vsem pomembnejšim svetovnim valutam (Priloga 3: Slika 11). Kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov in padanje vrednosti USD sta bili v pozitivni korelaciji. Pok stanovanjskega balona se je namreč zgodil v ZDA v času, ko so bile finančne in gospodarske razmere v drugih državah še bistveno boljše kakor v ZDA. Investitorji, ki so pred finančno krizo agresivno kupovali ameriške finančne instrumente, so po nastopu krize te instrumente agresivno prodajali. V začetku leta 2008 je bila vrednost USD proti košarici valut najpomembnejših zunanjetrgovinskih parterjev 25 % nižja od zgodovinsko najvišje vrednosti USD.

Predsednik Feda Bernanke je izjavil, da je Fed natančno spremljal dogajanja na deviznem trgu skozi finančno krizo in da gibanje vrednosti USD zelo verjetno ne bo imelo večjega vpliva na odločitve glede izvajanja denarne politike. Padanje vrednosti USD med junijem in novembrom 2009 naj bila le korekcija valutnih razmerij na deviznem trgu (Moran, 2009, str. 2).

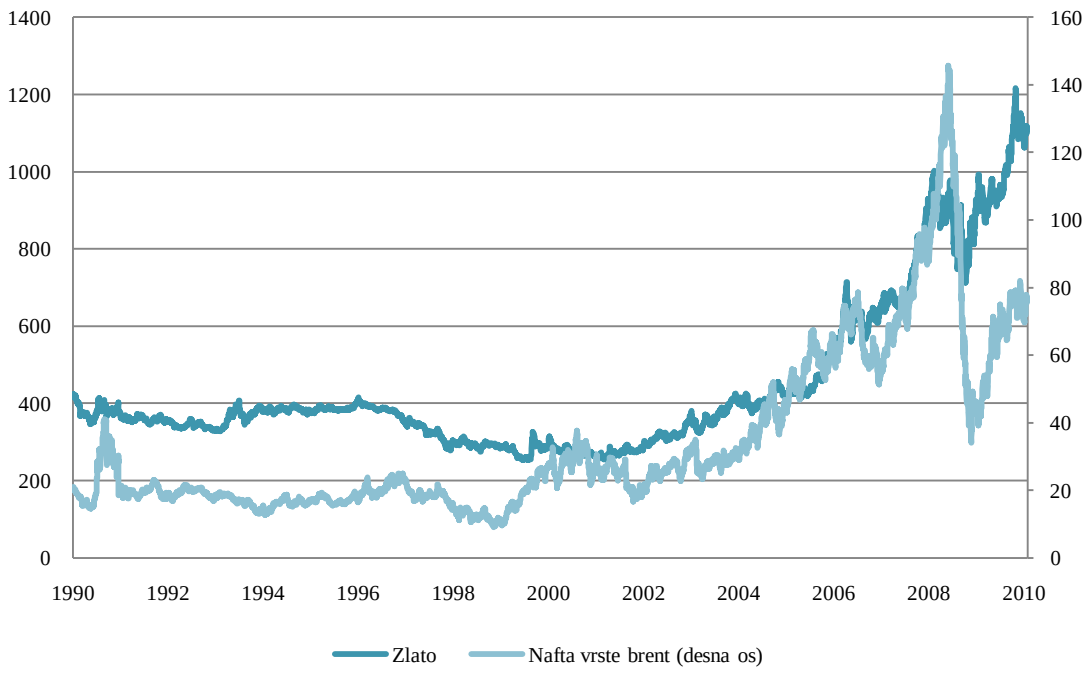
Šibka vrednost USD je imela z vidika ameriškega gospodarstva tudi svoje prednosti. Ko se je v ZDA pričela finančna kriza, so mnoge države še vedno ustvarjale visoko gospodarsko rast, ki je skupaj s šibko vrednostjo USD vplivala na zmanjšanje ameriškega trgovinskega deficita. Neravnovesje med ameriškim uvozom in izvozom se je začelo občutneje povečevati proti koncu leta 2005 in do začetka leta 2008 se je realni trgovinski deficit zmanjšal za četrtino. Izvoz ameriških poljedelskih pridelkov in proizvodov je porasel v Azijo, Južno Ameriko in Evropo. Po mnogih letih je mednarodna trgovina postala vir ameriške gospodarske rasti.

Toda padec vrednosti USD je imel v obdobju finančne krize več negativnih kakor pozitivnih učinkov. Šibka vrednost USD je prispevala k povečanju cen surovin, predvsem nafte in zlata (Slika 23). Z večino surovin se trguje v USD in s padcem vrednosti USD je morala porasti cena surovin v USD, da je bilo ohranjeno ravnotežje med povpraševanjem in ponudbo. V primeru šibkega USD in nespremenjene cene surovin bi se povpraševanje po surovinah po svetu občutno povečalo in povzročilo neravnotežje med povpraševanjem

in ponudbo. Cena nafte je tako poskočila od sredine leta 2006 do sredine leta 2008 za 100 %, medtem ko je cena zlata v istem obdobju porasla za 60 %.

Predvidevam, da na rast cen surovin ni vplival le padec vrednosti USD, temveč tudi negotovost investitorjev glede primerne finančne investicije. Nepremičnine niso bile več atraktivne, obveznice so prinašale nizke donosnosti, medtem ko je bilo investiranje v delnice preveč tvegano. Negativne novice na finančnih trgih so vplivale na finančne odločitve investitorjev, ki so se vedno bolj odločali za varnost in zato investirali v ameriške državne vrednostne papirje ter surovine. Nekateri investitorji so trdili, da se cene surovin gibajo v negativni korelaciji do cen ostalih finančnih sredstev in da bodo z nakupom surovin diverzificirali svoj portfelj premoženja. Špekulanti so na podlagi historičnih podatkov špekulirali, da bodo cene surovin tudi naprej rasle. Tako so povečali verjetnost nastanka surovinskega balona.

Slika 23: Ceni nafte in zlata (v USD)



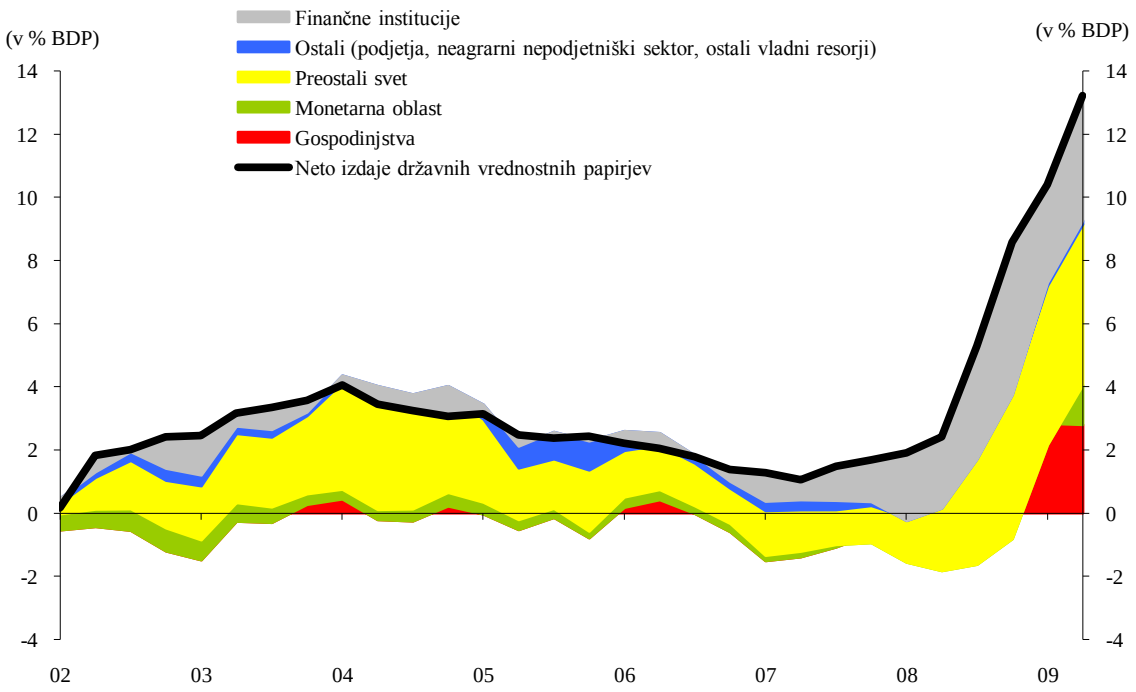
Vir: Bloomberg, 2010.

Rast cen nafte in ostalih surovin je povzročalo velike težave ameriškemu gospodarstvu. Porast cene nafte le za en cent namreč poveča stroške prevoza v ZDA za več kot 1 milijardo USD. Del finančnega stimulativnega paketa ameriške vlade je bila davčna olajšava v višini 100 milijard USD, vendar so jo Američani porabili predvsem za nakup dražjih naftnih derivatov. Ministrstvo za finance je na finančnih trgih prodalo državne vrednostne papirje, s pridobljenimi finančnimi sredstvi je financiralo davčne olajšave, te pa so bile porabljene za nakup nafte s strani držav, ki so kupovale ameriške državne

vrednostne papirje (Slika 24). Tako so države izvoznice nafte financirale nakup svoje lastne nafte.

Poleg cene nafte je občutno porasla tudi cena hrane. Razlogi so bili dražji prevozni stroški, nizka vrednost USD in porast svetovnega povpraševanja po ameriških poljedelskih pridelkih. Hkrati so se v ZDA zvišale cene uvoženih proizvodov, celo proizvodov iz Kitajske, ki so v preteklih letih padale. Na finančnih trgih so se vzpostavile ravno obratne razmere kakor proti koncu 90. let 20. stoletja, ko so se zaradi azijske finančne krize investitorji selili na ameriške trge. Leta 2007 so namreč zaradi kreditne krize investitorji pričeli prodajati ameriške finančne instrumente in se seliti na druge trge. Vrednost USD je padla, hkrati so porasle cene uvoženih proizvodov. Nenaklonjenost tveganju se je še povečala in sledila je recesija ameriškega gospodarstva.

Slika 24: Neto nakupi ameriških državnih vrednostnih papirjev



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 50.

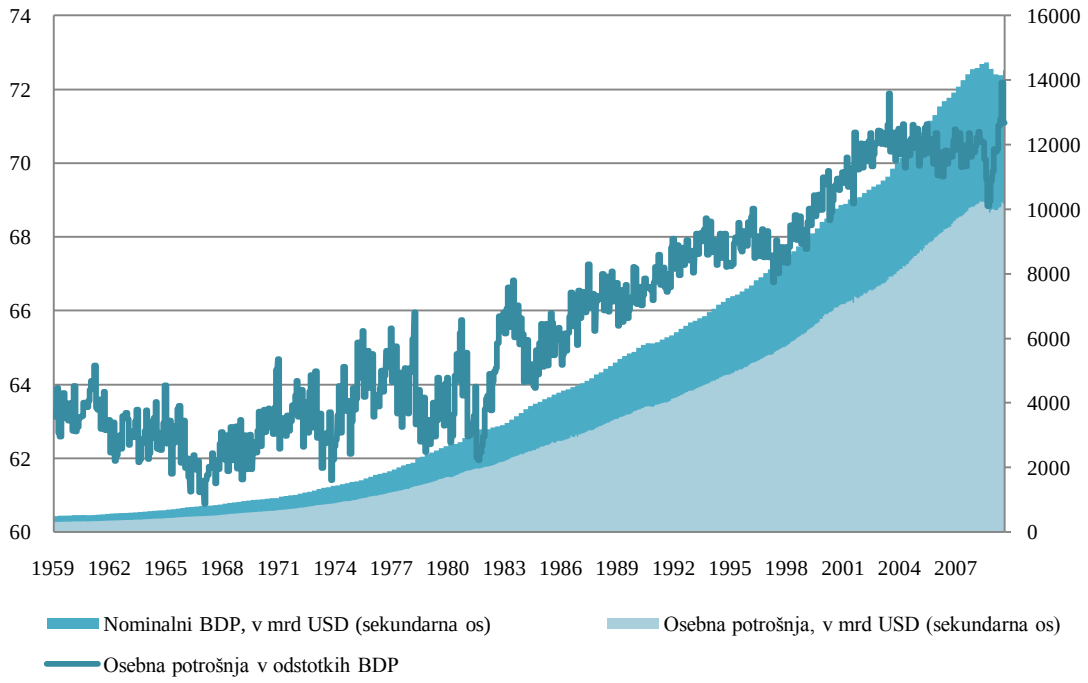
10.3 Padec vrednosti premoženja gospodinjstev

Padec ameriške gospodarske rasti ni edina posledica krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Prebivalci ZDA bodo morali potrošnjo prilagoditi svojim

prihodkom. V prihodnje bodo kreditne linije pod strožjim nadzorom regulatornih organov, prav tako pa ZDA izgubljajo dominantno vlogo v svetovnem gospodarstvu.

Osebna potrošnja, izražena v odstotkih BDP, je rasla od začetka 80. let 20. stoletja. Leta 1980 je tako osebna potrošnja znašala 62 % BDP, na tem nivoju pa se je gibala vse od konca druge svetovne vojne. Do leta 1990 je zrasla na 66 % BDP, ob začetku 21. stoletja pa je presegla 70 % BDP (Slika 25). Hkrati je v tem obdobju občutno padla stopnja varčevanja. Osebna potrošnja v odstotkih BDP je v zadnjih 3 desetletjih porasla, ob tem pa je bila potrošnja gospodinjstev višja kot njihovi osebni prihodki.

Slika 25: Osebna potrošnja v odstotkih BDP



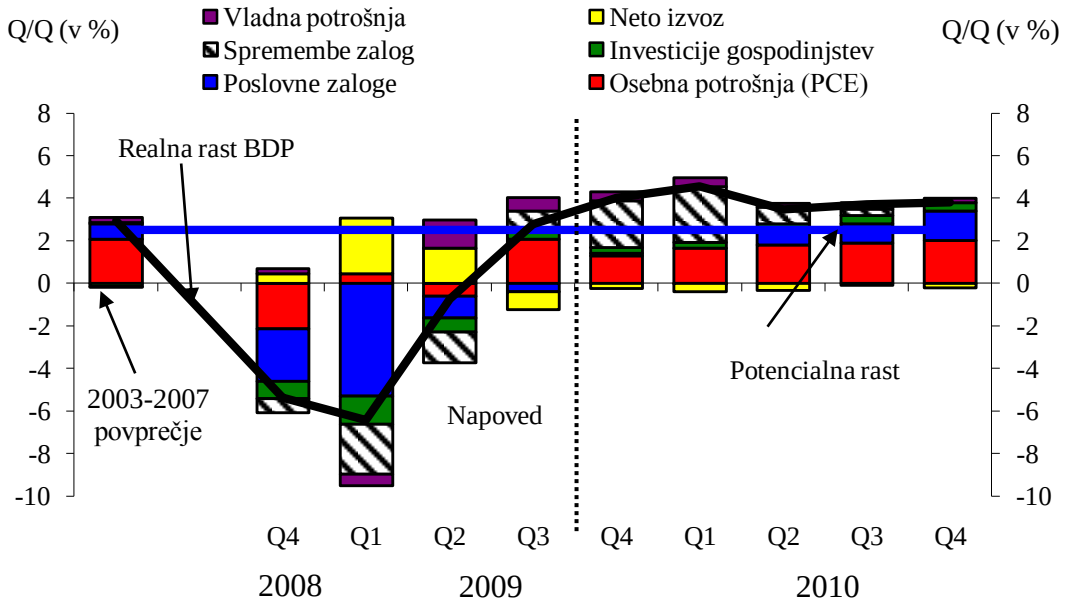
Vir: Bloomberg, 2010.

Rásti osebne potrošnje, ki hkrati občutno vpliva na stopnjo rasti BDP (Slika 26), so v zadnjih 3 desetletjih podporo nudili zmanjševanje stopnje inflacije in posledično nizke obrestne mere. Na začetku 80. let 20. stoletja je bilo v ZDA obdobje stagflacije, za katero so značilne visoka inflacija, visoka brezposelnost in visoke obrestne mere. Po iranski revoluciji leta 1979 se je cena nafte močno povečala in povzročila zvišanje cen proizvodov, posledično so porasle plače, te pa so povzročile ponoven porast cen proizvodov.

V začetku 80. let 20. stoletja so stopnja inflacije v ZDA in donosnosti 10-letnih državnih vrednostnih papirjev znašale približno 15 %. V obdobju stanovanjskega balona se je stopnja inflacije v ZDA gibala okoli 0,5 %, ameriška denarna politika je bila stabilna, Fed funds obrestna mera je od začetka leta 2001 do sredine leta 2003 padla s 6,5 % na 1,0 %.

Cena nafte je šele v drugi polovici leta 2004 zrasla preko 40 USD za sodček vrste brent in vse do druge polovice leta 2007 ni presegla nivoja 80 USD. V tem obdobju je realna rast BDP na Kitajskem strmo rasla in se gibala med 8 % in 13 %.

Slika 26: Sestava stopnje rasti BDP



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 4.

Navedene razmere so spodbudile občutno rast cen delnic, obveznic in nepremičnin. Pri določanju cen finančnih sredstev ima pomembno vlogo višina obrestne mere. Ta vpliva na sedanjo vrednost bodočih ekonomskih koristi, ki jih prinašajo finančna sredstva. Pri delnicah so bodoče ekonomske koristi kapitalski dobički in dividende, ki jih bodo prinašale delnice; pri stanovanjih so za lastnike, ki stanovanja oddajajo, to prejete najemnine, in za lastnike, ki bivajo v stanovanjih, so to ugodnosti bivanja v njih. S padcem obrestnih mer se poveča sedanja vrednost bodočih ekonomskih koristi in s tem tudi cena finančnih sredstev. Pri nižjih obrestnih merah bodo cene finančnih sredstev relativno porasle glede na bodoče ekonomske koristi teh sredstev, s tem se bo povečal tudi multiplikator čistega dobička. Od leta 1980 do leta 2005 je donosnost 10-letnih ameriških državnih vrednostnih papirjev padla s 15 % na manj kakor 5 %, zato so močno porasle cene teh vrednostnih papirjev. Prav tako se je s 3,5 na 5 zvišal multiplikator čistega dobička za ameriško gospodarstvo, izračunan kot vrednost finančnih sredstev gospodinjstev glede na BDP ZDA.

Multiplikator čistega dobička delniškega indeksa S&P 500 se je med letoma 1980 in 2008 povečal z nekoliko manj kot 10 na skoraj 20. Cene delnic na ameriških borzah so v tem obdobju na letni ravni porasle v povprečju 10 %, kljub vmesnim obdobjem finančnih kriz, ko so cene delnic padle. Tudi cene stanovanj v ZDA so se v tem obdobju zvišale, in sicer

na letni ravni v povprečju 5 %. Multiplikator čistega dobička pa se je med letoma 1980 in 2008 povečal z 10 na 20, kljub padcu cen stanovanj od leta 2005 naprej.

Finančne koristi od rasti cen finančnega premoženja so se odrazile predvsem v višjih osebnih dohodkih gospodinjstev. Toda podatki ne odražajo jasno razmer na področju osebnih dohodkov. Glede na rezultate Fedove triletne raziskave Survey of Consumer Finance je 20 % gospodinjstev z najvišjim osebnim dohodkom neto premoženje med letoma 1989 in 2007 zraslo za 65 % do 70 % oziroma mediana premoženja gospodinjstev je porasla s 425.000 USD na 750.000 USD. Sorazmerno je padlo finančno premoženje preostalih 80 % gospodinjstev, in sicer s 35 % na 30 % (Tabela 7). Mediana premoženja teh gospodinjstev je skozi to obdobje ostala skoraj nespremenjena in je znašala 50.000 USD.

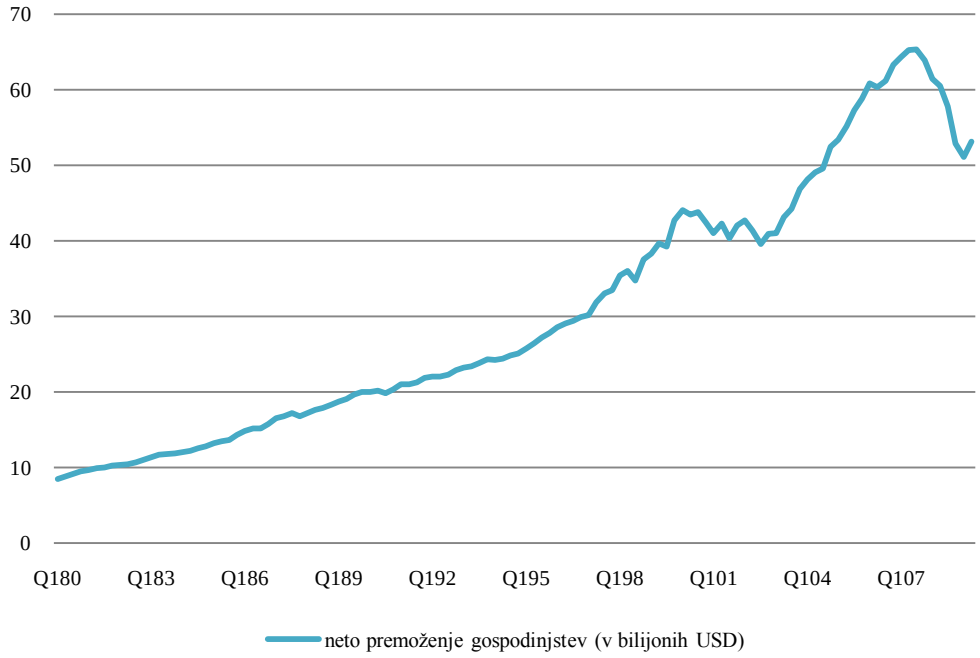
Tabela 7: Odstotek celotnega neto premoženja ameriških gospodinjstev glede na višino osebnega dohodka

	Odstotek celotnega premoženja gospodinjstev		**Odstotek celotnih dolgov gospodinjstev**	
	1989	2007	1989	2007
Odstotek gospodinjstev glede na višino osebnega dohodka				
0–20	2,6	3,8	1,1	2,71
20–40	7,2	4,8	5,2	5,62
40–60	10,8	7,6	12,0	14,39
60–80	14,4	13,4	26,9	26,59
80–100	64,9	70,4	54,8	50,69

Vir: Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 245.

V obdobju stanovanjskega balona so bili premožnejši prebivalci ZDA prepričani, da so finančno preskrbljeni oziroma bodo preskrbljeni v bližnji prihodnosti, če bodo cene njihovih finančnih sredstev rasle hitro, kot so v zadnjih letih. Po poku stanovanjskega balona so prebivalci spoznali, da cene finančnega premoženja ne bodo vedno rasle hitreje kot finančne koristi, ki jih bo v prihodnosti prinašalo to premoženje (Slika 27). Obrestne mere so namreč padle na rekordno nizke nivoje in tržni analitiki so sklepali, da bodo cene finančnega premoženja naraščale skladno s finančnimi koristmi, ki ga prinašajo. Rast naj bi bila podobna rasti BDP. Multiplikator čistega dobička torej ne bo nadaljeval z rastjo in zato bodo morala varčevati tudi gospodinjstva z višjim osebnim dohodkom.

Slika 27: Neto premoženje gospodinjstev (v bilijonih USD)



Vir: Reuters, 2010.

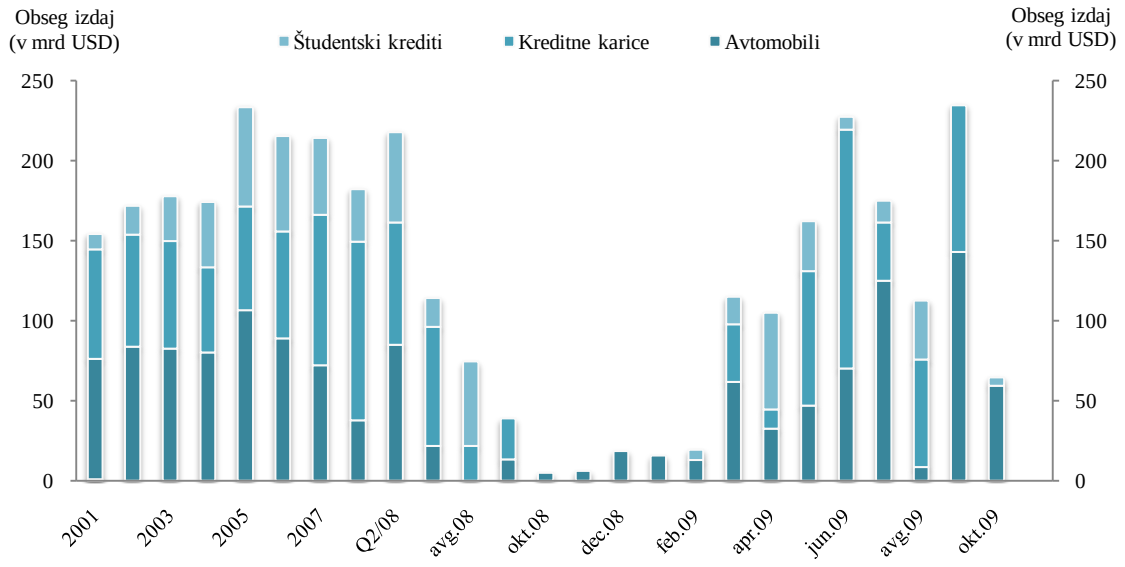
10.4 Umirjanje razmer na trgih

Prepričan sem, da bodo po zadnji finančni krizi finančni analitiki nedvomno pogosteje opozarjali na zaostrene razmere na trgih. Buffet je na kritike finančnih analitikov, da je v času finančne krize prihodnost postala nejasna, izjavil, da je bila prihodnost vedno nejasna. Tudi pred finančno krizo nismo vedeli, kaj se bo zgodilo, le mislili smo, da vemo (Grice, 2009b, str. 3).

Na začetku leta 2008 so cene delnic pričele strmo padati. Povečani nenaklonjenosti tveganju je sledilo zniževanje Fed funds obrestne mere, ki naj bi rezultiralo v izboljšanih pogojih kreditiranja. Turner ob tem opozarja, da bi do znižanja Fed funds obrestne mere moralo priti že ob prvih znakih težav na stanovanjskem trgu, saj bi se s tem izognili mnogim finančnim težavam kreditodajalcev (2008, str. 95). Pozitiven je predvsem ponoven porast obsega listinjenja od drugega četrtletja leta 2009 dalje (Slika 28).

Ameriški finančni sistem se še vedno nahaja v negotovem stanju, ponovitev finančne krize pa bi nedvomno vodila do zaostrenih razmer v celotnem gospodarstvu. Balz (2009, str. 5) pričakuje, da bo sredi leta 2010 FOMC pričel dvigovati Fed funds obrestno mero. Meni namreč, da bo v drugem četrtletju leta 2010 brezposelnost padla, stopnja varčevanja naj bi dosegla 6 %, hkrati pa naj bi se razmere v finančnem sektorju stabilizirale. Vendar februarski padec indeksa potrošniškega zaupanja s 56,5 (januar 2010) na 46 še vedno kaže na negotovost tržnih udeležencev (Balz, 2010, str. 1).

Slika 28: Obseg listinjenja ponovno raste



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 31.

Markowska in Gallagher (2009) sta na osnovi objav zadnjih podatkov o BDP, dobičkih in stopnji inflacije pričakovala zmanjšanje stopnje brezposelnosti v ZDA že v prvem četrtletju leta 2010. Tako naj bi prišlo hitreje do zmanjšanja stopnje brezposelnosti, kot po recesijah v letih 1990-1991 in 2001.

11 IZHODNA STRATEGIJA OB KONCU FINANČNE KRIZE

11.1 Potrebne spremembe po finančni krizi

Ohmae trdi, da ukrepi ameriške vlade in Feda ob začetku kreditne krize niso bili uspešni, saj so bili nesistemski, osredotočili so se na odpravo nesolventnosti in ne nelikvidnosti, zneski intervencij pa so bili premajhni (Štiblar, 2008, str. 117). Finančna kriza je dosegla vrh ob koncu leta 2008, ko se je iztekal tudi mandat predsednika Busha, ki ga je januarja 2009 nasledil Obama. Zavedam se, da je imela ameriška vlada v času krize omejene možnosti za spreminjanje zakonodaje in urejanje razmer na področju finančne regulative. Prioritetna naloga je bilo namreč sprotno in dosledno reševanje tekočih kriznih razmer. Vendar bo ameriška vlada morala po zmanjšanju negotovosti tržnih udeležencev in koncu finančne krize sprejeti potrebne regulatorne spremembe z namenom preprečitve podobne finančne krize v prihodnosti. Minsky (2008b, 219) meni, da na gospodarske spremembe vpliva spreminjanje finančne prakse in strukture finančnih obvez.

Ekonomist Mark Zandi (2009b, str. 258) je predstavil potrebne ukrepe, ki bi jih morala po mojem mnenju ameriška vlada sprejeti in tako zmanjšati verjetnost ponovitve podobne finančne krize v prihodnosti. V času krize se je že nekoliko spremenila zakonodaja, ki jo morajo finančne institucije upoštevati, preden odobrijo kredit. Tako morajo preveriti sposobnost poplačila kredita ter prihodke in premoženje kreditojemalca. Fed je prepovedal provizije za predčasno poplačilo kredita, če lastnik stanovanja refinancira svoj kredit v 60 dneh po spremembi prilagodljive obrestne mere. Poleg tega morajo kreditojemalci odpreti posebne bančne račune za plačila davkov in zavarovanj. Nova zakonodaja se nanaša na vse finančne institucije, ki odobravajo hipotekarne kredite. Posledično se je Fedova avtoriteta le še okrepila.

11.1.1 Računovodsko pravilo vrednotenja po tržnih cenah

Vzrok preteklih finančnih kriz so bila pogosto ohlapna računovodska pravila. K razvoju zadnje finančne krize pa so veliko prispevala ravno preveč stroga računovodska pravila dnevnega vrednotenja po tržnih cenah. Ta pravila bi morala biti po mnenju Zandija (2009b, str. 258) v prihodnosti spremenjena, v sedanji obliki predstavljajo namreč prevelik pritisk za finančne institucije, ki morajo nenehno prilagajati bilančno vrednost svojih finančnih sredstev trenutni tržni vrednosti. Tako se finančne institucije nemudoma soočijo s finančnimi težavami zaradi padca tržne vrednosti njihovih finančnih sredstev. Težave nastopijo v primeru, da cene finančnih sredstev na trgu ni mogoče dobiti ali pa tržna cena odraža trenutno veliko zaskrbljenost tržnih udeležencev. V času krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov je bilo tako trgovanje z MBS določeno obdobje nemogoče. Ker na trgih ni bilo povpraševanja, je cena vrednostnih papirjev občutno padla.

Padec cen MBS odraža krizo na stanovanjskem in hipotekarnem trgu, vendar padec cen kaže tudi povečano negotovost in nenaklonjenost tveganju tržnih udeležencev. Cene vrednostnih papirjev bodo sicer v prihodnosti porasle, a bodo pred tem finančne institucije morale njihovo bilančno vrednost uskladiti s tržno in jo zato znižati. Skozi sedanjo finančno krizo so bili odpisi slabih naložb in znižanja vrednosti tako veliki, da so močno vplivali na zmanjšanje kapitala ter ogrozili obstoj mnogih finančnih institucij.

Z namenom preprečitve ponovitve podobne finančne krize v prihodnosti je potrebno pravilo dnevnega vrednotenja po tržnih cenah nekoliko spremeniti. To velja predvsem za vrednostne papirje, ki jih finančne institucije ne nameravajo prodati, temveč jih želijo držati v svojem portfelju do dospetja (angl. *hold to maturity*). Ni namreč smiselno, da se ti vrednostni papirji dnevno vrednotijo po tržnih cenah, če jih finančne institucije nikoli ne nameravajo prodati in hkrati nadzorne institucije ocenjujejo, da jih finančnih institucijam ne bo potrebno prodati. Racionalno bi bilo, da finančne institucije pri vrednotenju vrednostnih papirjev upoštevajo verjetnost potencialne izgube vrednosti, toda ni smiselno, da se za vrednotenje uporablja dnevna tržna cena. V primeru, da do modifikacije

računovodskega pravila ne bo prišlo, se FHLB lahko kmalu znajde v solventnostnih težavah.

11.1.2 Ponovna določitev pravila zgornjega nivoja

Skozi sedanjo finančno krizo so delnice finančnih institucij občutno izgubile na vrednosti. Del padca vrednosti je mogoče upravičiti s težavami, ki so jih s svojim poslovanjem povzročile v finančnem sektorju in širše v celotnem svetovnem gospodarstvu. Kljub temu obstaja verjetnost, da so del vrednosti izgubili zaradi nekritih prodaj s strani špekulantov, ki so si na promptnem trgu delnice izposodili in jih terminsko prodali v prepričanju, da jih bodo lahko v prihodnosti kupili po nižji ceni.

S ponovno določitvijo pravila zgornje meje bi bilo mogoče zmanjšati obseg špekulativnih prodaj po nižjih cenah od trenutne tržne cene. Pravilo zgornje meje bi namreč določalo, da bi bilo delnice na terminskem trgu mogoče prodati le po trenutni tržni ceni ali višje, ne pa nižje. To pravilo je bili v veljavi od Velike depresije, ko ga je vpeljal prvi predsednik SEC Joseph Kennedy, in vse do srede leta 2007, ko se je pričela sedanja finančna kriza. Edina pomanjkljivost ponovne vpeljave pravila zgornje meje je nevarnost, da bi obseg transakcij in posledično likvidnost na trgih padli. To bi otežilo določitev prave tržne vrednosti delnic.

11.1.3 Povečanje obsega podatkov

Pomanjkanje pravočasnih in točnih informacij je omejevalo zmožnost hitrega odziva vladne politike na finančni šok na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov. Podatke o neodplačevanju hipotekarnih kreditov so posredovali predvsem zasebni viri, kar je regulatornim organom močno otežilo analizo trenutnega stanja na finančnih trgih in s tem napoved finančne krize. Vladne agencije namreč niso spremljale števila neodplačanih hipotekarnih kreditov, informacije s strani zasebnih virov pa so bile omejene. Ob tem Taleb (2008, str. 161–162) opozarja, da je pri ekonomskih napovedih poleg natančnosti in časovnega horizonta napovedi pomembno predvsem nerazumevanje komponente verjetnosti pri spremenljivkah, ki jih napovedujemo.

Pravno podlago za povečanje obsega podatkov s strani ameriške vlade nudi HMDA, ki predvideva, da bo izdajatelj hipotekarnega kredita posredoval informacije o zahtevkih in odobritvah kreditov (informacije o kreditodajalcu, lokaciji, osebnih prihodkih in etnični pripadnosti kreditojemalca; prednostni pravici do zaplembe premoženja v primeru neplačevanja kreditnih obveznosti; namenu kredita; znesku in obrestni meri kredita).

Obseg poročanih informacij o hipotekarnih kreditih je treba povečati, tako da bodo poročali potrebne informacije tudi kreditodajalci, ki v skladu s HMDA nekatere informacije že posredujejo. Kreditodajalci bi morali poročati informacije o zaostankih pri odplačevanju kreditov, številu neodplačanih kreditov ter finančnih težavah določenih

skupin kreditodajalcev in oblikah kreditov. Poleg tega bi moralo biti poročanje bolj pogosto, podatki pa objavljeni hitreje. Trenutno se poroča na letni ravni, podatki za tekoče leto pa so objavljeni šele jeseni naslednjega leta. S pogostejšim in ažurnejšim objavljanjem podatkov bi bilo mogoče težave s kreditiranjem odkriti hitreje ter zato tudi izbrati kvalitetnejše odločitve.

11.1.4 Reforma procesa zaplembe stanovanja

Trenutno veljavna zakonodaja s področja zaplembe stanovanj v ZDA je kompleksna, nepregledna in se občutno razlikuje po posameznih zveznih državah. Proces zaplembe stanovanja sestoji iz treh korakov. Največ šest mesecev po prenehanju odplačevanja kredita je kreditojemalec definiran kot nezmožen odplačila kredita, sledi zaplemba stanovanja in avkcija. V zadnjem koraku banka proda stanovanje novemu lastniku. Povprečen čas procesa zaplembe stanovanja se po zveznih državah razlikuje, od 7 mesecev v Virginiji do 20 mesecev v New York Cityju.

Zvezna vlada bi morala poenotiti zakonodajo na področju zaplemb stanovanj, podobno kakor je leta 2005 to storila na področju stečajnega postopka. Posledično bi se zmanjšali stroški samega postopka, ki bi bil tudi bolj pravičen do kreditojemalcev in kreditodajalcev. Poleg tega bi enotna zvezna zakonodaja omogočala tudi dostop do ažurnih informacij in podatkov.

Čas trajanja procesa zaplembe stanovanja bi bilo potrebno standardizirati na zvezni ravni. Smiseln časovni rok med prenehanjem plačevanja hipotekarnega kredita in izvedbo avkcije je eno leto, kolikor trenutno znaša povprečno obdobje v ZDA. Leto dni bi tako imeli kreditojemalci v težavah časa, da se s kreditodajalci dogovorijo glede prestrukturiranja ali odložitve odplačila kredita. Kreditodajalci bi lahko v razumnem roku zaključili proces zaplembe stanovanja v primeru, da kreditojemalci ne bi bili sposobni ali ne bi želeli izpolniti svojih finančnih obveznosti. Prav tako bi bilo z zvezno zakonodajo potrebno prepovedati strogo zakonodajo s področja zaplembe stanovanj, ki velja v zveznih državah regije New England. Zaradi sodnih zamud in pomanjkanja števila sodnikov bi bilo po mnenju Zandija (2009b, str. 262) potrebno preferirati izvensodno obliko procesa zaplembe stanovanja.

11.1.5 Povečanje finančne pismenosti

Finančna nepismenost je eden od ključnih razlogov za nastanek krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov v ZDA. Tržni udeleženci so tako pred kreditno krizo kupovali draga stanovanja s pomočjo najemanja kreditov po prilagodljivi obrestni meri in špekulirali, da bodo lahko stanovanja kmalu prodali z dobičkom ali refinancirali kredit pred spremembo odplačilnih pogojev. Ankete Feda, ki so bile narejene pred začetkom krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov, so pokazale, da skoraj polovica

kreditojemalcev z nizkimi osebnimi dohodki ni poznala osnovnih značilnosti njihovih kreditnih pogodb. Prepričani so bili namreč, da je odgovornost finančnih posrednikov, da jim ponudijo zanje primerno strukturo hipotekarnega kredita.

Nizka finančna pismenost je bila pred dvajsetimi leti manj pomembna, saj je bilo na finančnih trgih na voljo bistveno manj visoko tveganih finančnih produktov. V času stanovanjskega balona pa so bile na voljo strukture hipotekarnih kreditov, katerih izračun bodočih odplačil je predstavljal težavo tudi za finančnike. Del rešitve za večjo finančno pismenosti bi bila vpeljava obveznega srednješolskega izobraževanja s področja osebnih financ.

11.1.6 Potencialni nastanek novega balona v gospodarstvu

Do konca 20. stoletja je veljalo konvencionalno prepričanje, da Fedu ni potrebno posvečati pozornosti nastanku balonov v gospodarstvu in da lahko izvaja denarno politiko ne glede na gibanje cen investicij (delnic, nepremičnin). Prav tako naj ne bi bilo mogoče vnaprej identificirati investicijskih balonov. Tako je obveljalo mnenje, da se mora Fed posvečati obvladovanju inflacije in realnemu gospodarstvu. V primeru, da pride do nastanka balona, pa naj bila naloga Feda stabilizacija razmer po koncu krize ter minimiziranje gospodarske škode.

Borzni balon leta 2000 in sedanji stanovanjski balon pa sta od Feda zahtevala občutno znižanje Fed funds obrestne mere, pri čemer so bile posledice tako za finančne trge kot za realno gospodarstvo negotove. Občutno znižanje Fed funds obrestne mere zaradi borznega balona je namreč kasneje prispevalo k nastanku stanovanjskega balona. Znižanje Fed funds obrestne mere na rekordno nizko vrednost bi potencialno lahko vplivalo na nastanek balona na trgu surovin, predvsem nafte. Ignoriranje pomena balonov tako prispeva k njihovemu nastanku.

Stabiliziranje razmer ob koncu krize je za Fed zahtevna naloga. Finančni sistem je ključna vez med denarno politiko in gospodarstvom, zato trpi posledice v primeru težav gospodarstva. Zniževaje Fed funds obrestne mere tako ne more umiriti težav v gospodarstvu, če posledično ne pride do povečanega in ugodnejšega kreditiranja gospodarskih subjektov in prebivalstva.

Toda identificiranje balonov naj bi bilo vendarle mogoče. Njihova značilnost ni le hitra rast cen, temveč tudi porast obsega trgovanja in povečevanje finančnega vzvoda ter števila neizkušenih kupcev na trgu. Nastanek balona je vedno fundamentalne narave, pri borznem balonu je bil ta fundamentalni element širši prodor uporabe interneta, pri stanovanjskem balonu nizke obrestne mere, medtem ko je vzrok za hitro rast cen nafte povečevanje povpraševanja s strani Kitajske. Prav zato je težko prepoznati nastanek balona.

11.1.7 Povečanje finančne transparentnosti in odgovornosti

Transparentnost in odgovornost sta ključni za nemoteno funkcioniranje finančnega sistema. Tržni udeleženci so bili pred začetkom krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov prepričani, da sta transparentnost in odgovornost na trgih prisotni.

Pod transparentnostjo se pojmuje dostopnost pravočasnih, smiselnih, zanesljivih in celotnih informacij o finančnih instrumentih, institucijah ter trgih. V primeru transparentnosti je na trgih prisotno aktivno posojanje, izposojanje, kupovanje in prodajanje finančnih produktov. V primeru netransparentnosti se pojavijo med tržnimi udeleženci negotovost in nezaupanje, kot se je to zgodilo skozi zadnjo finančno krizo.

Finančni instrumenti so bili namreč netransparentni. Investitorji so tako kupovali kompleksne in težko razumljive strukture hipotekarnih kreditov in listinjenih hipotekarnih kreditov. Investicijske banke so ustanavljale entitete s posebnim namenom, jim prodajale listinjene hipotekarne kredite in tako prenesle kreditno tveganje na entitete. V obdobju finančne krize je bilo skoraj nemogoče določiti realno ceno večine listinjenih hipotekarnih kreditov. Negotova je bila celo integriteta obrestne mere LIBOR, ki se uporablja za izračunavanje stroškov financiranja.

Pod odgovornostjo se razume, da je določena oseba odgovorna za storjene nepravilnosti in napake. Za strukturiranje in neodgovorno izdajanje hipotekarnih kreditov v obdobju stanovanjskega balona ni bil nihče odgovoren. Posledično je bilo izdanih veliko špekulativno strukturiranih hipotekarnih kreditov. Na trgu MBS v ZDA ni jasno določena razdelitev odgovornosti za kvaliteto kreditov, na podlagi katerih so izdani vrednostni papirji. Investitor mora tako prevzeti tveganje v prepričanju, da gre za listinjene kvalitetnih kreditov. Transparentnost in odgovornost je mogoče zagotoviti z učinkovitim regulatornim nadzorom, ki mu bosta podporo nudila tako zakonodajna kakor izvršilna oblast. Predvsem pa je potrebno uravnotežiti prednosti transparentnosti in odgovornosti in stroške večje finančne preglednosti. Zandi (2009b, str. 265–266) med ukrepi, ki bi jih morala vlada sprejeti, navaja tudi potrebo po ureditvi razmer na področju listinjenja kreditov, spremenjen sistem regulatornega nadzora in zmanjšanje proračunskega deficita.

11.2 Regulatorne spremembe

Morris (2008, str. 161) meni, da sta transparentnost in integriteta ameriških finančnih trgov ključni za veliko zanimanje tujih investitorjev. Tak ugled naj bi bil posledica učinkovitosti regulatornih organov v ZDA. Zadnja finančna kriza je pokazala, da to ne drži. Razmere na finančnih trgih se umirjajo in med ekonomisti so se pričele razprave o potrebnih regulatornih spremembah v finančnem sektorju, ki naj bi preprečile ponovitev finančne krize v prihodnosti. Ob tem je potrebno predvidevati tudi dolgoročne učinke predlaganih reform na poslovanje bank, finančni sektor ter celotno gospodarstvo.

Mislim, da je z današnje perspektive mogoče svetovno finančno krizo razdeliti na tri faze. Prva faza se je začela sredi leta 2007 in je trajala do septembra 2008, ko je prišlo do stečaja investicijske banke Lehman Brothers. Za to fazo je značilno stopnjevanje krize in postopno odkrivanje njenih razsežnosti ter vpliva na celotno gospodarstvo. V drugi fazi so sledile analize vzrokov za nastalo finančno krizo ter ukrepi centralnih bank, vlad in vladnih institucij za preprečevanje dodatnih zaostritev in umirjanje razmer na finančnih trgih. Konec druge faze predstavlja najava Programa nakupa kritih obveznic (angl. *Covered Bond Purchase Programme*) in treh 12-mesečnih izrednih operacij dolgoročnega refinanciranja s strani ECB 7. maja 2009. To so bili namreč zadnji dodatni ukrepi za umiritev razmer na finančnih trgih. Tretjo fazo finančne krize, ki še traja, zaznamuje stabilizacija razmer na finančnih trgih in tudi v celotnem gospodarstvu. V tej fazi se ocenjujejo stroški, ki jih je povzročila finančna kriza, hkrati pa se pripravljajo regulatorne reforme.

Prepričan sem, da je obsežna sistematična vzročna analiza osnovni pogoj za učinkovite reforme finančnega sistema, katerih namen mora biti preprečitev nadaljnjih finančnih kriz. Analize sicer relativno nesistematično opravljajo akademiki, politiki in tržni udeleženci. Skozi stopnjevanje krize so bila odkrita nova vzročna razmerja, ki so bila povod za nove analize potrebnih reform institucij in finančnih procesov. Ob začetku analiziranja vzrokov za finančno krizo je za ključni razlog veljala neučinkovitost trga (angl. *market failure*) v obliki asimetrije informacij (glede tveganosti CDO, ABS), spodbujanja napačnih finančnih struktur (bonitetne agencije so dodeljevale neustrezne bonitetne ocene) ter pomanjkanja konkurence in tržne transparentnosti (na trgu CDS). Razvoj dogodkov je pokazal, da je bila ravno tako pomembna neučinkovitost vlade (angl. *government failure*) oziroma neučinkovitost vladnih institucij pri zagotavljanju javne blaginje skozi stabilnost finančnih trgov. Vladna neučinkovitost zajema pomanjkanje regulativnosti posameznih finančnih trgov (trg CDS), finančnih institucij (špekulativni skladi), implementacijo procikličnih kapitalskih zahtev in računovodskih pravil, prostovoljno samoomejevanje centralnih bank le na cenovno stabilnost (Daheim, 2009, str. 2).

Predlogi reform vključujejo oblikovanje večje transparentnosti produktov in finančnih trgov z namenom doseganja večje tržne učinkovitosti. Cilj reform je tudi odprava regulatornih praznin, ki so se pokazale skozi krizo, ter izboljšanje določenih področji že sprejetih reform. Z analitičnega vidika je smiselno razlikovati med tremi dimenzijami reform regulativ; regulativami finančnih trgov (npr. trga izvedenih finančnih instrumentov), regulativami finančnih produktov (npr. CDO, ABS) in regulativami finančnega nadzora institucij (npr. bank, špekulativnih skladov, bonitetnih agencij).

Vzporedno z mnogimi predlogi regulatornih sprememb narašča zaskrbljenost glede preveč restriktivnih regulatornih okvirov (angl. *regulatory overkill*). Pretirana vladna intervencija na finančnih trgih bi namreč lahko povzročila velik porast stroškov nadzornih institucij in

zato zmanjšanje aktivnosti na finančnih trgih oziroma prehod aktivnosti na neregulirana področja finančnih trgov, kar bi imelo za posledico ponovno povečanje sistemskega tveganja. Ob tem Wheelock in Wilson (2009, str. 20) na podlagi njunega modela določanja stroškov banke (angl. *model of bank costs*) trdita, da se bo tudi v prihodnje nadaljevala konsolidacija bančnega sektorja, razen seveda, če to ne bo preprečeno z ustreznimi regulatornimi omejitvami. Te bi sicer zagotovile večjo konkurenčnost na trgu in omejile število finančnih institucij, za katere bi veljalo, da so prevelike, da bi propadle. Hkrati obstaja potencialno tveganje, da bodo regulatorne omejitve bankam onemogočile doseganje ekonomije obsega.

Različna regulatorna ureditev je vzrok za nekonkurenčnost med regijami, trgi in finančnimi instrumenti ter za regulatorno arbitražo (angl. *regulatory arbitrage*). Zanjo je značilno, da so tržni udeleženci aktivnejši v regijah, na trgih in pri finančnih instrumentih, za katere velja nižja stopnja regulatornih predpisov. Posledično lahko namreč dosegajo višje dobičke. Likvidnost in diverzificiranost kapitalskega trga je pomemben dejavnik mednarodne konkurenčnosti, zato davčni sistemi težijo k nižji stopnji regulatornih predpisov. To je vzrok težav pri doseganju mednarodnih dogovorov pri reformah nacionalnih finančnih sistemov. Napredek je bil dosežen na zasedanju skupine G20 v Pittsburghu septembra 2009. Vlade, posebno ameriška in britanska, se v razpravi o potrebnih regulatornih spremembah niso osredotočale na fundamentalne dejavnike sprememb, temveč predvsem na zaskrbljenost glede mednarodne konkurenčnosti domačega finančnega sistema.

Težave pri doseganju dogovora predstavlja tudi veliko število institucij, ki so udeležene pri doseganju dogovora o regulatornih spremembah. Razdelimo jih lahko v sedem skupin: vlade (v Evropski uniji je to Komisija Evropske unije), centralne banke, nacionalni nadzorni organi, mednarodne finančne institucije (BIS, IMF), gospodarska združenja, odbori za standardizacijo poslovanja (IOSCO, IASB, DRSC) ter organizacije z lastnimi interesi (ISDA). Ob tem se pojavljajo težave s koordinacijo, pogajanja namreč potekajo na mednarodni ravni, odločitve pa so sprejete na nacionalni ravni. Primer so pogajanja o ustanovitvi institucije za nadzor nad bonitetnimi agencijami. Predvidevalo se je, da bo v ta namen ustanovljena mednarodna institucija, vendar sedaj ZDA težijo k ustanovitvi nacionalne institucije.

Od področja reguliranja je odvisno, ali je bolj smiselna enotna mednarodna regulativa ali pa zadostuje nacionalna regulativa. Ekonomisti se strinjajo, da bi bilo kapitalsko ustreznost podjetij in bank smiselno urediti z mednarodno regulativo, medtem ko se ne strinjajo glede mednarodne institucije za bančni nadzor. Kritiki namreč opozarjajo, da se v primeru neučinkovitega nadzora krijejo stroški pomoči bankam na nacionalni ravni.

Ob težnjah držav h koncentriranju finančnega nadzora v centralnih bankah se pojavljajo vprašanja, ali naj bi centralne banke sploh izvajale takšen nadzor in kakšno mero bi ta v

tem primeru dosegel. Centralne banke bi namreč kot politično neodvisne finančne institucije tako izgubile del te neodvisnosti. Pojavljajo se tudi dvomi glede vzpostavljenosti optimalne institucionalne strukture za izvajanje finančnega nadzora in glede tega, ali učinkovitost finančnega nadzora ni bolj odvisna od načina izvajanja nadzora kot od oblike institucionalne strukture.

Pri implementaciji regulatornih sprememb je pomemben tudi časovno koordiniran pristop odgovornih organov. Menim, da države s prestavljanjem regulatornih sprememb v prihodnost svojim finančnim institucijam nudijo konkurenčne prednosti, posledično pa zamuja izvajanje nujno potrebnih reform.

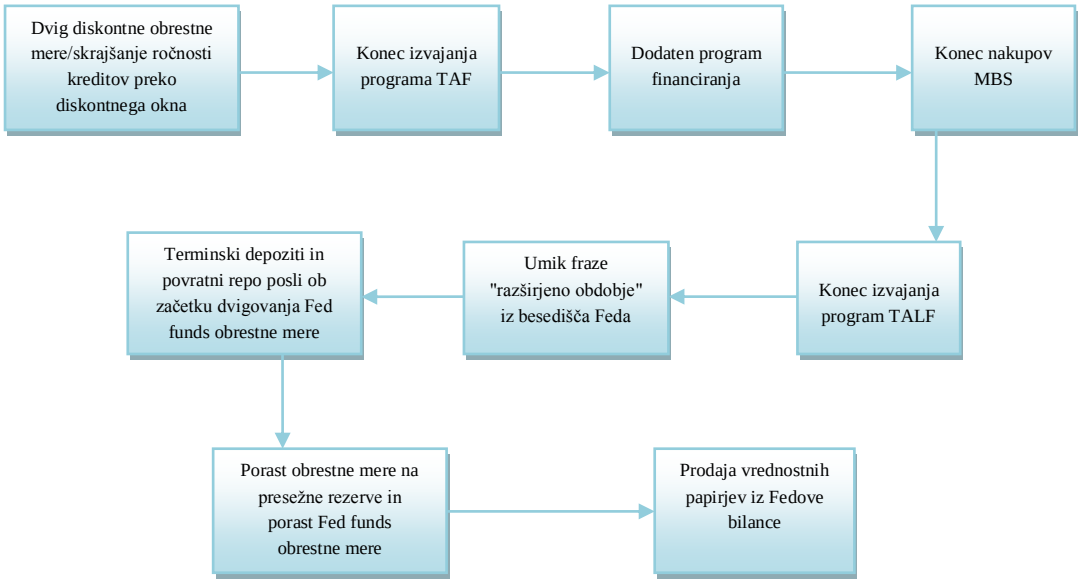
11.3 Fedova izhodna strategija

Lipsky (2009) je novembra 2009 izjavil, da še ni pravi čas za pričetek izvajanja izhodne strategije na področju denarne in fiskalne politike. Z umikom stimulativnih ukrepov naj bi počakali, dokler ne bi zasebno povpraševanje kontinuirano okrevalo in bi se povrnila finančna stabilnost. Zaupanje investitorjev, podjetnikov in gospodinjstev glede prihodnje gospodarske rasti bi spodbudili z oblikovanjem in predstavitvijo kredibilnih, jasno razumljivih načrtov za zaključek izvajanja stimulativnih ukrepov in za sledeče obdobje.

Fed je z namenom umiritve svetovne finančne krize prilagodil izvajanje denarne politike trenutnim razmeram na finančnih trgih. Z umirjanjem razmer na trgih se je pojavilo vedno aktualnejše vprašanje izhodne strategije iz dodatnih ukrepov denarne politike, ki so bili uvedeni skozi finančno krizo. V februarju 2010 je bila namreč Fed funds obrestna mera še vedno na zgodovinsko najnižjih nivojih, komercialne banke pa imajo na svojih računih pri Fedu preko 1.000 milijard USD presežnih rezerv. Prepričan sem, da bo ta moral v prihodnje dvigniti Fed funds ključno obrestno mero na dolgoročno povprečje 4 %, poleg tega pa bo moral iz svoje bilance stanja odprodati velik del finančnih sredstev z namenom zmanjšanja presežnih rezerv bank na računih pri njem.

Predsednik Feda Bernanke predlaga, da Fed prične postopoma opuščati izvajanje nestandardnih denarnih ukrepov (Weidensteiner, 2010a, str. 1). Prvi ukrep izhodne strategije je bilo povečanje diskontne obrestne mere za 25 bt na 0,75 %, ki ga je Fed objavil 18. februarja 2010. Ročnost mejnega kredita je bila ob tem skrajšana z maksimalno 8 dni na 1 dan. Poleg tega je Fed po 18. marcu 2010 prenehal izvajati TAF operacije (Weidensteiner, 2010b, str. 1). Kljub trditvi predsednika Bernankeja, da bo Fed funds obrestna mera ostala na zgodovinsko nizkih nivojih tudi v prihodnje, bo FOMC moral kmalu pričeti s politiko povečevanja obrestnih mer. Pred tem bo Fed pričel prodajati finančna sredstva v svoji bilanci stanja, dolgoročno bo ohranil le državne vrednostne papirje. Slok (2010, str. 3) predvideva, da bo Fedova strategija izhoda sledila naslednjemu časovnemu sosledju (Slika 29).

Slika 29: Fedova strategija izhoda



Vir: T. Slok, The Fed Exit Strategy: Implications for Treasuries, Mortgages, and the Economy, 2010, str. 3.

SKLEP

Kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov se je prvotno razširila na celotni finančni trg, nato pa tudi na realno gospodarstvo. Menim, da je glavni razlog za hitro širitev finančne krize neučinkovita struktura regulatornih institucij v ZDA. Ameriška vlada in Fed zato nista imela natančnega in tekočega pregleda nad dogajanjem na finančnem trgu, kar je omogočilo porast špekulacij in nepravilnosti pri izdajanju drugorazrednih hipotekarnih kreditov.

Administracija novoizvoljenega ameriškega predsednika Obame se je že ob nastopu svojega mandata soočila z zaostrenimi gospodarskimi razmerami, ki so bile v nekaterih segmentih slabše kakor v času Velike depresije. Tako je premoženje ameriških gospodinjstev v letu 1929 padlo le za 3 %, v letu 2008 pa kar za 17 %, posledično se je občutno zmanjšala osebna potrošnja. Prav tako so bili tudi kreditni pribitki obveznic in volatilnost na finančnih trgih skozi zadnjo krizo višji kakor v času Velike depresije. Realni BDP je zato v zadnjem četrtletju 2008 padel za 5,4 %, v prvem četrtletju 2009 pa za 6,4 % na letni ravni. Število brezposelnih, ki je pred septembrom 2008 naraščalo za manj kakor 150.000 na mesečni ravni, je od oktobra 2008 do marca 2009 v povprečju naraščalo za 622.000.

Ameriška vlada in Fed sta z učinkovitimi in obsežnimi ukrepi uspela preprečiti nadaljnje poglabljanje gospodarske krize. Fed je tako proti koncu leta 2007 pričel zniževati Fed funds obrestno mero in do konca leta 2008 dosegel rekordno nizko raven 0–0,25 %. Poleg tega je zaradi občutno zmanjšane kreditne aktivnosti pričel z izvajanjem novih programov in tako delno nadomestil zmanjšano ponudbo finančnih sredstev na trgu. Izpostavil bi predvsem program TARP in izvedbo stres testa, ki je pokazal na učinkovitost in sposobnost soočanja bank s finančno krizo. Po drugi strani je bil najpomembnejši paket stimulativne fiskalne pomoči ARRA, s katerim je bilo na voljo 787 mrd USD državnih sredstev, kar je največ v zgodovini ZDA. Ta so bila namenjena davčnim olajšavam, pomoči za zdravstveno varstvo in izobraževanje ter investicijam v infrastrukturo in energijo.

Menim, da se bo morala sedaj ameriška vlada soočiti z nujnimi reformami, ki bodo omogočile stabilno in učinkovito delovanje finančnega sistema ter gospodarstva v prihodnosti. Med ključne reforme spadajo reforma finančnega sistema, zdravstvena reforma in socialna reforma. V marcu 2010 je predsednik Obama dosegel zgodovinsko politično zmago, ameriški Kongres je namreč potrdil zdravstveno reformo, za katero so se demokratični predsedniki zavzemali stoletja, nazadnje predsednik Clinton. Reforma bo omogočila zdravstveno zavarovanje tudi 50 milijonom trenutno nezavarovanih Američanov, zdravstvene zavarovalnice tako ne bodo smele zavrniti zavarovanja državljanom s predispozicijami za nastanek določene bolezni ter zavarovanja tistih, ki

bodo zboleli. Stroški reforme, ki se bo uvajala postopoma do leta 2019, naj bi znašali okoli 1 bilijona USD.

Ameriška vlada se bo morala v naslednjih mesecih soočiti s tremi ključnimi izzivi:

- Potem ko je pričel BDP ponovno beležiti rast, je vlada pričela postopoma umikati neposredno finančno pomoč na trgu. Potrebna bo temeljita sprememba regulatorne strukture, ki bo omogočila regulatornim institucijam učinkovito in striktno izvajanje nadzora, tudi ko vlada ne bo več intervenirala s paketi pomoči tržnim udeležencem. Prav tako bo Fed pričel s postopnim dvigovanjem Fed funds obrestne mere, v nasprotnem primeru bi lahko prišlo do negativnega učinka na rast BDP in stopnjo brezposelnosti.
- Vlada se bo morala lotiti aktivnega zmanjševanja proračunskega deficita, ki je leta 2009 dosegel rekordnih 1,4 bilijona USD oziroma 10 % BDP. Tudi v letošnjem letu se pričakuje podobno visok proračunski deficit, ki pa je dolgoročno nevzdržen in bi negativno vplival na zasebnih obseg investicij ter zmanjšal dolgoročno gospodarsko rast.
- Okrevanje na trgu delovne sile bo dolgoročno in počasno. Tako v letošnjem letu ni mogoče pričakovati večjega zmanjšanja stopnje brezposelnosti. Vlada bo morala previdno izbrati politiko spodbujanja aktivnega zaposlovanja in pri tem upoštevati visok proračunski deficit.

V zadnjih dveh letih sta tako ameriška vlada kakor Fed sprejela številne agresivne protikrizne ukrepe za umiritev in normalizacijo razmer na trgu. Večina finančnih analitikov meni, da je vrhunec gospodarske krize mimo in da sledi okrevanje, kar potrjuje mojo hipotezo, da je bilo posredovanje ameriške centralne banke Fed, ameriške vlade in vladnih institucij učinkovito. V primeru napačne strategije pomoči bi se nenaklonjenost tveganju tržnih udeležencev povečala in gospodarska kriza bi imela veliko hujše posledice.

Mislim, da bi sicer moralo biti posredovanje ob začetku kreditne krize hitrejše in agresivnejše, saj bi tako morda celo preprečili nastanek finančne in gospodarske krize. Vendar vlada in Fed nista predvidevala, da bo imel stečaj investicijske banke Lehman Brothers tako velik in hiter vpliv na razmere na finančnih trgih.

Prepričan sem, da bo za normalizacijo razmer in dolgoročno stabilno gospodarstvo potrebna nadaljnja koordinacija ter sodelovanje med vlado, ameriškim Kongresom in Fedom.

LITERATURA IN VIRI

1. Allen, F., & Gale, D. (2007). *Understanding Financial Crises: Clarendon Lectures in Finance.* New York: Oxford University Press.

2. Akerlof, G. A., & Schiller, R. J. (2009): *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Oxforshire: Princeton University Press.

3. Balz, C. (2009): *USA: tightrope act for Fed in 2010. Economic and Market Monitor Research, November/December 2009*. Frankfurt: Commerzbank.

4. Balz, C. (2010). *Economic Briefing: US: Consumer confidence slides in February*. Frankfurt: Commerzbank.

5. Bloomberg. Najdeno 22. marca 2010.

6. Boyer, Lucretia M. (2005). *The Federal Reserve System: Purposes & Functions.* Washington, D. C.: Federal Reserve Bank.

7. Caballero, R. J. (2009): *Sudden Financial Arrest.* Washington: Massachusetts Institute of Technology and NBER.

8. Caballero, R. J., & Kurlat, P. (2009). *The "Surprising" Origin and Nature of Financial Crises: A Macroeconomic Policy Proposal*. Cambridge: MIT, NBER.

9. Chauvet, M., & Piger, J. (2007). *A Comparison of the Real-Time Performance of Business Cycle Dating Methods*. Riverside: University of California, Riverside & University if Oregon.

10. Cooper, G. (2008). *The Origin of Financial Crises: Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy.* Hampshire: Harriman House Publishing.

11. Daheim, M. (2009): *Financial market reform – a look at work progress. Bond Letter: Fixed Income Research – Government Bond Strategy*. München: Bayerische Landesbank.

12. *The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009, Second Quarterly Report*, Executive Office of the President, Council of Economic Advisers (2010). Washington, D. C.: The White House.

13. Edwards, A. (2009a): *Global Strategy Weekly: Investors mistaking a putrid boil for a sweet spot*. London: Societe Generale.

14. Edwards, A. (2009b): *Global Strategy Weekly:* As the Japanese *say, "Darkness lies one step ahead"*. London: Societe Generale.

15. El-Erian, M: (2008): *When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*. New York: McGraw-Hill.

16. Engemann, K. M. & Wall, H. J. (2009): *The Effects of Recessions Across Demographic Groups*. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.

17. Felsenheimer, J. & Gisdakis, P. (2008). *Credit Crisis: From Tainted Loans to a Global Economic Meltdown.* Weinheim: Wiley.

18. FOMC Press Release: (2006, 12. december). Najdeno 22. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20061212a.htm.

19. Friedman, M., & Jasobson Schwartz, A. (2008): *The Great Contraction, 1929–1933.* New Jersey: Princeton University Press.
20. Galbraith, J. K. (1994). *A Short History of Financial Euphoria*. New York: Penguin Books.
21. Gallagher, S., & Markowska, A. (2009): *American Themes: Employment – The coming sea-change*. London: Societe Generale.
22. Greenspan, A.: (1999, 17. junij). *Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Joint Economic Committee, U.S. Congress*. Monetary policy and the economic outlook. Najdeno 20. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.federalreserve.gov/ boarddocs/testimony/1999/19990617.htm.
23. Greenspan, A.: (2002, 19. december). *Remarks by Chairman Alan Greenspan*. Issues for Monetary Policy. Before the Economic Club of New York, New York City. Najdeno 12. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.federalreserve.gov/ boarddocs/speeches/ 2002/20021219/default.htm.
24. Grice, D. (2009a): *Popular Dilusions: Too much love will kill you: sector overcoverage and underperformance*. London: Societe Generale.
25. Grice, D. (2009b): *Popular Dilusions: Knowing what you don't know: random thoughts on value, volatility and inflation*. London: Societe Generale.
26. Harris, E. S. (2008). *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve after Greenspan.* New York: Lehman Brothers.
27. He, Z., Khang I. G., & Krishnamurthy A. (2009): *Balace Sheet Adjustment*. Washington: International Monetary Fund.
28. Kalotay, A. J., & Fu, Q. (2009): *A Financial Analysis of Consumer Mortgage Decisions.* New York: Research Institute for Housing America in Mortgage Bankers Association.
29. Keynes, J. M. (2006): *Splošna teorija zaposlenosti, obresti in denarja.* Ljubljana: Studia Humanitatis.
30. Kirman, A. (2009): *The Economic Crisis is a Crisis for Economic Theory*. Munich: CESifo Economic Studies Conference.
31. Krämer, J. (2010): *Economic and Market Monitor*. Frankfurt: Commerzbank.
32. Lewis, M. (2008). *Panic: The Story of Modern Financial Insanity.* London: Penguin Books.
33. Lipsky, J. (2009, 30. november). *Policy Challenges for a Post-Crisis Era*. Najdeno 10. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/ 113009.htm.
34. McCauley, R. N., & McGuire, P. (2009): *Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging*. BIS Quarterly Review, december 2009. Basel: Bank for International Settlements.
35. Minsky, H. P. (1992): *The Financial Instability Hypothesis.* Working Paper No. 74. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
36. Minsky, H. P. (2008a): *John Maynard Keynes: Hyman P. Minsky's Influential Re-Interpretation of the Keynesian Revolution.* New York: McGraw Hill.

37. Minsky, H. P. (2008b): *Stabilizing an Unstable Economy.* New York: McGraw Hill.
38. Moran, M.: *Economic Comment (2009): Economic Review.* New York: Daiwa Securities America.
39. Morris. C. R. (2008). *Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*. Jackson: PublicAffairs.
40. Muolo, P., & Padilla, M. (2008). *Chain of Blame: How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis.* New Jersey: John Wiley & Sons.
41. Owens, R. E., & Schreft, S. L. (1992): *Identifying Credit Crunches*. Washington, D. C. : Federal Reserve Bank.
42. Read, C. (2009): Global *Financial Meltdown: How We Can Avoid the Next Economic Crisis*. New York: Palgrave Macmillan.
43. Reuters. Najdeno 22. marca 2010.
44. Shiller J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It.* New Jersey: Princeton University Press.
45. Silber, W. L. (2007). *When Washington shut down Wall Street: the great financial crisis of 1914 and the origins of America's monetary supremacy.* New Jersey: Princeton University Press.
46. Slok, T. (2009): *US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds.* New York: Deutsche Bank.
47. Slok, T. (2010): *The Fed Exit Strategy: Implications for Treasuries, Mortgages, and the Economy*. New York: Deutsche Bank.
48. Stigum, M., & Cressenzi, A. (2007). *Stigum's Money Market. Fourth Edition*. New York: McGraw-Hill.
49. Štiblar, F. (2008). *Svetovna kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?* Ljubljana: Založba ZRC.
50. Taleb, N. N. (2008). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable.* London: Penguin Books.
51. Taleb, N. N. (2007). *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*. London: Penguin Books.
52. *Treasury's Paulson - subprime woes likely contained* (2007, str. 20. april). Najdeno 22. decembra 2009 na spletnem naslovu: http://uk.reuters.com/article/marketsNewsUS /idUKWBT00686520070420.
53. Turner, G. (2008). The *Credit Crunch: Housing Bubbles, Globalisation and the Worldwide Economic Crisis.* London: Pluto Press.
54. Waggoner, J. (2008). *Bailout: What the Rescue of Bear Stearns and the Credit Crisis Mean for Your Investments.* New Jersey: John Wiley & Sons.
55. Weidensteiner, B. (2010a): *Economic Briefing: Federal Reserve: A roadmap for the exit*. Frankfurt: Commerzbank.
56. Weidensteiner, B. (2010b): *Economic Briefing: US: Fed raises the discount rate*. Frankfurt: Commerzbank.

57. Wheelock, D. C., & Wilson, P. W. (2009): *Are U.S. Banks too Large?* St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
58. Zandi, M. (2009a). Financial Shock: A 360 Degree Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis. New Jersey: Pearson Education, FT Press.
59. Zandi, M. (2009b). Financial Shock: *Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It.* New Jersey: Pearson Education, FT Press.

PRILOGE

SEZNAM PRILOG

Priloga 1: Seznam kratic
Priloga 2: Slovar tujk
Priloga 3: Slike in tabele

Priloga 1: Seznam kratic

ABC – asset-backed conduit = odložišče kreditov za listinjenje vrednostnih papirjev
ABS – asset-backed security = listinjen vrednostni papir
ABS CDO – asset-backed security collateralized debt obligation = listinjen vrednostni papir listinjenih vrednostnih papirjev na podlagi dolžniških instrumentov
ADDA – American Dream Downpayment Act = Zakon o pomoči pri poplačilu hipotekarnih kreditov
AMLF – Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund (MMMF) Liquidity Facility = Likvidnostna pomoč denarnim vzajemnim skladom z odkupom kratkoročnih listinjenih vrednostnih papirjev
ARM – adjustable-rate mortgage loan = hipotekarni kredit s prilagodljivo obrestno mero
ARS – auction-rate security
Basel II – Basel Capital Accord = Drugi Baselski kapitalski sporazum
BIS – Bank for International Settlement = Banka za mednarodne poravnave
CDO – collateralized debt obligation = listinjeni vrednostni papir na podlagi dolžniških instrumentov
CDS – credit default swap = zamenjava kreditnega tveganja
CLO – collateralized loan obligatin = listinjeni vrednostni papir na osnovi kreditov
CMBS – commercial mortgage-backed securities = listinjeni krediti, zavarovani s hipotekami na poslovnih nepremičninah
CPFF – Commercial Paper Funding Facility = Finančna pomoč izdajateljem komercialnih zapisov
CRA – Community Reinvestment Act = Zakon o lokalnem reinvestiranju
Fannie Mae – The Federal National Mortgage Association
FASB – Financial Accountig Standards Board = Upravni odbor za finančne računovodske standarde)
FDIC – Federal Deposit Insurance Company = Zvezna agencija za zavarovanje hranilnih vlog
FHA – Federal Housing Administration = Zvezna stanovanjska uprava
FHA Secure – Housing Administration Secure = Zaščita Zvezne stanovanjske uprave
FHFA – Federal Housing Finance Agency = Zvezna agencija za stanovanjsko financiranje
FHFB – Federal Housing Finance Board = Zvezna uprava za stanovanjsko financiranje
FHLB – Federal Home Loan Banks = Zvezne banke za stanovanjske kredite
FOMC – Federal Open Market Committee = Odbor za odprti trg pri Fedu
FOTS – Federal Office of Thrift Supervision = Zvezni urad za nadzor nad bankami in hranilnicami
Freddie Mac – The Federal Home Loan Mortgage Corp.
FTC – Federal Trade Commission =Zvezna komisija za trgovino
HMDA – Home Mortgage Disclosure Act = Zakonu o razkritju podatkov o hipotekarnih kreditih

HOEPA – Home Ownership and Equity Protection Act = Zakon o varovanju premoženja iz naslova stanovanj
IMF – International Monetary Fund = Mednarodnega denarnega sklada
JEC – Joint Economic Committee = Odbor za gospodarstvo
LIBOR – London Interbank Offered Rate = ponujena obrestna mera na londonskem medbančnem trgu
MBS – mortgage-backed security = listinjeni hipotekarni kredit
MMIFF – Money Market Investor Funding Facility = Finančna pomoč investitorjem na denarnem trgu
NCUA – National Credit Union Administration = Zvezna agencija za nadzor nad kreditnimi zvezami
OCC – Office of the Comptroller of Currency = Zvezni nadzorni urad za državne in tuje banke
OFHEO – Office of Federal Housing Enterprise Oversight = Zvezna agencija za nadzor trga stanovanj
OMO – open market operations = operacije odprtega trga
OTS – Office of Thrift Supervision = Urad za nadzor na bankami in hranilnicami
P/E – price-earnings ratio = multiplikator čistega dobička
PDCF – Primary Dealer Credit Facility = Kreditna pomoč primarnim vpisnikom
REO – other real estate owned = računovodska postavka ostalo lastništvo nepremičnin
RMBS – residential mortgage-backed security = listinjeni stanovanjski hipotekarni kredit
RTC – The Resolution Trust Corporation = Družba za likvidacijska vprašanja
SEC – Securities and Exchange Commission = Agencija za nadzor in uveljavljanje zakonov o borzi in vrednostnih papirjih
SIV – structured investment vehicle = pravna oseba s posebnim namenom listinjenja strukturiranih vrednostnih papirjev
SOMA – System Open Market Account = Sistem računa odprtega trga
super SIV – super structured investment vehicle = super pravna oseba s posebnim namenom listinjenja strukturiranih vrednostnih papirjev
TAF – Term Auction Facility = Pomoč začasnih avkcij
TALF – Term Asset-Backed Securities Loan Facility = Pomoč začasnih kreditov na osnovi listinjenih vrednostnih papirjev
TARP – Troubled Asset Relief Program = Program sprostitve slabih naložb
TSLF – Term Securities Lending Facility = Pomoč začasnega posojanja vrednostnih papirjev
VA – Veterans Administration = Veteranska administracija
WTO – World Trade Organization = Svetovna trgovinska organizacija

Priloga 2: Slovar tujk

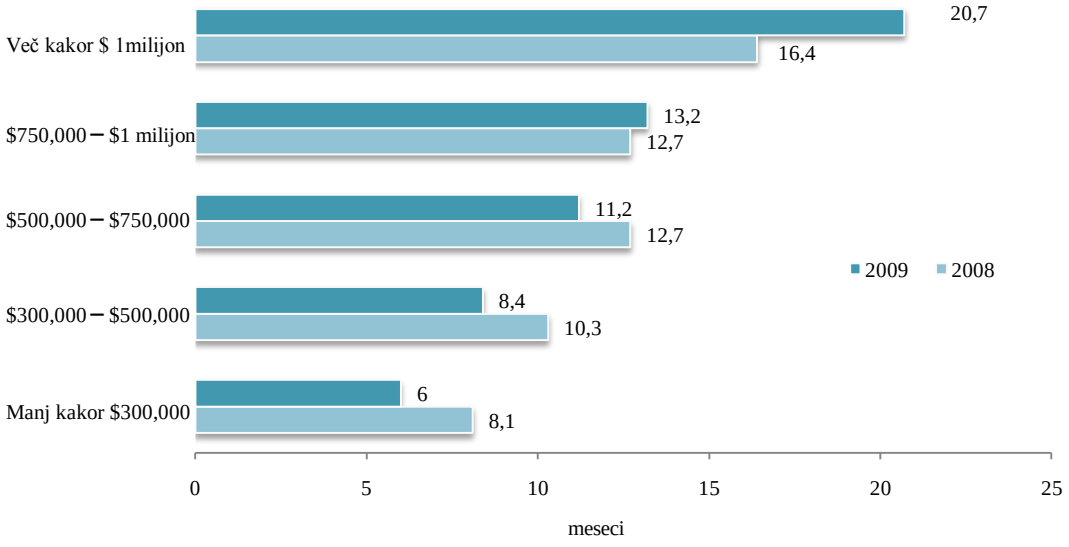
adjustable-rate mortgage loan (ARM) – hipotekarni kredit s prilagodljivo obrestno mero
alternative-A borrower – alternativni A kreditojemalec
asset-backed conduit (ABC) – odložišče kreditov za listinjenje vrednostnih papirjev
asset-backed security (ABS) – listinjeni vrednostni papir
asset-backed security collateralized debt obligation (ABS CDO) – listinjeni vrednostni papir listinjenih vrednostnih papirjev na podlagi dolžniških instrumentov
auction-rate security (ARS) – obveznica, katere obrestna mera se določa na avkciji
bad borrower – slab kreditojemalec
bad lender – slab kreditodajalec
bad loan – slab kredit
bank holding company – bančni holding
broker dealer – investicijska banka, ki se ukvarja s kupovanjem in prodajanjem vrednostnih papirjev za komitente in tudi za lastne potrebe
bubble – balon
collateral – zavarovanje
collateralized debt obligation (CDO) – listinjeni vrednostni papir na podlagi dolžniških instrumentov
collateralized loan obligatin (CLO) – listinjeni vrednostni papir na osnovi kreditov
commercial bank – komercialna banka
commercial mortgage – komercialni hipotekarni kredit
commercial mortgage security – komercialni hipotekarni vrednostni papir
commercial mortgage-backed securities (CMBS) – listinjeni krediti, zavarovani s hipotekami na poslovnih nepremičninah
commercial paper – komercialni zapis
corporate bond – podjetniška obveznica
covenant-lite bond – obveznica z zavezo
Covered Bond Purchase Programme – Program nakupa kritih obveznic
credit crunch – kreditni krč
credit default swap (CDS) – zamenjava kreditnega tveganja
deed in lieu – kreditojemalec prenese lastništvo stanovanja na kreditodajalca in se tako izogne vseh nadaljnjih obveznosti iz naslova hipotekarnega kredita
depository institution – depozitna institucija
discount window – diskontno okno
domestic branch of foreign bank – podružnica tuje banke
equity tranche, junior tranche – tranša prve zgube
exit strategy – izhodna strategija
fair value accounting – računovodenje po pošteni vrednosti
federal credit union – federalna kreditna zveza
financial holding company – finančni holding

flight to quality – beg v kvaliteto
flipper – špekulant
gilt – britanski državni vrednostni papir
government failure – neučinkovitost vlade
hedge fund – špekulativni sklad
hold to maturity – investicijo držati do dospetja
Hope Now – program pomoči ameriške vlade
housing starts – število novogradenj
jumbo loan – zneskovno velik kredit
junk bond – obveznica z visokim tveganjem
lender-of-last-resort – kreditodajalec v skrajni sili
marginal call – poziv h kritju
market failure – neučinkovitost trga
mark-to-market – tržno vrednotenje finančnih sredstev
mark-to-model – vrednotenje po modelu
mezzanine tranche – srednja tranša
money market fund – denarni sklad
monoline insurer – zavarovalnica kreditnega tveganja
mortgage broker – posrednik pri sklepanju hipotekarnih kreditov
mortgage finance company – podjetje za sklepanje hipotekarnih kreditov
mortgage-backed security (MBS) – listinjeni hipotekarni kredit
municipal bond – komunalna obveznica
ownership society – lastniška družba
payment-in-kind bond – obveznica s posebnim poplačilom
piggyback loan – obremenilni kredit
policymaker – oblikovalec politike
primary dealer – primarni vpisnik
prime borrower – prvorazredni kreditojemalec
quantitative easing – denarna politika kvantitativnega rahljanja
real estate investment trust – nepremičninskimi sklad
regulatory arbitrage – regulatorna arbitraža
regulatory overkill – preveč restriktivni regulatorni okviri
residential mortgage-backed security (RMBS) – listinjeni stanovanjski hipotekarni kredit
savings and loan association, thrift – hranilno-kreditno združenje
senior tranche – zgornja tranša, tranša zadnje izgube
short sale – prodaja z izgubo
sovereign wealth fund – državni investicijski sklad
spread – razlika, razpon
state regulator – regulatorna institucija zvezne države
stated income loan – kredit z navedenimi prihodki
stress test – stres test

structured investment vehicle (super SIV) – pravna oseba s posebnim namenom listinjenja strukturiranih vrednostnih papirjev
subprime borrower – drugorazredni kreditojemalec
subprime loan – drugorazredni kredit
super structured investment vehicle (SIV) – super pravna oseba s posebnim namenom listinjenja strukturiranih vrednostnih papirjev
tax exempt bond – neobdavčena obveznica
teaser rate – nizka obrestna mera v začetnem obdobju odplačevanja kredita oziroma vaba
thrift institution – hranilna institucija
to big to fail – prevelika finančna institucija, da bi šla v stečaj
toxic assets – slabe investicije
trade-up buyer – lastniki stanovanj, ki zaradi ugodnih tržnih razmer nadgradijo ali adaptirajo svoje stanovanje
tranche – tranša
variable margin – gibljivo kritje
whealth effect – premoženjski učinek

Priloga 3: Slike in tabele

Slika 1: Zaloge enodružinskih stanovanj (merjene v mesecih, ki so potrebni, da se prodajo po tržni ceni)

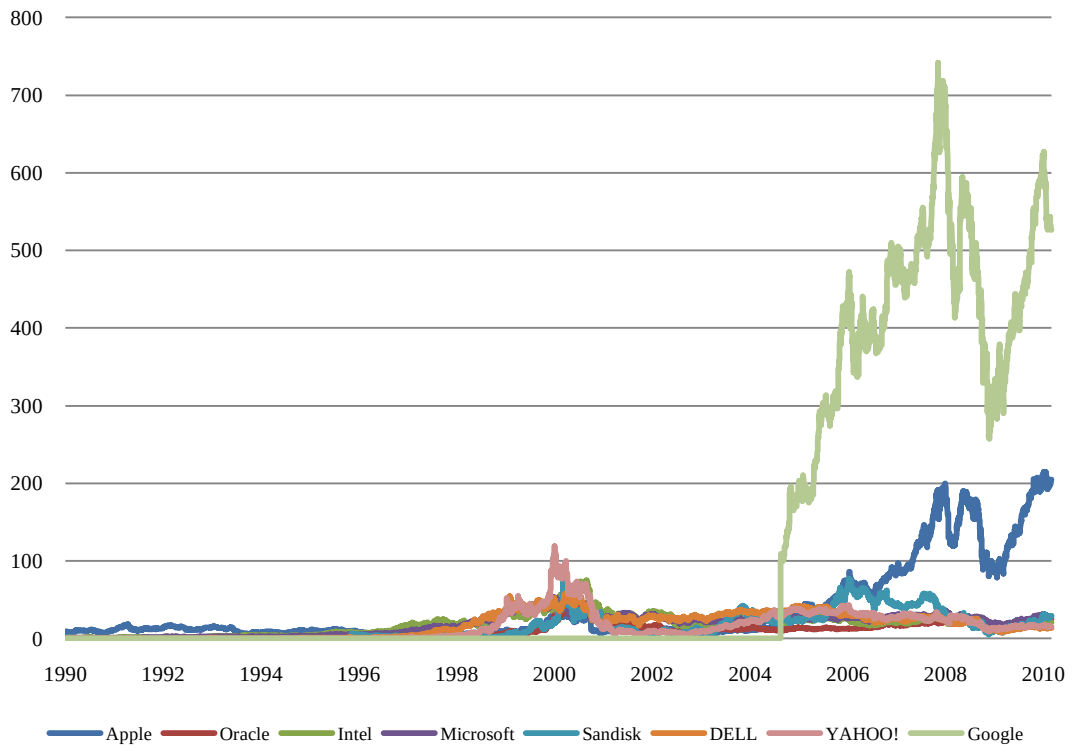


Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 26.

Slika 2: Case-Schillerrjev indeks spremembe cen stanovanj v 20-tih mestih ZDA (m/m)

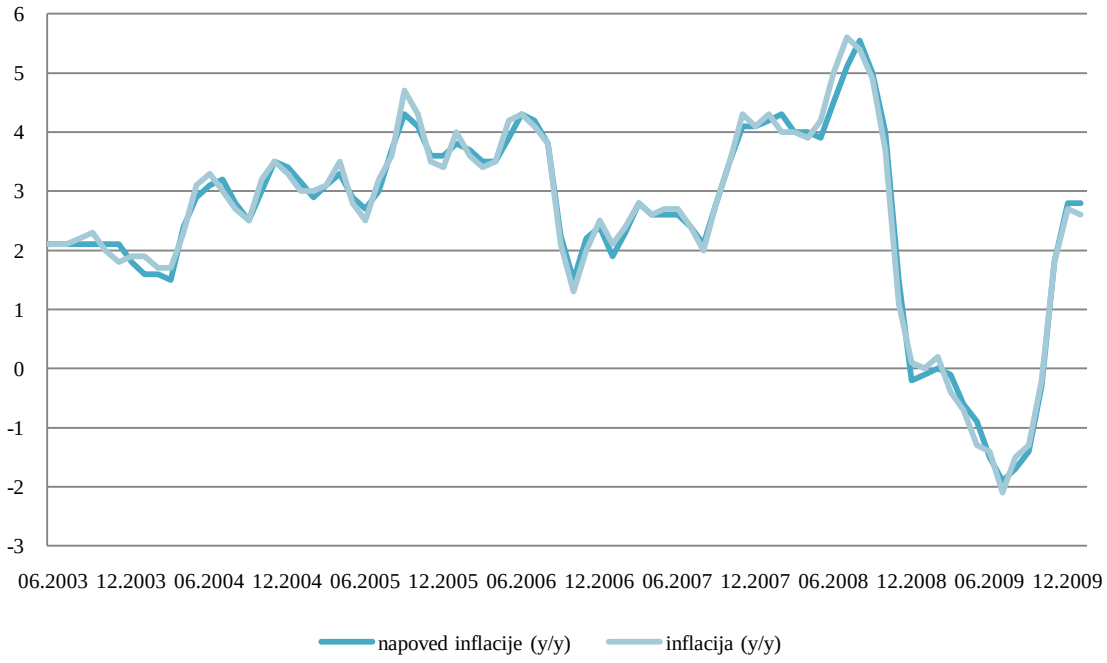
Vir: Bloomberg, 2010.

Slika 3: Delnice tehnoloških podjetij



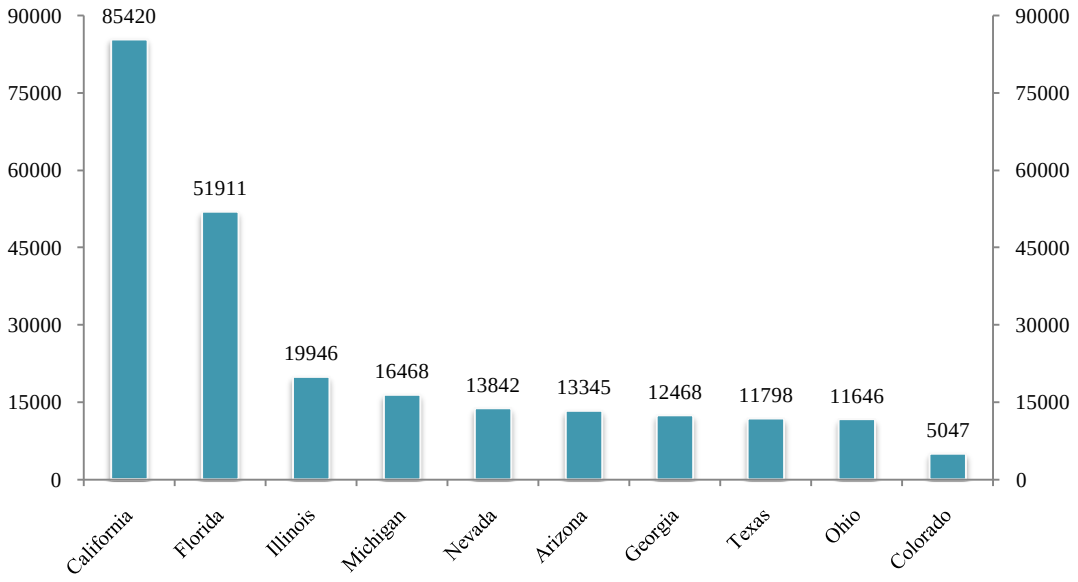
Vir: Bloomberg, 2010.

Slika 4: Primerjava ocene inflacije z revidiranimi podatki inflacije



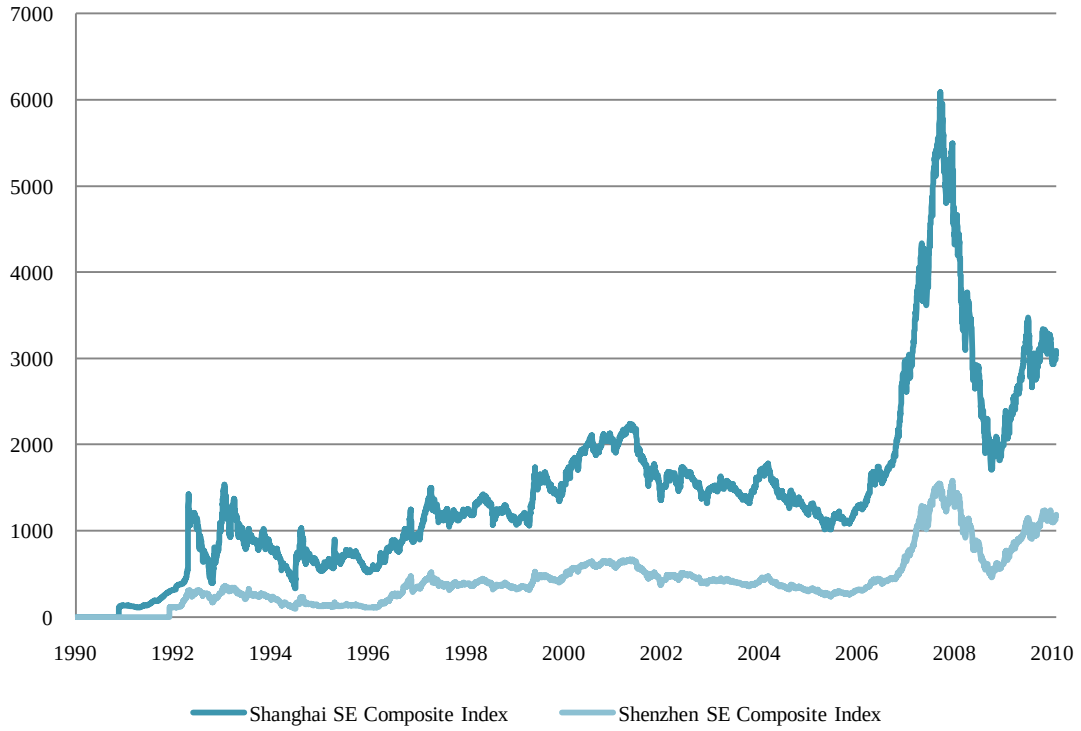
Vir: Bloomberg, 2010.

Slika 5: Število zaplemb stanovanj po zveznih državah v ZDA v oktobru 2009



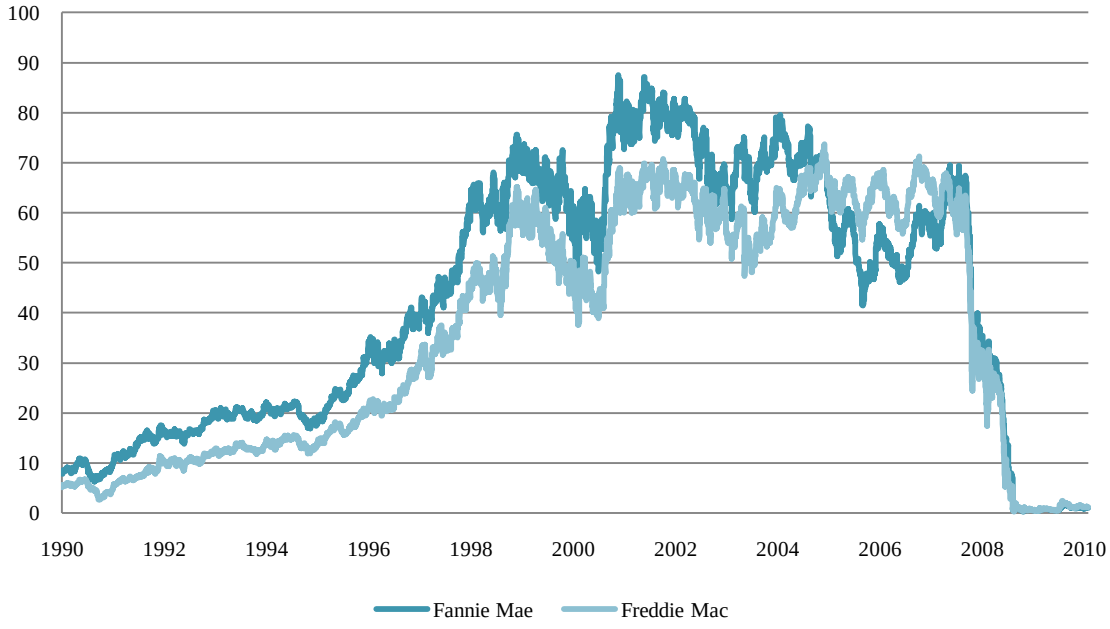
Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 13.

Slika 6: Gibanje kitajskih delniških indeksov pred začetkom finančne krize



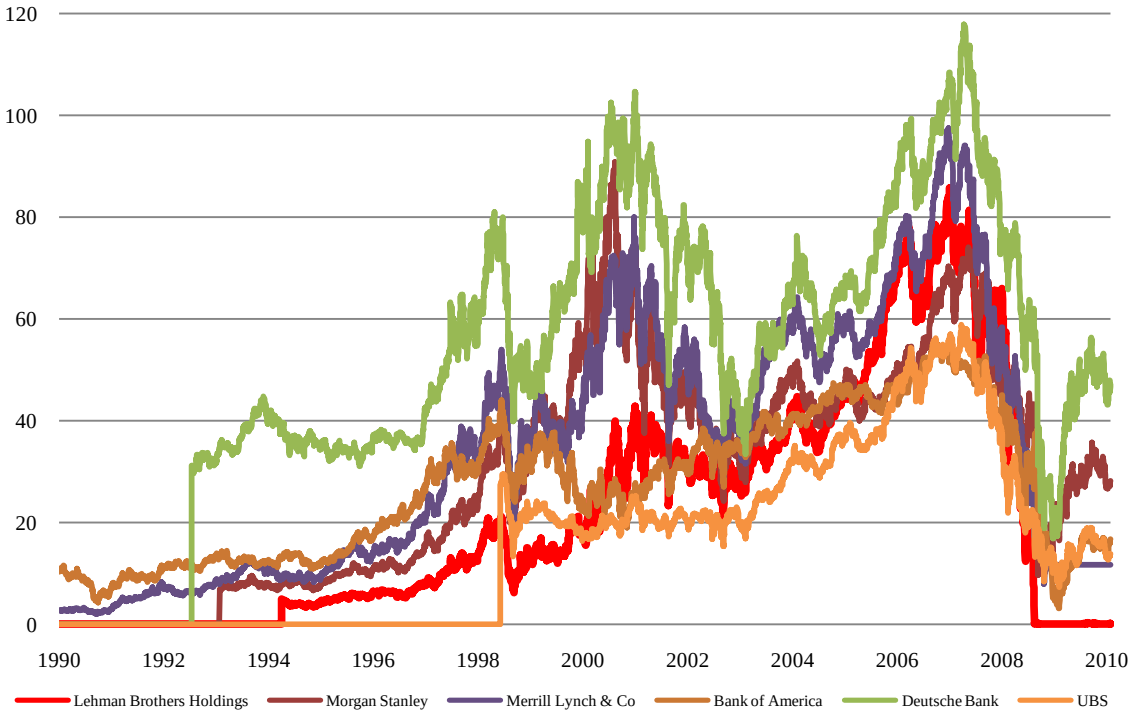
Vir: Bloomberg, 2010.

Slika 7: Gibanje delnic Fannie Mae in Freddie Mac



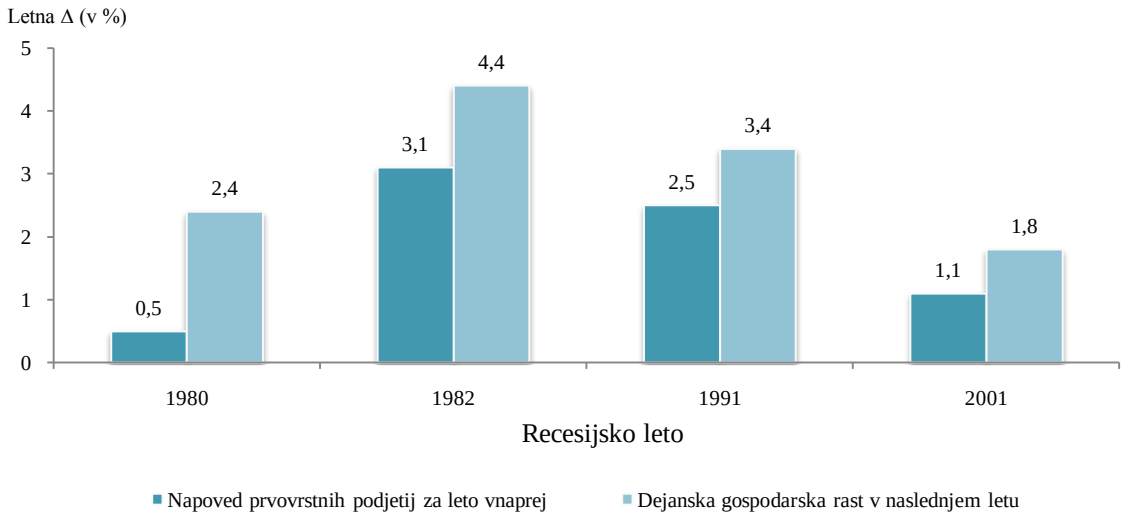
Vir: Bloomberg, 2010.

Slika 8: Vpliv delnice Lehman Brothers na preostale finančne institucije



Vir: Bloomberg, 2010.

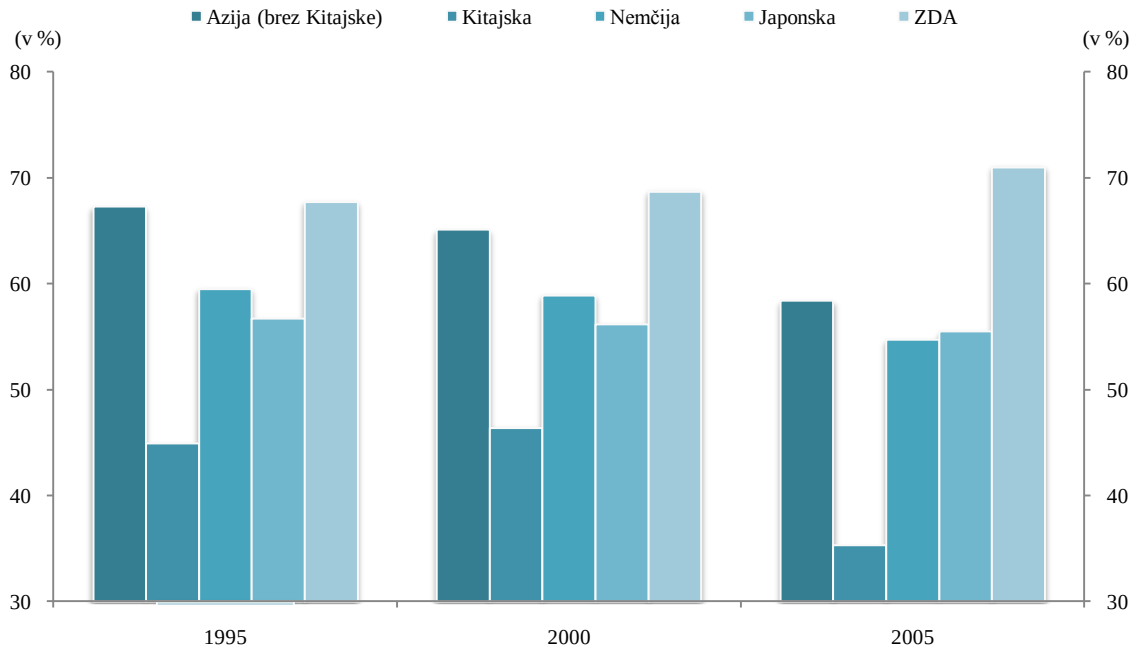
Slika 9: Primerjava napovedi gospodarske rasti z dejanskimi podatki v obdobjih recesij



Opomba: Napoved BNP v recesijskih letih 1980, 1982 in 1991 ter napoved BDP v recesijskem letu 2001.

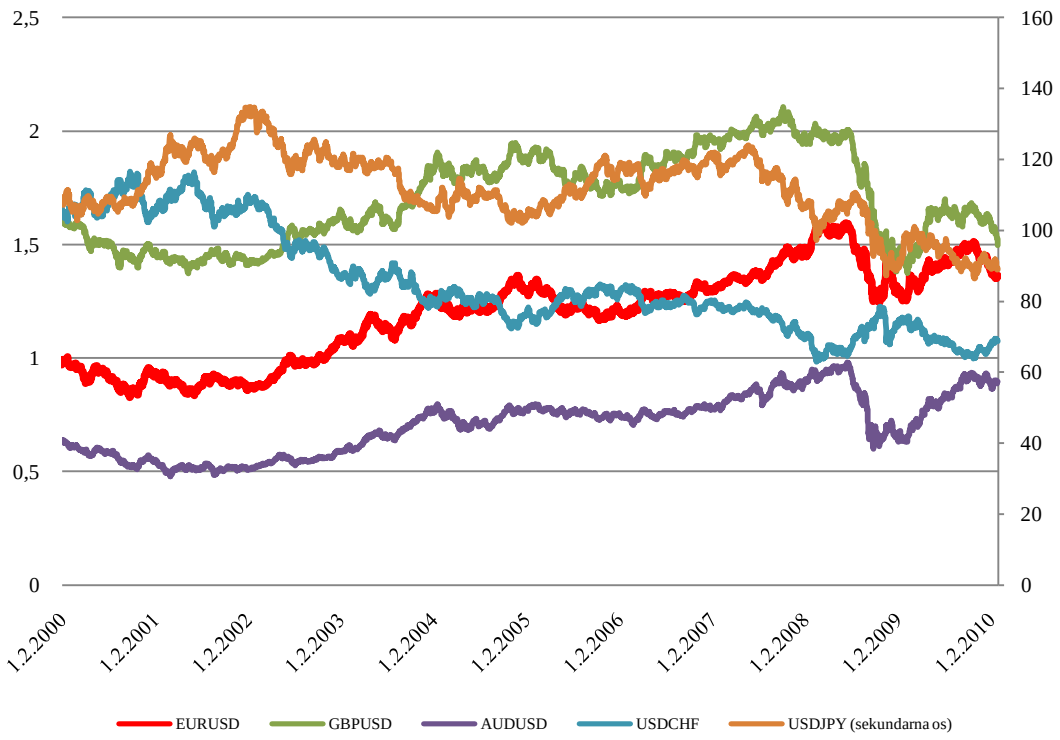
Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 2.

Slika 10: Osebna potrošnja kot delež realnega BDP



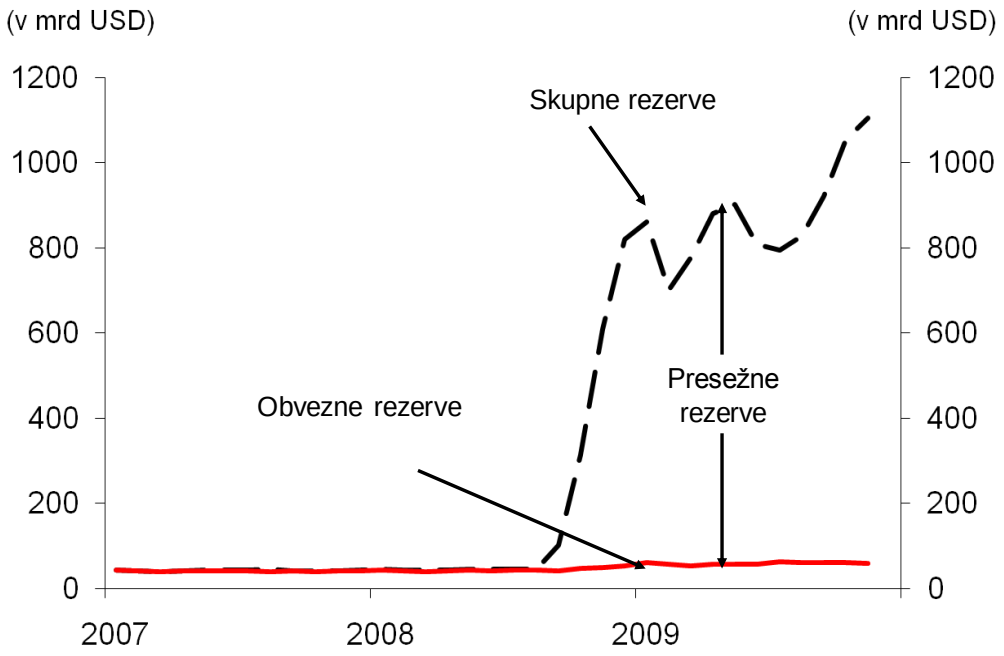
Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 56.

Slika 11: Vrednost USD proti najpomembnejšim svetovnim valutam



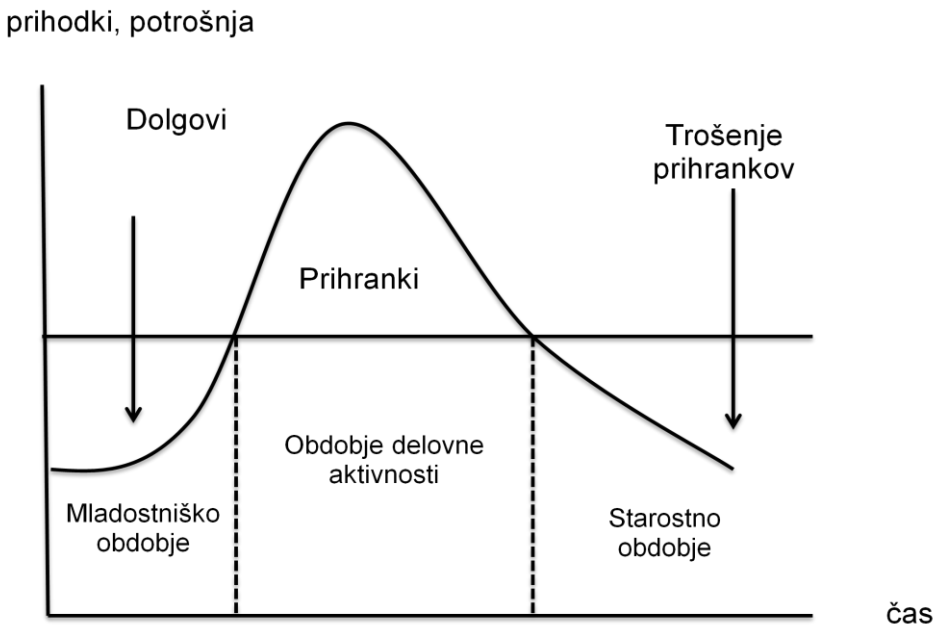
Vir: Bloomberg, 2010.

Slika 12:Porast presežnih rezerv Feda



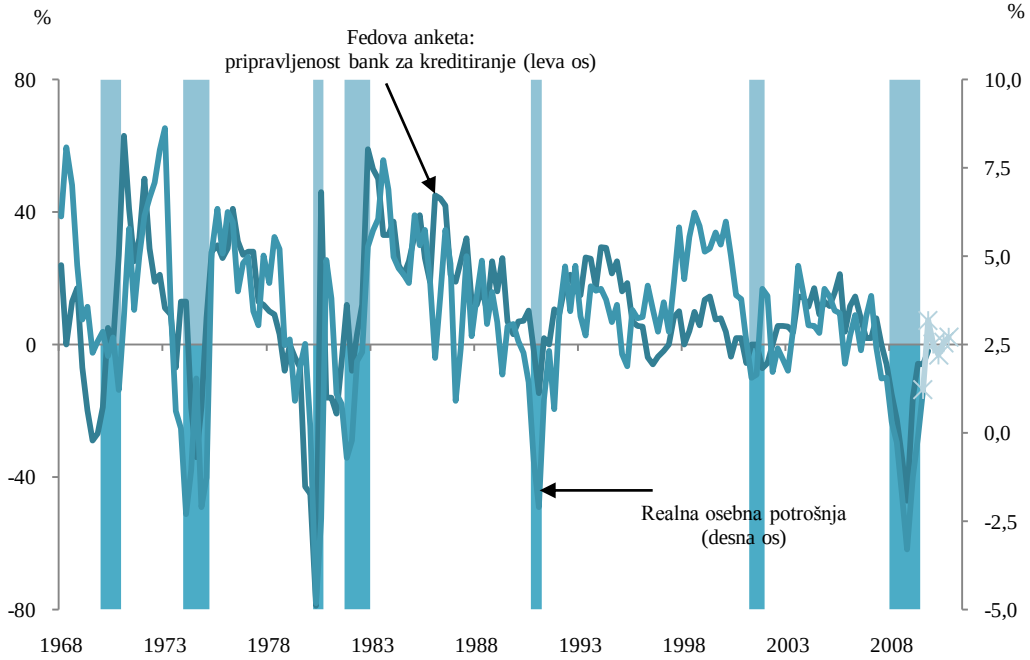
Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 32.

Slika 13: Teorija potrošnje trajnega dohodka



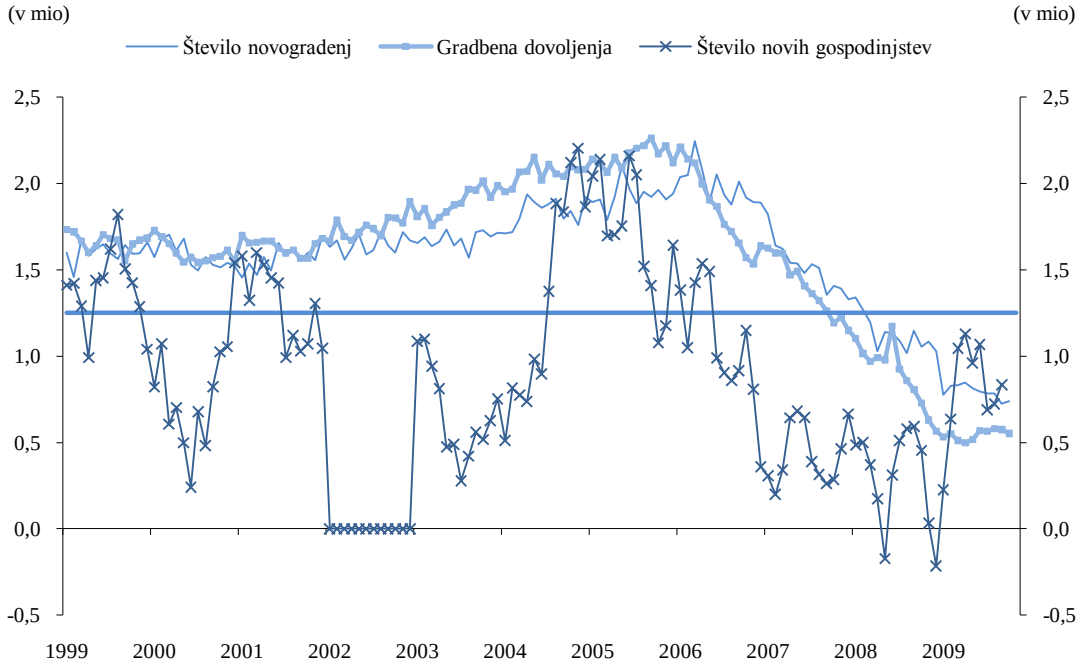
Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 6.

Slika 14: Teorija potrošnje trajnega dohodka ne velja v obdobju zaostrenih pogojev kreditiranja



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 7.

Slika 15: Glavni dejavniki porasta zalog stanovanj



Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 16.

Tabela 1: Povečanje transparentnosti izvajanja denarne politike pod predsednikom Greenspanom

November 1993	Pričetek objavljanja zapisnikov s 5-letno zamudo
Februar 1994	Pričetek najavljanja sprememb izvajanja denarne politike
Maj 1999	Pričetek objavljanja izjav za javnost tudi v primeru nespremenjenega izvajanja denarne politike
Februar 2000	Izjave glede tveganosti nadaljnje stopnje gospodarske rasti in inflacije
Marec 2002	Pričetek objavljanja rezultatov glasovanja članov FOMC
Maj 2003	Ločeni izjavi glede tveganosti nadaljnje stopnje gospodarske rasti in inflacije
Avgust 2003	Pričetek uporabljanja v prihodnost usmerjenega izrazja
Februar 2004	Pričetek objavljanja zapisnikov sestankov pred in ne po naslednjem zasedanju

Vir: E. S. Harris, Ben Bernannke's Fed, 2008.

Tabela 2: Odstotek gospodinjstev, ki ne razumejo določenih lastnosti lastne kreditne pogodbe po prilagodljivi obrestni meri

	V obračunskem obdobju	**Skozi celotno življenjsko dobo kredita**	**Indeks**
Vsi ARM kreditojemalci	***35***	***41***	***28***
Starost kreditojemalcev			
25 – 44	33	37	33
45 – 64	33	41	19
Osebni prihodki kreditojemalcev (letno)			
Manj kakor 50.000 USD	40	53	40
50.000 – 150.000 USD	35	34	23
Več kakor 150.000 USD	13	21	8
Izobrazba			
Gimnazija	27	34	14
Manj kakor gimnazija	42	47	43
Rasa oziroma etnična pripadnost			
Belci, brez španskih priseljencev	26	37	24
Nebelci ali španski priseljenci	59	52	38
Drugorazredni kreditojemalci			
Da	37	42	25
Ne	23	36	45
Obrestna mera ARM			
15 % ali manj	32	40	26
15 – 28 %	35	35	27
Večja kakor 28 %	41	51	36

Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 58.

Tabela 3: Tuje lastništvo ameriških državnih vrednostnih papirjev (v milijard USD)

Država	December 2008	December 2006	December 2004	December 2000
Kitajska, Mainland	727	397	223	60
Japonska	626	623	690	318
Karibski bančni centri	198	72	51	37
Izvozniki nafte	186	110	62	48
Brazilija	142	52	15	-
Velika Britanija	131	92	96	50
Luksemburg	97	60	41	-
Hong Kong	72	54	45	39
Irska	72	12	-	-
Švica	62	34	42	16
Nemčija	56	46	50	49
Tajvan	39	59	68	33
Singapur	38	31	30	28
Rusija	35	8	-	-
Mehika	35	35	33	15
Tajska	32	17	13	14
Koreja	31	67	55	30
Turčija	31	23	12	-
Indija	29	15	-	-
Norveška	23	32	-	-
Izrael	19	-	-	-
Skupaj	3.077	2.115	1.814	1.021

Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 85–86.

Tabela 4: Seznam investicijskih bank, ki kupujejo in prodajajo vrednostne papirje za komitente in tudi za lastne potrebe (angl. broker dealer) pred začetkom kreditne krize

BNP Paribas Securities Corp.
Bank of America Securities LLC
Barclays Capital Inc.
Cantor Fitzgerald & Co.
Citigroup Global Markets Inc.
Countrywide Securities Corporation
Credit Suisse Securities (USA) LLC
Daiwa Securities America Inc.
Deutsche Bank Securities Inc.
Dresdner Kleinwort Wasserstein Securities LLC
Goldman, Sachs & Co.
Greenwich Capital Markets Inc.
HSBC Securities (USA) Inc.
JPMorgan Securities Inc.
Lehman Brothers Inc.
Merrill Lynch Government Securities Inc.
Mizuho Securities USA Inc.
Morgan Stanley & Co. Incorporated
UBS Securities LLC

Vir: M. Zandi, Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts – How We Got Here and What Must Be Done to Fix It, 2009b, str. 207–208.

Tabela 5: Povezanost recesije, brezposelnosti in Fed funds obrestne mere

Konec recesije	***Število mesecev od konca recesije od najvišje stopnje brezposelnosti***	***Število mesecev od najvišje stopnje brezposelnosti do prvega dviga Fed funds obrestne mere***
November 2001	*19*	*13*
Marec 1991	*15*	*20*
November 1982	*1*	*6*
(Junij 1980)		
Marec 1975	*2*	*12*
November 1970	*9*	*7*
Februar 1961	*3*	*5*
April 1958	*3*	*1*
Maj 1954	*4*	*7*
Historično povprečje	***7***	***9***

Vir: T. Slok, US Economic Outlook: Deep recessions are almost always followed by rapid rebounds, 2009, str. 5.