

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

ŽIVA ŠVARA

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**TEORETIČNA IN EMPIRIČNA ANALIZA
AMERIŠKE FINANČNE KRIZE**

Ljubljana, april 2012

ŽIVA ŠVARA

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Živa Švara, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Teoretična in empirična analiza ameriške finančne krize pripravljenega v sodelovanju s svetovalko dr. Tjašo Redek in sosvetovalcem dr. Črtom Kostevcem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 15. aprila 2012

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ZGODOVINSKI PREGLED	4
1.1 Neravnotežje v ameriškem tehnološkem sektorju	4
1.2 Neravnotežje na svetovnem trgu surovin.....	6
1.3 Neravnotežje na trgu nepremičnin v ZDA.....	7
2 ANALIZA VZROKOV FINANČNE KRIZE ZDA	10
2.1 Učinki neravnotežja ameriškega nepremičninskega trga.....	12
2.2 Neprvovrstna hipotekarna posojila na ameriškem kreditnem trgu	13
2.3 Špekulativno obnašanje udeležencev ameriškega kreditnega trga	17
2.4 Deregulacija ameriškega bančnega sistema.....	18
2.5 Finančne inovacije ameriškega finančnega trga	20
2.6 Vpliv dolga in vzvoda na likvidnost ameriškega finančnega trga	23
3 POSLEDICE SVETOVNE GOSPODARSKE KRIZE	25
3.1 Vpliv na ameriško gospodarstvo.....	30
3.1.1 Vpliv na ameriški finančni sektor.....	30
3.1.1.1 Prevzem družb Fannie Mae in Freddie Mac.....	31
3.1.1.2 Stečaj družbe Lehman Brothers	32
3.1.1.3 Prevzem družbe Merrill Lynch	33
3.1.1.4 Reševanje družbe AIG	33
3.1.1.5 Bankrot družbe Bear Stearns	33
3.1.1.6 Obtožbe družbe Goldman Sachs.....	33
3.1.1.7 Obtožbe družbe Countrywide Financial	34
3.1.2 Krčenje ameriške aktivnosti	34
3.1.3 Ukrepi ameriške vlade	37
3.1.3.1 Kratkoročni ukrepi	38
3.1.3.2 Spremembe zakonodaje in dolgoročni ukrepi	38
3.2 Vpliv na evropsko gospodarstvo.....	40
3.2.1 Vpliv na evropski finančni sektor.....	40
3.2.1.1 Podržavljanje Northern Rocka	42
3.2.1.2 Reševanje Landesbank Sachsen.....	43
3.2.1.3 Reševanje družbe Fortis	43
3.2.2 Vpliv na zmanjšanje evropske aktivnosti in povečanje dolga držav	44
3.2.3 Ukrepi Evropske Unije	49
3.3 Vpliv na ostale države.....	54
3.4 Primerjava med trenutno svetovno recesijo in veliko gospodarsko krizo 20-ih let...	62
5 EMPIRIČNA ANALIZA.....	63
5.1 Pregled ključnih empiričnih študij	63
5.2 Osnovna izhodišča analize	69
5.3 Volatilnost premoženja	71

5.4	Vpliv rasti premoženja na gospodarsko aktivnost.....	73
5.5	Analiza končnih rezultatov.....	75
SKLEP.....		83
LITERATURA IN VIRI.....		86

KAZALO SLIK

Slika 1:	Gibanje Indeksa Nasdaq v točkah od leta 1991 do januarja 2012.....	5
Slika 2:	Gibanje cene nafte v USD na sod na svetovnem trgu od 1983 do januarja 2012	6
Slika 3:	Gibanje cen surovin na borzi NYMEX v USD od januarja 1991 do 2012	7
Slika 4:	Delež (%) stanovanjskih stroškov v dohodku gospodinjstev v ZDA v letu 2006.....	8
Slika 5:	Dežel neprvovrstnih posojil z zapadlostjo plačila nad 60 dni v ZDA med leti 2002–2007	8
Slika 6:	Cene novogradenj in obstoječih stanovanj v ZDA v 1.000 USD v obdobju 2000–2010	10
Slika 7:	Rast neprvovrstnih posojil v ZDA v obdobju 1997–2007	13
Slika 8:	Razlike v obrestnih merah neprvovrstnega in prvovrstnega (BBB–AAA) dolga med leti 2001 in 2007	16
Slika 9:	Gibanje obrestnih mer (%) FED in Freddie Mac med leti 2000–2011	19
Slika 10:	Vrednost izdaje MBS v obdobju 2000–2008 v milijardah USD.....	22
Slika 11:	Tekoči del plačilne bilance v BDP ZDA med leti 1996–2008.....	23
Slika 12:	Kazalci vzvoda (dolg/lastniški kapital) največjih investicijskih bank med 2003–2007	24
Slika 13:	Obseg svetovne gospodarske krize v letu 2009.....	26
Slika 14:	Gibanje indeksa trgovine blaga in storitev 1996–2011 v ind. točkah za ZDA, evroobmočje in države BRIC	27
Slika 15:	Gibanje tekočega dela plačilne bilance sveta 1996–2011 v USD	28
Slika 16:	Gibanje svetovnih valut med leti 1999–2011.....	28
Slika 17:	Indeks svetovne trgovine in industrijske proizvodnje med leti 2003–2010 in 2011	29
Slika 18:	Rast dohodka, potrošnje, posojil, dolga, varčevanja in zaupanja med leti 2000–2011	35
Slika 19:	Nominalni in realni BDP za ZDA v obdobju 1996–2011	35
Slika 20:	Brezposelnost v ZDA med leti 1996–2011	36
Slika 21:	Delež zaposlenosti gradbenega sektorja v celotni zaposlenosti ZDA v letu 2006 ..	36
Slika 22:	Brezposelnost po državah ZDA avgusta 2007	37
Slika 23:	Evropske medbančne obrestne mere različnih valut od 2000–2009 v bazičnih točkah	40
Slika 24:	Gibanje cene delnice Northern Rocka v GBP	42
Slika 25:	Indeks proizvodnje (leva skala) in svetovne trgovine (% na desni skali) med 2000–2009	44
Slika 26:	Posojila zasebnemu sektorju v evroobmočju med leti 2000–2009 (v %)	45

Slika 27: Stopnja brezposelnosti v EU med leti 1996 in 2011	47
Slika 28: Brezposelnost v EU po državah članicah 2008, julij 2009 in ocena za leto 2010 (%).....	47
Slika 29: Brezposelnost (v %) po državah članicah EU, dejanski podatki, september 2010 ..	48
Slika 30: Projekcije glede rasti gospodarstva in inflacije v letu 2011 za EU in EMU.....	54
Slika 31: Stopnje rasti BDP v letu 2009.....	55
Slika 32: Stopnje brezposelnosti v razvijajočih državah med leti 2002 in 2011.....	55
Slika 33: Rasti BDP držav ostalega sveta od tretjega četrtnetja 2008 do prvega četrtnetja 2009	56
Slika 34: Neto mesečni pritoki lastniškega kapitala v mrd USD v Aziji v letih 2007 in 2008.....	56
Slika 35: Centralno-bančne in realne obrestne mere v ZDA, EU in Aziji	57
Slika 36: Rast BDP Kitajske v stalnih cenah 1989 v obdobju 1996–2011	57
Slika 37: Rast BDP v Hong kongu v stalnih cenah 2007 v obdobju 1996–2011	58
Slika 38: Rast BDP Indije v stalnih cenah 2004 v obdobju 2004–2011	58
Slika 39: Gibanje japonskega izvoza po ciljnih regijah med leti 2003 in 2011, bazno leto je 2005.....	59
Slika 40: Rast BDP na Japonskem v stalnih cenah 2000 v obdobju 1996–2011	59
Slika 41: Rast BDP v Južni Koreji v stalnih cenah 2005 v obdobju 2001–2011	60
Slika 42: Rast BDP v Rusiji v stalnih cenah 1995 v obdobju 1996–2011	60
Slika 43: Rast BDP Brazilije v stalnih cenah 1991 v obdobju 1996–2011.....	61
Slika 44: Porazdelitev standardiziranih vrednosti indeksa rasti premoženja, sestavljenega iz 85 odstotkov rasti cen nepremičnin in 15 odstotkov rasti indeksa delniškega trga	75
Slika 45: Porazdelitev standardiziranih vrednosti indeksa rasti premoženja, sestavljenega iz 90 odstotkov rasti cen nepremičnin in 10 odstotkov rasti indeksa delniškega trga	76

KAZALO TABEL

Tabela 1: Padec vrednosti nepremičninskega trga v ZDA.....	9
Tabela 2: Odpisi ameriških poslovnih bank iz naslova slabih kreditov	30
Tabela 3: Pričakovane bilančne izgube evroobmočja od poletja 2007 do konca 2010 v mio EUR in %	41
Tabela 4: Odpisi evropskih poslovnih bank iz naslova slabih kreditov v mio EUR do leta 2009.....	41
Tabela 5: Ocenjena in dejanska rast BDP in potrošnje sektorjev v EU med leti 2008–2010.....	45
Tabela 6: Ocenjena in dejanska rast BDP po državah članicah EU.....	46
Tabela 7: Delež proračunskega salda in javnega dolga v BDP držav EU med leti	

2006–2009.....	49
Tabela 8: Ekonomski podatki za obdobje obeh gospodarskih kriz	62
Tabela 9: Opisne statistike za oba indeksa rasti premoženja.....	75
Tabela 10: Opisne statistike za oba indeksa rasti premoženja po podobdobjih	76
Tabela 11: Korelacijski koeficienti med rastjo potrošnje in rastjo premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja	77
Tabela 12: Ocena regresijske enačbe (številka 3) med odvisno spremenljivko rast potrošnje in neodvisno spremenljivko rast premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja	78
Tabela 13: Korelacijski koeficienti med rastjo ameriškega BDP, rastjo potrošnje, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja, ter rastjo premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, enega polletja in enega leta	78
Tabela 14: Ocena regresijske enačbe (številka 4) med odvisno spremenljivko rast ameriškega BDP in neodvisnima spremenljivkama rast potrošnje, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja, ter rast premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, polletja in leta	79
Tabela 15: Korelacijski koeficienti med rastjo kreditne mase zasebnega sektorja in rastjo premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja	80
Tabela 16: Ocena regresijske enačbe (številka 5) med odvisno spremenljivko rast kreditov zasebnemu sektorju in neodvisno spremenljivko rast premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja	81
Tabela 17: Korelacijski koeficienti med rastjo ameriškega BDP, rastjo kreditne mase zasebnega sektorja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja, ter rastjo premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, enega polletja in enega leta	81
Tabela 18: Ocena regresijske enačbe (številka 6) med odvisno spremenljivko rast ameriškega BDP in pojasnjevalnima spremenljivkama rast kreditne mase, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja, ter rast premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, polletja in leta.....	82

UVOD

Med junijem 2007 in novembrom 2008 so Združene države Amerike (v nadaljevanju ZDA) beležile padec vrednosti celotnega premoženja za četrtno vrednosti. Zmanjševanje premoženja je medsebojno povezano z zmanjšanjem potrošnje in investicij podjetij, ki skupaj s potrošnjo države tvorijo pogon gospodarstva. Delniški indeks S&P 500¹ je v tem času izgubil 45 odstotkov svoje vrednosti. Cene nepremičnin so padle za 20 odstotkov (glede na njihov vrh v letu 2006) ter leta 2009 beležile prihodnjo oceno nadaljnjega padca za 15–20 odstotkov. Varčevanje in investicijska sredstva so se zmanjšala za 1,3 bilijona USD. Skupno premoženje gospodinjstev se je zmanjšalo za neverjetnih 14 bilijonov USD do 1. četrtertja 2009 (Luhby, 2009).

Ameriški urad za makroekonomske analize (angl. *National Bureau of Economic Research* oziroma v nadaljevanju NBER) je v začetku leta 2008 pri opazovanju rasti ameriške gospodarske aktivnosti opazil, da je ameriško gospodarstvo decembra 2007 zdrsnilo v recesijo (NBER, 2008). Negativni učinki padanja premoženja, krčenja prenaplujenega kreditnega trga, bankrotov finančnih družb in gromozanski odpisi premoženja bank so do konca leta 2009 postavljali vprašaj nad ročnostjo ekonomske recesije, ki je v začetku novega tisočletja zajela ZDA.

Padanju gospodarske rasti v ZDA je sledilo naraščanje stopnje brezposelnosti. Slednja se je z 4,9 odstotka decembra 2007 do oktobra 2009 povzpela na 10,1 odstotka oziroma najvišjo raven po letu 1983, medtem ko se je povprečno število tedenskih ur znižalo na 33, najnižjo raven, odkar Urad za statistiko od leta 1964 pridobiva te podatke (Businessweek, 2009). Širši kazalec brezposelnosti (ki upošteva tudi začasne delavce in delavce, ki so zaradi recesije zaposleni samo za polovični delovni čas) je znašal zastrašujočih 16,3 odstotka (U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, 2009).

Povečan finančni vzvod finančnih institucij na podlagi obsežnih portfeljev nepravvrstnih hipotekarnih posojil in prekomerne izdaje hipotekarnih obveznic, so ob padcu cen nepremičnin prinesle visoke izgube iz poslovanja finančnih institucij. V trenutku, ko so cene nepremičnin dosegle nižje nivoje od vrednosti hipotekarnega posojila, so banke želele izravnava vrednosti z dodatnimi vložki posojilojemalcev ali pa so začele prodajati nepremičnine na nepremičninskem trgu. Odprodaja nepremičnin je dosegla večje razsežnosti konec leta 2006 ter finančno izčrpala tako potrošnike kot tudi finančne institucije. Kriza je počasi zajela tudi preostale trge v gospodarstvu. Do danes je finančna kriza terjala več milijard USD izgub.

Do konca leta 2008 je poslovno nesposobnost objavilo 100 finančnih institucij. Med njimi lahko izpostavimo Lehman Brothers, Merrill Lynch, Fannie Mae, Freddie Mac, Washington Mutual, Wachovia in AIG (Altman, 2009). Mednarodni denarni sklad (v nadaljevanju MDS)

¹ Delniški indeks S&P 500 predstavlja 500 največjih tržnih družb, ki kotirajo na ameriški borzi.

ocenjuje, da so večje ameriške in evropske banke v času finančne krize izgubile več kot 1 bilijon na osnovi slabih posojil, od januarja 2007 do septembra 2009.

Junija 2009 je ameriška (angl. *Federal Reserve System*, v nadaljevanju FED) zaznala umirjanje recesije, kot posledico izboljševanja pogojev na finančnih trgih, stabilizacije potrošnje gospodinjstev in skladnost zalog podjetij v dokončane proizvode s tekočo prodajo. Kljub slabšim pričakovanj glede rasti gospodarske aktivnosti, je FED na podlagi sprejetih ukrepov pričakovala stabilizacijo finančnih trgov in institucij, fiskalne in monetarne ekspanzije, gibanje trgov v smeri vzdržne gospodarske rasti in cenovne stabilnosti.

Namen magistrskega dela je s pomočjo tujih in domačih virov preučiti, strniti in podati širši pregled nad dejavniki oblikovanja, prenosa, vplivi in posledicami finančne krize na ameriških trgih in kasneje oblikovanja ameriške gospodarske recesije, ki je zadala posledice globalnem gospodarstvu. Z lastnimi dognanji in s strnjenimi dognanji drugih avtorjev želim pripomoči k boljšemu razumevanju evolucije finančne krize na ameriških tleh in s pomočjo analize nihanja cen finančnega premoženja ugotoviti, ali je bila ravno napihnenost ameriškega premoženja in kasnejše popuščanje vrednosti tista kritična točka, ki je pognala ameriško gospodarstvo v recesijo?

Ker je časovni in vsebinski okvir magistrske naloge omejen, sem si za cilj magistrskega dela zadala na podlagi strnjenega in celovitega pregleda teoretično-empiričnih dognanj svetovnih strokovnjakov, nasloniti se na uveljavljena dela tujih strokovnjakov in preveriti s pomočjo lastne statistične analize osnovno hipotezo. Hipoteza empiričnega dela magistrske naloge je preučiti, ali je ravno nihanje rasti premoženja kot zunanji šok sprožilo neravnovesje na trgih nepremičninskega in finančnega premoženja in posledično vplivalo preko medsebojnih korelacij na padec potrošnje gospodinjstev oziroma na drugi strani padec kreditne mase zasebnega sektorja in posledično doprineslo k upadu ameriške gospodarske rasti.

V magistrskem delu bom uporabila različne metode dela. Na podlagi obstoječih teoretičnih in empiričnih dognanj svetovnih ekonomistov, državnikov in ostalih referenčnih oseb bom v magistrskem delu podala niz vidikov in mnenj glede nastanka in posledic recesij ter kasneje krize v gospodarstvu. Pri tem bom uporabila metode dela opisnega in analitskega pristopa, pri čemer se bom pri opisnih dejavnikih posluževala deduktivnega in induktivnega sklepanja ter ostalih teoretičnih znanj, pridobljenih v okviru podiplomskega študija, in znanja, ki sem ga pridobila iz praktičnih izkušenj kot analitik in upravljavec premoženja na kapitalskih trgih. Pri analizi bom poleg podatkov iz različnih navedenih publikacij uporabila podatke podatkovne baze Bloomberg za namene grafične ponazoritve dinamike agregatov in izpeljavo statistične analize v prid potrjevanja oziroma ovržbe zastavljenih hipotez.

Vsebina magistrske naloge je razdeljena v zaporedje petih vsebinskih sklopov. V prvem poglavju želim podati zgodovinski pregled pomembnejših kontrakcij na ameriškem trgu, ki so vodile v oblikovanje finančne recesije v ZDA. Razumevanje posameznih neravnotežij na trgu tehnoloških podjetij, trgu surovin in nepremičninskem trgu mi služi v nadaljevanju magistrske

naloge v oporo boljšemu razumevanju in pojasnjevanju dogodkov in dejavnikov trenutne finančne krize v ZDA in gospodarske krize po svetu.

Drugo poglavje je razdeljeno na več podpoglavij oziroma področij vzrokov in dejavnikov na nastanek in pospeševanje trenutne finančne recesije v ZDA. Najprej se osredotočim na dejavnike ameriškega nepremičninskega trga, nadaljujem z dejavniki kreditnega trga in špekulativnega obnašanja lastnikov nepremičnin, ter kasneje preko opisa procesa deregulacije ameriškega bančnega trga preidem na finančne inovacije in povečanje vzvoda in likvidnosti finančnih trgov, ki so se v času recesije na nepremičninskem trgu multiplikativno odrazili tudi na ostalih trgih blaga in kapitala v ZDA.

V tretjem poglavju želim prikazati posledice finančne krize v ZDA na oblikovanje posameznih nacionalnih recesij in ustvarjanje svetovne gospodarske krize. Tekom nizanja opisnih dejstev in kritik sem posamezne učinke ponazorila z grafičnimi prikazi, ki omogočajo lažje povezovanje vplivov z že navedenimi dejavniki nastanka svetovne gospodarske krize z nihanjem svetovnih valut, s padcem svetovnega povpraševanja, proizvodnje in trgovine. Najprej pogledam vplive na ameriško gospodarstvo. Kjer se v prvi fazi osredotočim na vpliv na finančni trg in nato na krčenje ameriškega gospodarstva in predlagane ukrepe v rešitev pred morebitno depresijo. Ker so vplivi drugačni po svetovnih kontinentih in lahko opazimo zamike v časovnem toku transmisije in učinka, sem v nadaljevanju prikazala vpliv na evropsko gospodarstvo. Tukaj sem obdržala podobno strukturo podpoglavja; vpliv na finančne trge, na gospodarsko aktivnost in fiskalno ravnotežje, ter ukrepe spodbujanja gospodarstva in odpravo fiskalnih neravnotežij. Tretje podpoglavje zajema celovit pregled posledic svetovne gospodarske krize do posameznih držav oziroma predstavnikov posameznih kontinentov.

Tekom magistrske naloge zasledim, da številni strokovnjaki pri preučevanju trenutne globalne ali ameriške gospodarske krize ZDA delajo retrospektivne primerjave z veliko gospodarsko krizo oziroma veliko depresijo v 20-ih letih prejšnjega stoletja. Zato v četrtem poglavju povzamem nekaj mnenj, zakaj sta si omenjeni recesiji podobni in na katerih ekonomskih točkah se razlikujeta.

Ker je celotna magistrska naloga zasnovana na izvorni kontrakciji gospodarske aktivnosti ZDA, se v zaključnem delu osredotočim na rast premoženja zasebnega sektorja v ZDA, kot ključni dejavnik oblikovanja zastoja gospodarske aktivnosti ZDA. V prvem delu analize pogledam volatilnost oblikovanega indeksa rasti premoženja v treh podobdobjih; pred ameriško recesijo, v času recesije in po recesiji. Preverim tudi robustnost izbranega indeksa rasti premoženja. V drugem delu regresije poskušam na osnovah Ando in Modiglianijevega modela (1963) in dognanj kasnejših analiz potrditi hipotezo odvisnosti gospodarske aktivnosti, prek rasti potrošnje gospodinjstev in rasti kreditov zasebnega sektorja od rasti premoženja oziroma prej oblikovanega indeksa rasti premoženja. Na koncu rezultate analiz strnem z rdečo nitjo teoretičnega dela magistrske naloge v njenem zaključku – sklepu.

1 ZGODOVINSKI PREGLED

Zgodovinski pregled predhodnih neravnotežij na blagovnem in finančnem trgu mi bo pomagal ustvariti podlago nadaljnjega opisa in analize vplivov finančne krize, ki predstavlja po besedah Altmana (2009) najhujši zlom v zgodovini zadnjih 75 let in odpira možnost zmanjšanju kredibilnosti ZDA in Evrope. Ker se je finančna kriza pričela ravno v ZDA in ker so bila tam neravnotežja največja, se bom v nadaljevanju prikaza napihovanja in popuščanja trgov osredotočila ravno na ameriške blagovne in finančne trge.

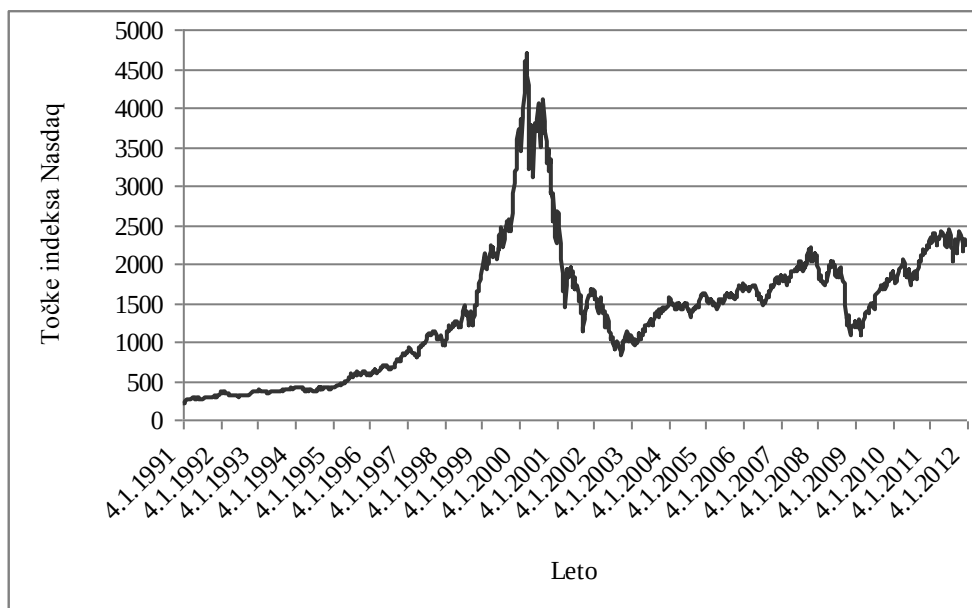
S pomočjo prikazanega zmanjšanja premoženja na blagovnih in finančnih trgih bom ustvarila podlago za zmanjšanje kredibilnosti države, znižanje zaupanja potrošnikov in podjetij, kar je vodilo v znižanje aktivnosti zasebnega sektorja in s tem zastoj gospodarske rasti. Po besedah Galbraitha (2009) je ravno znižana aktivnost zasebnega sektorja ključni dejavnik resnejših posledic današnje recesije, ki tako prekaša recesijo iz obdobja 1981–1982. Zato tudi okrnjena pričakovanja zasebnega sektorja zavirajo običajne ukrepe spodbujanja gospodarske aktivnosti preko ekspanzivne fiskalne in monetarne politike. Slednje bom pokazala v zadnjih poglavjih magistrske naloge.

1.1 Neravnotežje v ameriškem tehnološkem sektorju

Dot-com balon poznamo tudi pod imenom IT² balon, ki je zajel ZDA v obdobju 1995–2001. Podobno kot predhodni pojavi novih tehnologij (izgradnja železnic 40-ih letih devetnajstega stoletja, pojav avtomobilov in radia v 20-ih letih prejšnjega tisočletja, uvedba elektronskih tranzistorjev v 50-ih letih prejšnjega tisočletja, pojav računalnikov v 60-ih letih prejšnjega tisočletja ter vpeljava biotehnologije v 80-ih letih prejšnjega tisočletja) je pojav hitrorastočih IT podjetij, ki je ob nizki donosnosti ostalih naložb predstavljal donosno naložbo udeležencem kapitalskega trga. Individualni investitorji so kupovali delnice IT podjetij preko javne ponudbe delnic. Rast kapitalskega trga v sektorju IT podjetij je upočasnila centralna banka v letu 1999 z dvigovanjem obrestnih mer. Slika 1 prikazuje gibanje indeksa Nasdaq 100, ki vključuje tehtano povprečje vrednosti ključnih IT podjetij. Slednji je dosegel vrh 10. marca 2000, in je, potem ko je v enem letu pridobil 100 odstotkov svoje vrednosti, začel drastično padati vse do leta 2004 (Romero, 2008, str. 13–15).

² IT je kratica za informacijsko tehnologijo, sektor IT pa tako predstavlja ameriška podjetja, ki so delovala na področju proizvodnje in storitev informacijske tehnologije.

Slika 1: Gibanje Indeksa Nasdaq v točkah od leta 1991 do januarja 2012



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Na padec indeksa je v prvi vrsti vplivalo zaporedno dvigovanje obrestnih mer s strani centralne banke³ in v drugi vrsti zmanjšanje naročil IT proizvodov in storitev. Oba signala sta opozorila finančne investitorje na zmanjšanje izpostavljenosti tovrstnim naložbam, kar je povečalo pritiske na zmanjševanje vrednosti IT podjetij na svetovnih borzah. IT podjetja, ki so še včeraj veliko investirala, so se soočila z nižjimi naročili, nižjo prodajo in dobičkom, z zaustavljenim pritokom svežega kapitala in s slabšo likvidnostjo poslovanja. Nekatera so se zatekla k strateškim povezavam in prevzemom (America Online – Time Warner leta 2000), druga so se soočila s stečajem (WorldCom), tretja (Amazon.com in eBay) so se bila primorana prestrukturirati. Tržna kapitalizacija ameriških IT podjetij (ki izhaja iz tržne kapitalizacije indeksa Nasdaq) se je od marca 2000 do oktobra 2002 skrčila za 5 bilijonov USD (The Los Angeles Times, 2006).

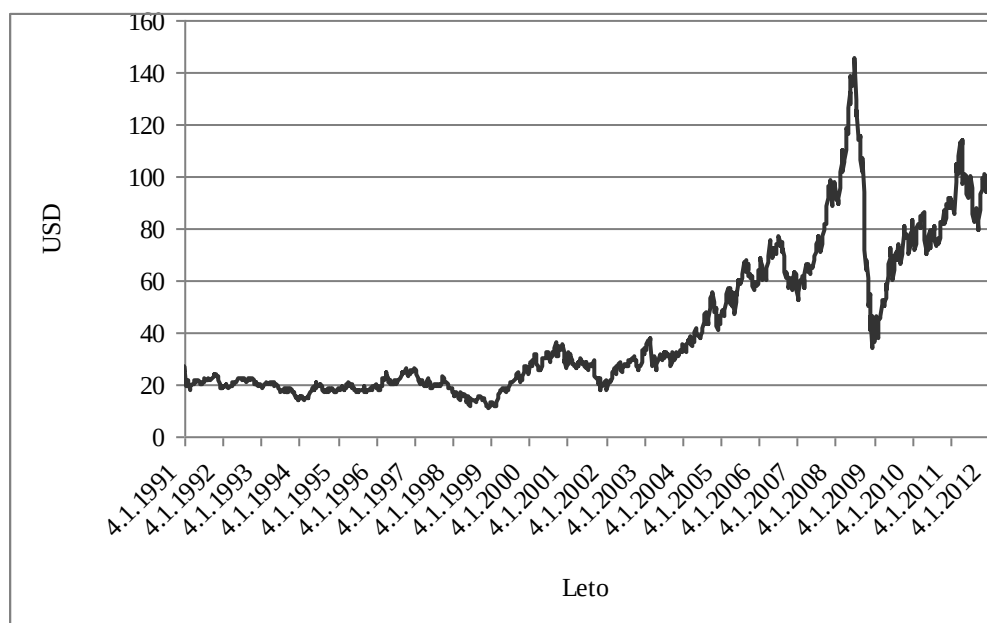
Shiller in Laing (2005) menita, da je »dot-com« balon eden izmed povodov nastanka nepremičninskega balona. Možnost nastanka balona na nepremičninskem trgu tolmačijo s prestrukturiranjem investicij iz IT podjetij na delniškem trgu v špekulativne nakupe nepremičnin s hipotekarnimi krediti. Block (2006, str. 263) govori, da se je ob nastajajočem trendu donosnosti nepremičninskega trga glede na padec donosnosti delnic IT podjetij veliko malih delničarjev odločilo za naložbeno alokacijo v nepremičninski trg.

³ Med leti 1999 in 2000 je FED dvignila obrestno mero s 5 odstotkov na 6,5 odstotka, kar je precejšen skok za obdobje 12-ih mesecev.

1.2 Neravnotežje na svetovnem trgu surovin

Prvo desetletje novega tisočletja so zaznamovale visoke rasti cen blaga in storitev. Med njimi so izstopale rasti cen na trgu surovin in nepremičnin. Balon na trgu surovin je sledil balonu na trgu nepremičnin. Vnovična rast cen na trgu nepremičnin na prelomu tisočletja je določila konec recesiji na trgu surovin, ki se je vlekla vse od 80-ih let. Vratolomna rast je leta 2008 dvignila ceno nafte (Slika 2) in posledično živil na gospodarstvu škodljive nivoje, kar je povečalo verjetnost nastopa stagnacije in nazadovanja procesa globalizacije (Rubin, 2008, str. 5).

Slika 2: Gibanje cene nafte v USD na sod na svetovnem trgu od 1983 do januarja 2012



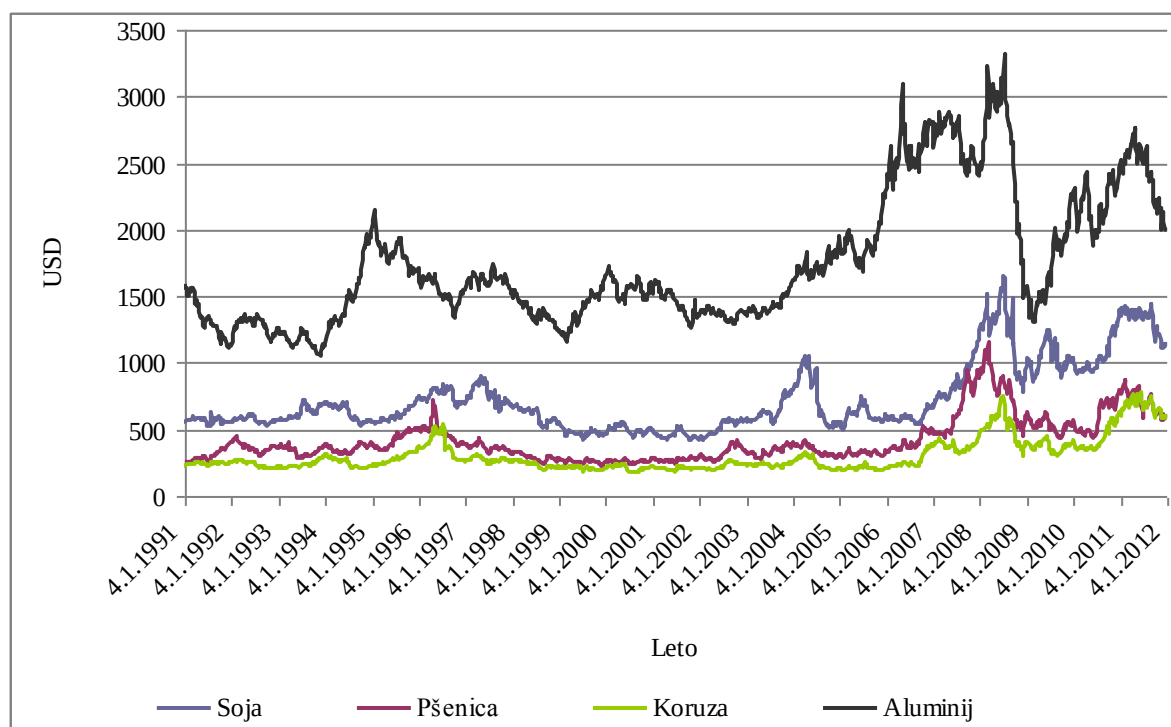
Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Januarja 2008 je cena nafte prebila magično mejo 100 USD za sodček surove nafte in tako julija 2008 v eni izmed transakcij dosegla vrh pri 147,30 USD za sod. Podobno je porasla cena bencina v ZDA na zgodovinsko visoke 4 USD za galono po celotni državi. Gospodarska kontrakcija je v letu 2008 prinesla dramatičen padec povpraševanja in padec cene nafte na neverjetnih 35 USD za sodček surove nafte konec leta 2008.

Vzrok temu je več dejavnikov. Najpomembnejši je pritok kapitala s trga nepremičnin na trg surovin. Sledi povečana potrošnja omejenih surovin, med drugim tudi surove nafte, ob večjem povpraševanju hitrorastočih držav, denimo Kitajske. Povečano povpraševanje po surovinah, med katerimi je največ povpraševanja po surovi nafti, spodbudi pritiske na dvigovanje cen surove nafte, naložbe varčevalcev v surovine namesto investicije, pritiske na zniževanje bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) držav uvoznic nafte in odtok premoženja v naftne države. Podobne trende rasti ceni surove nafte najdemo tudi pri ostalih surovinah, kot so kovine ali poljščine. Rast ostalih surovin (Slika 3) je bila na eni strani posledica visoke cene

nafte kot proizvodnega stroška oziroma na drugi strani posledica špekulativnega povpraševanja (Blas, 2008).

Slika 3: Gibanje cen surovin na borzi NYMEX⁴ v USD od januarja 1991 do 2012



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Višje cene surovin so dvignile stroške izdelave končnih proizvodov in omogočile rast cen na blagovnih in nepremičninskih trgih, kot je prikazano v nadaljevanju magistrske naloge.

1.3 Neravnotežje na trgu nepremičnin v ZDA

Med leti 1997 in 2006 se je povprečna vrednost stanovanjske hiše v Ameriki povečala za 124 odstotkov (Shiller, 2005, str. 13). Strošek **rezidenčne nepremičnine**⁵ je v letu 2006 presegel 4,6-kratnik dohodka gospodinjstva, kar je dvakrat višje razmerje kot v 90ih letih prejšnjega stoletja. Visoke cene nepremičnin so spodbudile gospodinjstva v refinanciranje obstoječih posojil po nižjih obrestnih merah, z namenom povečevanja potrošnje ostalih dobrin. Večja potrošnja gospodinjstev v preostalih gospodarskih sektorjih je spodbudila višjo globalno gospodarsko rast. Posledično je leta 2008 zasebni dolg ZDA dosegel 73 odstotkov BDP (Skidelsky, 2009, str. 5).

V začetku leta 2005 so cene stanovanjskih nepremičnin dosegle najvišje vrednosti. V letu 2006 se je trend cen stanovanjskih nepremičnin obrnil navzdol in privedel do padanja cen

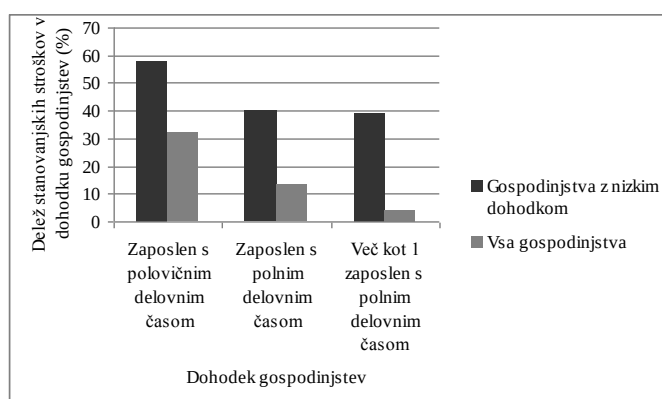
⁴ NYMEX je kratica za newyorško blagovno borzo (angl. New York Mercantile Exchange).

⁵ Rezidenčne nepremičnine so tiste stanovanjske nepremičnine (tako stanovanja kot hiše), ki so kupljene z namenom stalnega prebivališča gospodinjstev. Poleg teh imajo gospodinjstva lahko v lasti še ostale stanovanjske nepremičnine, namenjene nadaljnjemu najemu, kasnejši prodaji ali počitnikovanju.

stanovanjskih nepremičnin in šele takrat, ko se je nepremičninski trg začel počasi umirjati, bi lahko udeleženci na nepremičninskem trgu in centralna banka zaznali njegovo precenjenost (The Economist, 2005; Greenspan, 2009).

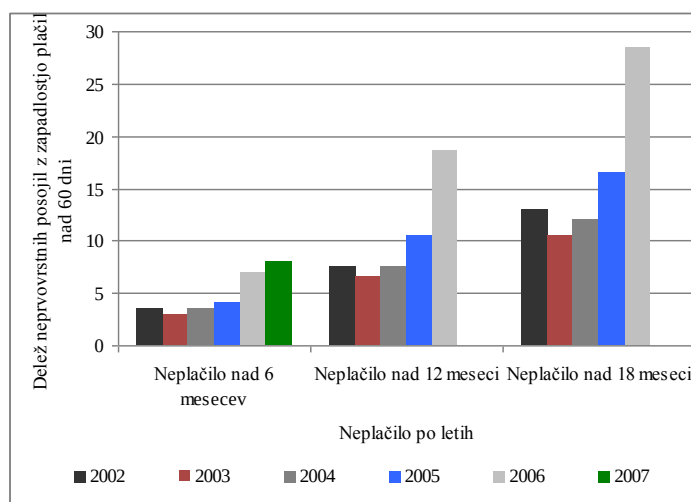
Centralna banka je poskušala omejiti rast gospodarstva z zviševanjem ključne obrestne mere. Dvig efektivne obrestne mere in zastoj cen nepremičnin je ustvaril vrzel med višjo vrednostjo anuitete posojila in nižjim hipotekarnim zavarovanjem ter sprožil val postopkov refinanciranja starih posojil. Ker pa že tako nizek razpoložljiv osebni dohodek lastnikov nepremičnin (Slika 4) ni mogel refinancirati visokih zamudnih obresti obstoječih posojil (Slika 5), so bile banke primorane odprodati nepremičnine pod izvršbo.

Slika 4: Delež (%) stanovanjskih stroškov v dohodku gospodinjstev v ZDA v letu 2006



Vir: Joint center for Housing Studies of Harvard University, 2008, str. 5, Slika 5.

Slika 5: Delež nepravvrstnih posojil z zapadlostjo plačila nad 60 dni v ZDA med leti 2002–2007



Vir: Joint center for Housing Studies of Harvard University, 2008, str. 20, slika 21.

Tabela 1 prikazuje padec prodaje novih in obstoječih enostanovanjskih hiš. Nižja prodaja novih enostanovanjskih hiš je bila uведен signal nižje aktivnosti gradbenega sektorja, ki je

občutno zmanjšal začetna dela na novih enostanovanjskih enotah. Znižanje povprečne vrednosti enostanovanjske hiše je znižalo vrednost nepremičninskega trga, kljub naraščanju vrednosti hipotekarnih kreditov. Zaradi višje obrestne mere je bilo v letu 2007 manj refinanciranj, manj nepremičninskih investicij, kot tudi manj obnov in popravil.

Tabela 1: Padec vrednosti nepremičninskega trga v ZDA

Prodaja	Padanje cen nepremičnin v USD		Padanje cen nepremičnin v %	
	2006	2007	2006/05	2007/06
Nove eno-stanovanjske hiše (10^3)	1.051	776	-18,1	-26,2
Obstoječe eno-stanovanjske hiše (10^6)	5,7	4,9	-8,1	-13
Začetna dela na eno-stanovanjskih hišah (10^3)	1.465	1.046	-14,6	-28,6
Začetna dela na več-stanovanjskih hišah (10^3)	336	309	-4,8	-7,9
Povprečna cena eno-stanovanjske hiše (\$)	228.200	217.900	-1,8	-4,5
Vrednost nepremičninskega trga (10^9)	10,3	9,6	-1,1	-6,5
Vrednost hipotekarnih kreditov (10^9)	10,1	10,5	7,7	3,7
Vrednost refinanciranj (10^9)	1,4	1,2	-17,7	-16,8
Nepremičninske investicije (10^6)	786,6	640,7	-3,6	-18,5
Obnove in popravila (10^6)	234,7	226,4	2,8	-3,6

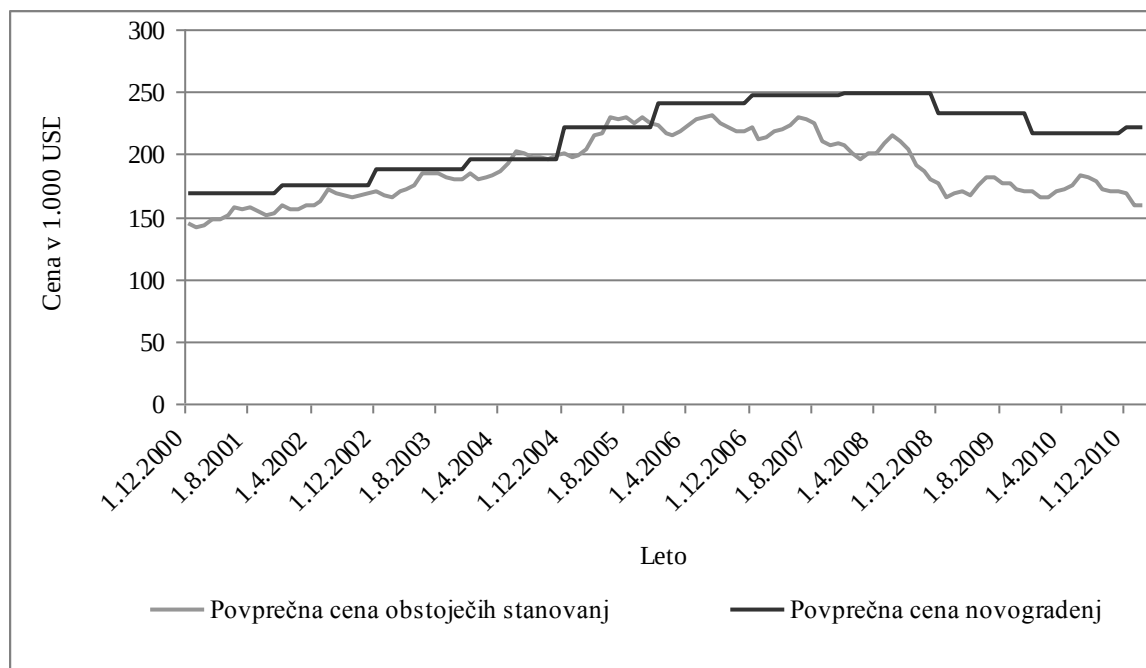
Vir: Joint center for Housing Studies of Harvard University, 2008, str. 7, Tabela 6.

Kot vidimo, se je leta 2006 začel trg umirjati in nato v letu 2007 zdrsnil navzdol. Kljub temu je zaradi aktivnega hipotekarnega trga, Center za raziskave nepremičninskega trga pri Harvardski univerzi (2008) govoril v prid nadaljevanju ekonomske rasti, ki temelji na povečanem povpraševanju ob novo nastajajočem valu baby booma in stabilni politiki zaposlovanja. V svoji analizi je Center pričakoval nadaljnjo rast ameriškega nepremičninskega trga, čeprav je bila v tistem trenutku slednja bolj intenzivna kot rast prihodka kupcev nepremičnin.

Najgloblji padec cen nepremičnin (Slika 6) se je zgodil šele leto kasneje, ko so cene nepremičnin v marcu 2007 doživele globlji padec od padca v krizi varčevanja in posojil⁶ leta 1989. Avgusta 2007 so ekonomisti z univerze Yale opozorili FED, da lahko na podlagi obstoječega stanja v gospodarstvu in predpostavk iz predhodnih balonov in recesij, upravičeno pričakujemo tudi do 50-odstotni padec cen nepremičnin na posameznih geografskih trgih (Finfacts Ireland, 2007).

⁶ Kriza varčevanja in posojil (angl. *Savings and loan crisis*) je izbruhnila med leti 1980 in 1990. Kazala se je v propadu 747 posojilnih družb v ZDA v vrednosti 87,9 milijarde USD.

Slika 6: Cene novogradenj in obstoječih stanovanj v ZDA v 1.000 USD v obdobju 2000–2010



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; NAR, 2011.

Septembra leta 2007 je Bernanke imenoval naraščajoči nepremičninski balon za največje tveganje ameriškega gospodarstva. Naraščanje stroškov izterjave zapadlih hipotek konec leta 2006 na ameriških sodiščih je avgusta leta 2008 privedlo do izbruha krize na področju neprvovrstnih posojil, na področju izdanih kritnih hipotekarnih obveznic ter tako na celotnem kreditnem trgu, trgu hedge skladov in internacionalnem medbančnem trgu (Bernanke, 2007b).

Do sredine leta 2008 je bilo na trgu 2,3 milijona rezidenčnih nepremičnin iz naslova nezmožnosti odplačila posojila. Do septembra 2008 so cene nepremičnin padle za 20 odstotkov glede na njihov vrh v letu 2006 (Skidelsky, 2009, str. 6). Do konca leta 2008 so cene nepremičnin dosegle ravni iz meseca marca leta 2004 (Mantell, 2008).

2 ANALIZA VZROKOV FINANČNE KRIZE ZDA

Izbruh krize lahko pripišemo številnim dejavnikom, ki so se akumulirali tekom let na nepremičninskem in kreditnem trgu. Dejavniki, ki so onemogočili odplačilo hipotekarnih kreditov gospodinjstev, so variabilna obrestna mera hipotekarnih posojil, visok delež zadolženosti prihodkov kreditojemalcev, agresivno ponujanje posojil, špekulativno obnašanje gospodinjstev in prekomerna gradnja v času ekspanzije na nepremičninskem trgu, tvegani hipotekarni produkti, visoka stopnja zadolženosti fizičnih oseb in podjetij, finančni produkti, ki so porazdelili in prikrili dejansko tveganje nezmožnosti plačila kredita, ohromljena monetarna politika, mednarodna tržna neravnovesja, ohlapna državna regulacija (in njena deregulacija).

Trije ključni katalizatorji krize neprvovrstnih posojil so bili pritok denarnih sredstev iz zasebnega sektorja, vstop bank na trg nepremičninskih obveznic in agresivna ponudba ponudnikov hipotekarnih kreditov z variabilnimi obrestnimi merami, t. i. 2-28⁷ posojili, katere so hipotekarni posojilodajalci neposredno prodali preko hipotekarnih finančnih posrednikov (BBC News, 2007c). Poleg opisanih dejavnikov je v finančnem sektorju moralni hazard spodbudil razvoj številnih generatorjev kasnejše krize (Brown, 2008).

V deklaraciji *Summit on Financial Markets and the World Economy*, ki je potekal 15. novembra 2008, so predstavniki Skupine 20 prepoznali, da so v obdobju povišane gospodarske rasti, naraščajočih kapitalskih tokov in predhodne podaljšane stabilnosti, udeleženci kapitalskega trga iskali višje donose in pri tem zanemarili tveganje in realno vrednotenje premoženja posojilojemalca in tako ob nizkih standardih izdaje finančnih produktov, nerazumnem ravnanju s tveganji, povečani kompleksnosti in netransparentnosti finančnih produktov v kombinaciji s povišanim vzvodom produktov še povečali ranljivost finančnega sistema. Zakonodajalci, kot so zakonodajna telesa in nadzorni organi razvitih držav, niso pravilno zaznali in obravnavali naraščajočega tveganja na finančnih trgih, držali koraka s finančnimi inovacijami in upoštevali sistemske posledice domačih zakonodajnih ukrepov (The White House, 2008).

Vprašanja glede učinkov, ki sta si jih zastavila Buffett (2010) in Volcker (2010), ali bi prišlo do finančne krize in svetovne gospodarske krize, če ne bi cene nepremičnin tako sunkovito padle, če bi bili finančni trgi podprti z naprednim finančnim inženiringom, če bi lahko s finančnimi modeli ovrednotili individualno kreditno tveganje, če bi bila gospodarska neravnovesja, kot so veliki trgovinski primanjkljaji in nizke aktivne obrestne mere ob presežnem povpraševanju, trajnostna in če bi bila regulacija senčnega dela bančnega sistema večja in trga izvedenih instrumentov sploh ne bi bili potrebovali, mi bodo v nadaljevanju služila pri oblikovanju pregleda vzrokov nastanka in poteka finančne krize.

Ameriška komisija za preiskavo finančne krize (angl. *US Financial Crisis Inquiry Commission*) je v svojem poročilu januarja 2011 navedla, da bi se krizi dalo izogniti, v kolikor ne bi prišlo do naslednjih povzročiteljev krize. Med najpomembnejše uvršča pomanjkanje in neučinkovitost nadzora finančnega sektorja, v katerega se je ujela tudi FED z nepravilno razporeditvijo neprvovrstnih hipotekarnih kreditov. Sledi poslabšanje učinkovitega vodenja družb, med katerimi velja izpostaviti predvsem finančne družbe, ki so s slabo poslovno prakso prevzemale previsoko tveganje. Tako so ob hkratni eksploziji zadolževanja in povečevanja prevzetega tveganja gospodinjstev izkoristile družbe na Wall Streetu, ki so omogočile pritok svežega denarja. Konec koncev je odpovedal tudi politični in zakonodajni sistem, ki po začetnem kolapsu finančnega sistema ni znal spodbuditi akcij za odpravo nastalih težav in tudi ni uvidel resnosti in dolgotrajnosti nastajajoče recesije (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011).

⁷ 2-28 posojilo je posojilo, ki ima prihodnji 2 leti fiksno obrestno mero in variabilno naslednjih 28 let. Skupna doba odplačevanja kredita je tako 30 let. Največkrat so omogočala 100-odstotno pokritje vrednosti nepremičnine. Tovrstna posojila so v glavnini cenejša kot posojila s fiksno obrestno mero in so se množično uporabljala v času nepremičninskega buma.

Kot je razvidno iz napisanega, se je neravnotežje sprva ustvarilo na nepremičninskem trgu, zato bom v prvi vrsti pogledala stranske učinke neravnotežja na ameriškem nepremičninskem trgu, ter posledično trgu nepremičninskih posojil, kjer so špekulativna naravnost lastnikov ameriških domov in finančne inovacije povečale tveganje zasebnega in finančnega sektorja.

2.1 Učinki neravnotežja ameriškega nepremičninskega trga

Ekspanzivna rast cen nepremičnin na prehodu tisočletja je spodbudila vrsto dejavnikov, ki so kasneje vodili v finančno krizo. Višja cena nepremičnin je omogočila razcvet gradbenega sektorja in povečala maso hipotekarnih kreditov. Nizke obrestne mere posojil so pripomogle k špekulativnim naložbam oškodovancem IT balona. Prej neenakomerna rast cen nepremičnin je povzročila ob padanju cen in izvršbah beg delovne sile iz prenaseljenih centrov v mestna okolja z bolj ugodnimi cenami stanovanj.

Zgodovinski pregled trga nepremičnin kaže, da je cvetenje nepremičninskega trga nenadoma zastalo poleti 2005 in se leto kasneje sprevrglo v padec povpraševanja na nepremičninskem trgu, presežek prostih nepremičnin in vsesplošni padec cen nepremičnin. Witter (2006) je opozoril na nevarnost izbruha krize na trgu nepremičnin in napovedal, da bi ne glede na pričakovanja glede rasti plač, inflacije in BDP, zaradi precenjenosti povprečne ameriške nepremičnine konec leta 2005 za 30–50 odstotkov, povprečne cene nepremičnin morale doživeti popravek navzdol za 30 odstotkov v naslednjih 3 letih.

Lereah (v Levine, 2006), glavni strokovnjak ameriške nacionalne agencije nepremičninskih podjetij (angl. *National Association of Realtors*, v nadaljevanju NAR), je upočasnitev aktivnosti na trgu nepremičnin pozimi 2005 uporabil za napoved blage korekcije trga, v kateri bodo gradbena podjetja in gospodinjstva uravnotežila ponudbo in povpraševanje na vzdržen nivo v naslednjih mesecih leta 2006. Appleton-Young (2006) je opozorila, da glede na zaznано dogajanje na kalifornijskem nepremičninskem trgu ne moremo govoriti o blagi korekciji. V drugi kritiki (po Financial Times, 2006) je Lereah popravil scenarij blage korekcije in napovedal padec cen in gospodarske klime.

Zmanjšanje prodaje (za 4,1 odstotka v mesecu juliju 2006), povečanje presežnih nepremičnin na 13-letni vrh in padec cen avgusta 2006 (po podatkih agencije NAR) je Roubinija⁸ (2006) vodilo v prepričanje, da gre za največji nepremičninski zlom v zadnji polovici stoletja, ki bo po padcu investicij povzročil eno izmed večjih investicijskih kriz po padcu borznega indeksa Nasdaq med letoma 2000–2001. Predvideval je, da bo intenzivnost poka nepremičninskega balona prevesila ameriško gospodarstvo v recesijo preko učinka na realne investicije gospodinjstev, njihovo premoženje, potrošnjo in zaposlenost in bo za seboj pustil večje opustošenje kot ga je kriza tehnološkega sektorja v letu 2001.

⁸ Analitikom je spodletela napoved glede razsežnosti finančne krize, največje krize po veliki depresiji leta 1930. Eden izmed redkih ekonomistov, ki je napovedal prihod krize in nepremičninski zlom, Nouriel Roubini, je doživel kritike in obtožbe črnogledosti s strani ostalih analitikov in ekonomistov.

Stiglitz (2006) je potrdil Roubinijevo tezo in dodal, da bo kriza ameriškega gospodarstva nastopila s padcem cen nepremičnin in z zmanjšanjem premoženja povprečnega ameriškega gospodinjstva. Trajanje krčenja gospodarske rasti oziroma recesija bo v večini odvisna od rigidnosti ameriške potrošnje prebivalstva (leta 2006: 70 odstotkov BDP oziroma 13,7 bilijonov USD). Ustvarjeno krčenje premoženja udeležencev pa bo negativno vplivalo na zaupanje potrošnikov in ustvarilo nadaljnje motnje v ameriškem in svetovnem gospodarstvu.

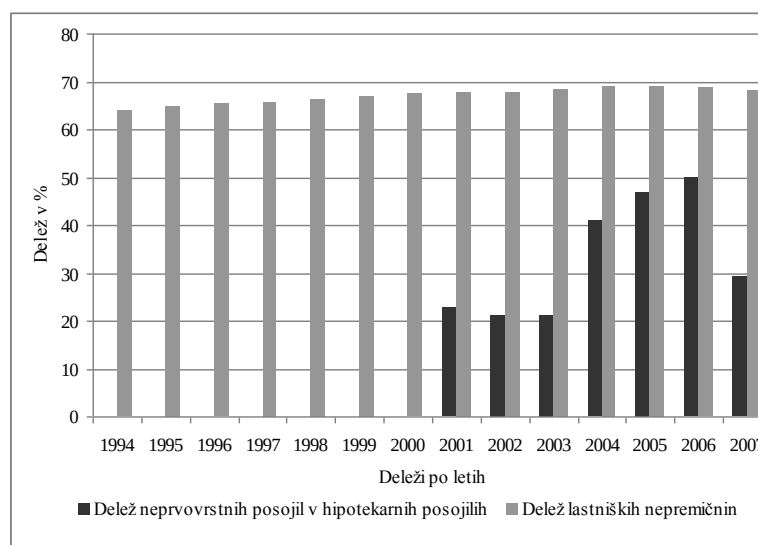
Sprva so bile uradne projekcije državnih in nadenacionalnih institucij naravnane na korekcijo gospodarstva v prihodnjih 2 letih (Bloomberg, 2007a). Bernanke je oktobra 2006 predvidel znižanje gospodarske rasti za 1 odstotek. Svetovna banka je znižala oceno svetovne gospodarske rasti za leto 2007 (Bernanke, 2007a). Bela hiša je znižala pričakovano rast za leto 2008, s 3,1 odstotka na 2,7 odstotka, in napovedala večjo brezposelnost (na raven 5 odstotkov s takratnih 4,6 odstotka), kot posledico dogodkov na kreditnem in nepremičninskem trgu.

2.2 Neprvovrstna hipotekarna posojila na ameriškem kreditnem trgu

Pojem **neprvovrsten** predstavlja kreditno sposobnost posameznega posojilojemalca, ki ima slabšo kreditno sposobnost, nižjo zgodovinsko likvidnost in potemtakem višjo verjetnost neplačila posojila glede na prvovrstne posojilojemalce.

Aprila 2005 je Greenspan pozdravil tekoči proces in učinke deregulacije sekundarnega hipotekarnega trga, ki je spustil standarde rezidentstva posojilojemalcev, zavarovanja posojil in povečal razpoložljivih kreditov širši množici posojilojemalcev. Učinki deregulacije so spodbudili ekspanzivno rast trga neprvovrstnih posojil z 1–2 odstotka v 90-ih letih na 5 odstotkov v letu 1994, na 40 odstotkov 2004 ter kasneje 50 odstotkov vseh izdanih hipotekarnih posojil v letu 2006 (Slika 7).

Slika 7: Rast neprvovrstnih posojil v ZDA v obdobju 1997–2007



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Vrednost neprvovrstnih posojil je do leta 2007 porasla na 1.300 milijard USD, med katerimi je bilo 7,5 milijard neprvovrstnih posojil v postopku izvršbe. Kar 80 odstotkov izdanih neprvovrstnih hipotekarnih posojil v ZDA v letih pred kolapsom kreditnega trga je imelo variabilno obrestno mero (Ward, 2004).

Izumitelj hipotekarnih vrednostnih papirjev v 70-ih letih, Ranieri, (povzeto po MSN Money, 2007) je opozoril, da bodo posledice neplačil v prihodnosti terjale odprodajo 100 milijard USD vrednih ameriških domov, če se bodo problemi na sekundarnem hipotekarnem trgu prenesli na primarni trg. Ko se je to pričelo dogajati na ameriškem trgu, sta tako Roubini (2007a) kot Roach (2007) okrivila politiko FED-a, ki je spodbujala potrošnike v zamenjavo kreditov s fiksno obrestno mero za variabilno obrestno mero in omogočala posojila kreditujemalcem z nižjo boniteto.

Analiza centra *Joint center for Housing Studies of Harvard University* (2008) je izpostavila, da se je v letih pred krizo obnašanje posojilodajalcev spremenilo. Slednji so ponujali vedno več posojil posojilojemalcem z nižjo boniteto in rizičnim posojilojemalcem, kot so neprijavljeni priseljenci. Pohlepno posojanje predstavlja brezskrbno obnašanje posojilodajalcev, ki so se zavestno podali v nevarno oziroma nesmiselno zavarovana posojila na podlagi neprimernih namenov. Zaradi nizkih temeljnih obrestnih mer so finančne institucije v posojilnem razmerju označile nizke efektivne obrestne mere, ki so takrat predstavljale obresti v višini 1–1,5 odstotka (Slika 8), v sami posojilni pogodbi pa so finančne institucije navedle variabilno obrestno mero. Posojilojemalci so potrošili kredite, nato pa so se temeljne obrestne mere začele dvigovati, kar je ustvarilo pritiske na višje obrestne mere in večje mesečne obveznosti, ki so povečale pritiske na posojilojemalce.

Zahteve pri hipotekarnih posojilih so ušle z vajeti. Najprej so na trg prišla posojila SIVA⁹, kjer je odobritev posojila temeljila na podlagi navedenega dohodka in ocene premoženja. Dokazilo o dohodku ni bilo več potrebno. Posojilojemalci so navedli zgolj dohodek v vlogo za posojilo in imeli pozitivno dobroimetje na računih pri banki. Nato so posojilodajalci ponudili NIVA¹⁰ posojila, kjer za odobritev posojila posojilojemalci niso potrebovali dohodka, temveč zgolj oceno premoženja. Posojilodajalec ni več zahteval potrdila o zaposlitvi, preveril je le dobroimetje na računih pri njihovi banki. Zahteve so postajale vedno bolj ohlapne, da bi lahko pridobili čim več posojil in na podlagi tega ponudili nove vrednostne papirje z zavarovanjem nepremičnine. Tako se je oblikovala najbolj tvegana oblika posojila NINA¹¹, kjer za odobritev kredita posojilojemalec ne potrebuje ne dohodka ne sredstev (v medijih lahko zasledimo tudi ime Ninja posojila). Kreditno oceno so oblikovali na podlagi navedenega zneska in nobeno stanje ali premoženje ni bilo predmet preverjanja (Mortgage Loan, 2007).

⁹ SIVA posojilo oziroma angl. *Stated income – verified asset loan* je posojilo, kjer je naveden bruto dohodek posojilojemalca in ne upošteva niti se ne preverja davčnih obveznosti in ostalih prispevkov.

¹⁰ NIVA posojilo oziroma angl. *No income – verified assets provided*, kjer nihče ni preveril dohodka, zgolj sredstva posojilojemalca.

¹¹ NINA posojilo oziroma angl. *No income no asset*, kjer se ne preveri niti dohodka niti sredstev posojilojemalca.

Alt-A¹² nepremičninska posojila so znana tudi kot »posojila lažnivcem«. Odobrena na podlagi zahtevkov z navedenim dohodkom gospodinjstva, ne da bi banka preverila istovetnost navedenega dohodka. Vsem znano dejstvo je, da kupci nepremičnin navedejo višji dohodek v želji po odobritvi kredita višje vrednosti za nakup zelenega doma višje vrednosti ali povečanje osebne potrošnje (Mortgage Loan, 2007).

Poleg kreditiranja posojilojemalcev z nižjo boniteto so se posojilodajalci posluževali različnih posojilnih spodbud. V letu 2005 je povprečni plog na hipotekarno posojilo znašal 2 odstotka, pri čemer 43 odstotkov tovrstnih posojilojemalcev ob odobritvi kredita ni položilo nobenega predplačila, pologa ali deleža sredstev k nakupu nepremičnine (Knox, 2006). V letu 2006 so neprvovrstna in Alt-A nepremičninska posojila predstavljala 39 odstotkov celotnih nepremičninskih posojil in 21 odstotkov celotnih odobrenih posojil. Začetni signal širjenja plačilne nediscipline se je odrazil v letu 2007, ko so se 90-dnevne zamude plačila na Alt-A nepremičninska posojila povečala na 4,21 odstotka z 0,81 odstotka v letu 2004 (Roubini, 2007b).

Medtem ko se je vrednost prostega denarja med leti 2000–2007 podvojila, je vrednost instrumentov z višjimi donosi ostala nespremenjena. Prepoln bazen denarja, v vrednosti 70 bilijonov USD naložb v dolžniške vrednostne papirje, je iskal višje donose od zakladnih menic. Do leta 2003 je bila ponudba nepremičninskih kreditov po konvencionalnih hipotekarnih standardih izčrpana. Investicijske banke so odgovorile na povečano povpraševanje z izdajo finančnih inovacij hipotekarnih obveznic in hipotekarnih zapisov, ki so dobili visoke bonitetne ocene s strani priznanih bonitetnih hiš. Povečano povpraševanje po hipotekarnih obveznicah in hipotekarnih zapisih je postopoma znižalo kreditne standarde, da bi ugodili nadaljnji prodaji hipotekarnih kreditov, dokler ni špekulativni balon nepremičninskega in kreditnega trga postal nevzdržen (Jagannathan, Kapoor & Schaumburg, 2009).

Marca 2007, ko se je kriza z ameriškega nepremičninskega trga prevalila na trg neprvovrstnih posojil, je bilo 40 odstotkov neprvovrstnih posojil posledica avtomatske odobritve posojila. Hipotekarne kršitve so bile zavedene tako na strani posojilodajalcev kot tudi posojilojemalcev. Že leta 2004 je FBI opozoril na epidemijo hipotekarnih prevar, na pomembno kreditno tveganje neprvovrstnih hipotekarnih posojil, ki lahko privede do podobne krize krizi varčevanja in posojil (Schmitt, 2008).

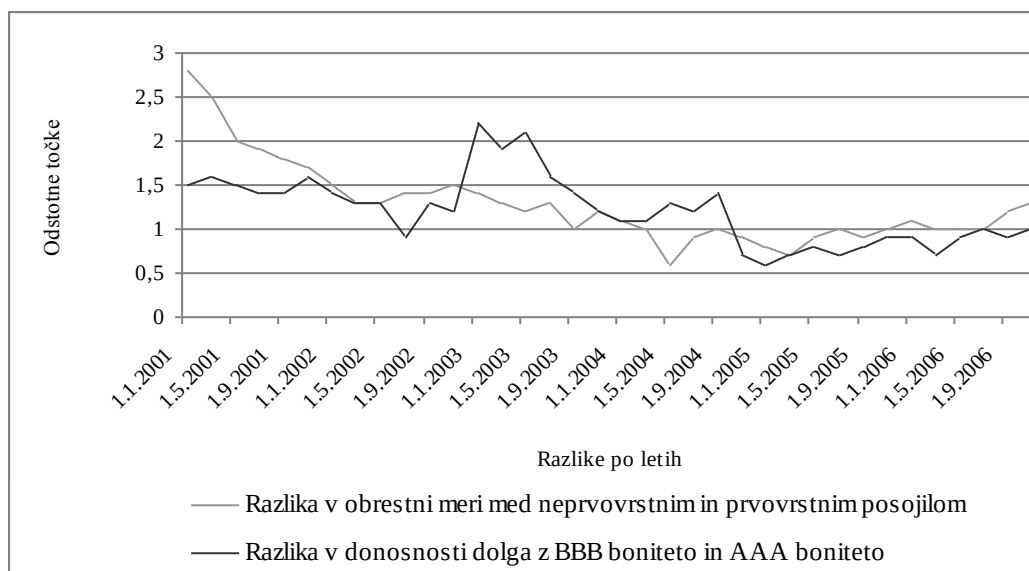
FED je v študiji leta 2008 ugotovila, da se je razlika med obrestnimi merami na prvovrstne in neprvovrstne kredite vidno zmanjševala med leti 2001 in 2007 (Slika 8). Zniževanje premije na tveganje in kreditnih kriterijev je značilen pojav v obdobju napihovanja in poka kreditnih balonov (Demyanyk & Van Hemert, 2008). Tovrstni primer je Countrywide¹³, ki je v

¹² Alt-A posojilo oziroma angl. *Alternative documentation loan* ali *Alternative A-paper loan*, kjer je zaradi bonitete posojilojemalca ali standardov odobritve, tveganje posojila med A boniteto posojila in neprvovrstnim posojilom.

¹³ Countrywide Financial Corp. je bila ameriška finančna družba, ki je velik obseg poslovanja temeljila na neprvovrstnih hipotekarnih posojilih in obveznicah ter je bila v sili kapitalske neustreznosti prevzeta s strani ene izmed večjih ameriških bank Bank of America Corp. leta 2008.

oglaševalski akciji spodbujal prebivalce k najemanju kreditov po nizkih obrestnih merah (1–1,5 odstotka) ter z njimi sklepal posojilne pogodbe z variabilno obrestno mero. Kasneje, ko se je temeljna obrestna mera začela dvigovati, je bil obtožen izvajanja nemoralne poslovne prakse in zavajajočega oglaševanja (Altman, 2009).

Slika 8: Razlike v obrestnih merah neprvovrstnega in prvovrstnega (BBB – AAA) dolga med leti 2001 in 2007



Vir: Y. Demyanyk in O. Van Hemert, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, 2008, Tabela 6, str. 23.

Aprila 2007 so nastopili v primeru Alt-A posojil podobni problemi neprvovrstnim posojilom, pa čeprav so veljala za manj tvegana posojila od neprvovrstnih posojil. Junija je bonitetna hiša Standard & Poor opozorila, da bonitetni ameriški lastniki domov čedalje bolj zamujajo s plačilom mesečnih obveznosti hipotekarnega kredita. To je indikator, da posojilojemalci nimajo tako dobre kreditne ocene in da je del kreditov prešel na trg neprvovrstnih posojil (Bajaj, 2007).

Po padcu cen nepremičnin v ZDA med letoma 2006–2007 je postalo refinanciranje posojila oteženo. Restriktivna centralno-bančna politika je dvignila obrestne mere, posledično efektivne obrestne mere neprvovrstnih hipotekarnih posojil z variabilno obrestno mero, posledično je narasla tudi nerednost plačil hipotekarnih obrokov. Finančni instrumenti, izdani na podlagi neprvovrstnih posojil, v katere so investirale finančne družbe, so izgubili večji delež svoje vrednosti. Znižala se je vrednost kapitala finančnih družb in ameriških vladnih agencij, znižala se je kreditna masa na ameriškem in posledično svetovnem finančnem trgu. Več kot 25 kreditnih institucij je objavilo prisilno poravnava ali stečaj, ostali pa so se soočali z neprofitnim poslovanjem in iskali rešitev v združitvah in prevzemih (CNN Money, 2007a).

Gross je leta 2007 prepoznal dogajanje na trgu hipotekarnih dolžniških vrednostnih papirjev in podal kritiko obstoječega sistema ugotavljanja kreditne bonitete in hipotekarnih vrednostnih papirjev. FED je pozval, naj razmisli o tveganosti izvedenih finančnih

instrumentov, ki jih držijo v rokah individualni investitorji, saj lahko povečan finančni vzvod tovrstnih instrumentov ob dvigu obrestnih mer zniža cene temeljnemu instrumentu (Roubini, 2007b). Nižje vrednosti osnovnih instrumentov vodijo v zmanjšanje premoženja večjih investicijskih bank, kot so Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Merrill Lynch, in Morgan Stanley (Businessweek, 2007). Iz strahu pred kolapsom investicijskega trga, je senator Dodd marca 2007 pozval največje banke na področju izdaje in trgovanja s hipotekarnimi vrednostnimi papirji, naj obrazložijo obstoječe prakse (Poirier, 2007).

Kaj kmalu se je kriza razširila na sekundarni trg neprvovrstnih hipotekarnih posojil ter tako posledično zajela ameriške in evropske poslovne banke in hedge sklade, pri čemer je bilo veliko kritike podane tako na špekulativno obnašanje in moralni hazard posojilodajalcev, posojilojemalcev in ostalih udeležencev finančnega trga.

2.3 Špekulativno obnašanje udeležencev ameriškega kreditnega trga

Kot sem omenila že v prejšnjem poglavju, so deregulacija bančnega trga, nizke obrestne mere, visoka likvidnost finančnega trga in rast cen nepremičnin v letih pred zlomom ameriškega nepremičninskega trga spremenile obnašanje posojilojemalcev in posojilodajalcev, pri čemer so ustvarile možnost špekulativnega obnašanja lastnikov nepremičnin in moralnega hazarda bank. Po podatkih agencije NAR je bilo v letu 2005 kar 28 odstotkov vseh nepremičnin kupljenih v investicijske namene, v letu 2006 pa je omenjen delež padel na 14 odstotkov (CNN Money, 2007b). Obvestila so poročala o tem, kako se stanovanja pred dejansko vselitvijo večkrat preprodajo z dobičkom (Harney, 2005). Lereah (v Levine, 2006), takratni vodilni ekonomist agencije NAR, je opozoril na pričakovan padec nepremičninskega trga, zaradi zniževanja premij investiranja v nepremičnine. V nadaljevanju poglavja bom povzela nekaj kritik tovrstnega obnašanja zasebnega sektorja.

Gelinas z Manhattanskega inštituta je v svoji knjigi *After the Fall* (2008) navedla neodzivno davčno zakonodajo in napredno hipotekarno politiko za ključna dejavnika spodbujanja moralnega hazarda in odmik stanovanjskega motiva v špekulativni motiv. Shiller (2008) je nasprotoval, da se špekulativni balon polni z nalezljivim optimizmom v času rasti cen in predstavlja družbeno tveganje.

Knox in Kirchhoff (2007) menita, da je ravno spodbujevalna politika posojilodajalcev, ki so ponudili težavnim dolžnikom bolj ugodne pogoje hipotekarnih kreditov v obliki refinanciranja, spremembe kreditnih pogojev in možnosti zmanjšanja dolga, omogočila špekulativno obnašanje na trgu nepremičnin.

Nekateri avtorji, kot so Altman (2009), Furfine (2006), Dowd (2007) in Cowen (2008), preučujejo vpletenost FED-a v dvig moralnega hazarda. S tem ko je FED ponudila pomoč družbi Long-Term Capital Management leta 1998, so druge finančne institucije dobile signal, da jim bo FED vedno priskočila na pomoč, v kolikor bo tvegan del njihovega poslovanja ohromljen, saj so prevelike institucije, da bi jih pustili propasti (Haubrich, 2009).

2.4 Deregulacija ameriškega bančnega sistema

V prejšnjem podpoglavju sem se dotaknila deregulacije ameriškega bančnega sistema kot pomembnega dejavnika nastanka finančne krize. Čedalje večja dinamičnostjo finančnih trgov (finančne inovacije, derivati in neuravnotežene bilance bank) je kazala razkorak med vse bolj ohlapnimi pravili in zakoni poslovanja na finančnih trgih.

Oktobra 1982 je predsednik Reagan sprejel Zakon o poslovnih bankah (angl. *Law the Garn-St. Germain Depository Institutions Act*), ki je pospešil deregulacijo poslovnih bank. Novembra 1999 je predsednik Clinton sprejel nov zakon (angl. *Law the Gramm-Leach-Bliley Act*), ki je nadomestil Glass-Steagallov Zakon. Slednji je prepovedoval združitev poslovnih bank, zavarovalnic in investicijskih bank. Kasneje so z njegovo odpravo želeli zmanjšati razliko med poslovnimi bankami in investicijskimi bankami in posledično vplivali na povečanje tveganja bilanc finančnih institucij (Engdahl, 2009).

Kuttner (2007) in Krugman (2010) sta iskala vzrok izbruha finančne krize v pomanjkljivi regulaciji bančnega sektorja in razveljavitvi Glass-Steagallovega Zakona. Slednja je omogočila nastop sistemskih tveganj, deregulacijo bančnega trga, kreacijo eksotičnih finančnih instrumentov izven dosega zakonodajnih in nadzornih teles ter kreditni krč, podoben krču velike gospodarske krize.

V letu 2004 je ameriška komisija za vrednostne papirje (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC) zmanjšala minimalno ustreznost kapitala v investicijskih bankah, kar je povečalo delež dolga v investicijskih bankah, na račun špekulativnih naložb, kot so bila nepravovrstna posojila (Labaton, 2008c). Ohlapnejša zakonodaja na področju investicijskih bank je spodbudila velike poslovne banke, kot je Citigroup, da iz poslovne bilance banke izvzame bolj tvegane naložbe in jih preloži na investicijske subjekte (Moss, 2010). Posledično so investicijske banke v nadaljnjih letih drastično povečale finančni vzvod in izdajo vrednostnih papirjev izdanih na podlagi nepravovrstnih hipotekarnih posojil.

Dotedanji predsednik FED-a, Greenspan (v Engdahl, 2009) je v želji po prostem trgu s finančnimi derivati uspel izdati nov Zakon v letu 2000 – *Commodity Futures Modernization Act*, ki je onemogočil nadzor agencije *Commodity Futures Trading Corporation* nad finančnimi derivati in spodbudil izdajo CDS¹⁴ in OTC¹⁵ izvedenih finančnih instrumentov. Posledično se je volumen trgovanja s slednjimi do leta 2008 povečal za 100-krat.

Pod vprašanje se je postavilo tudi vodenje monetarne politike s strani FED-a. Splošna naloga centralnih bank je voditi monetarno politiko in vplivati na stopnjo inflacije. Centralne banke imajo nadzor nad poslovnimi bankami in omejen nadzor nad ostalimi finančnimi institucijami. Implementacija monetarne politike in nadzor nad finančnim sistemom bi morala

¹⁴ *Credit default swaps* (CDS) so zapisi, zavarovani s krediti in ostalimi hipotekarnimi vrednostnimi papirji, in investitorjem predstavljajo nižje tveganje plačilne nediscipline dolžnikov.

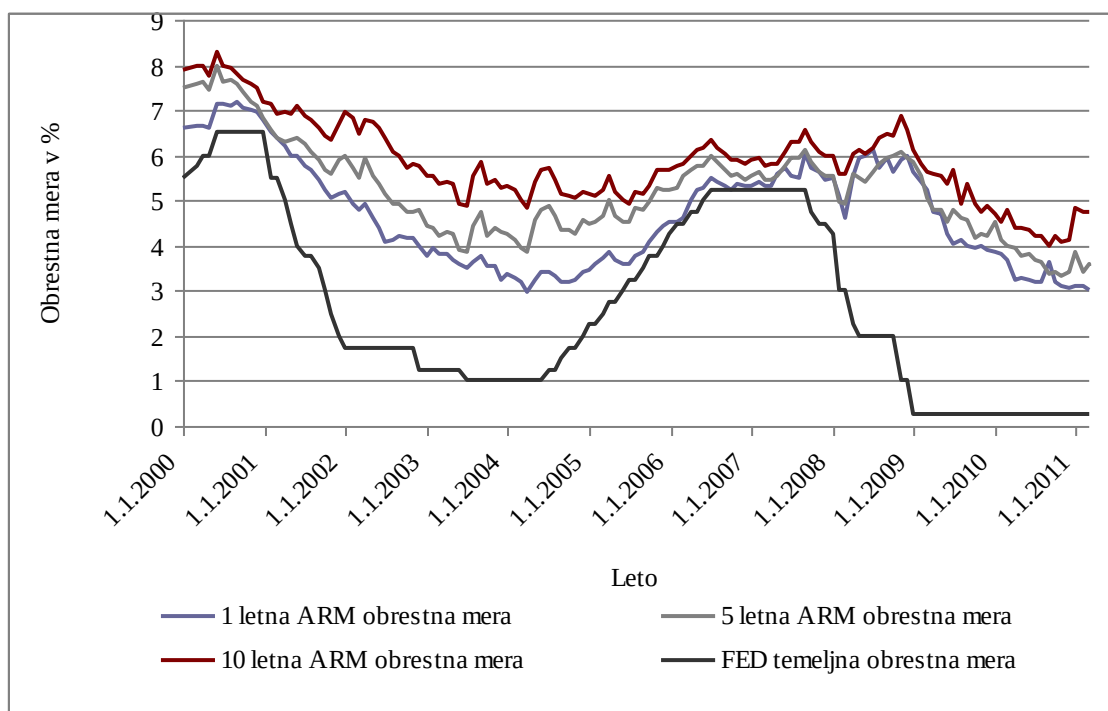
¹⁵ OTC je angl. kratica za *Over The Counter*, kar pomeni nestandardizirano obliko finančnega instrumenta. V primeru izvedenih finančnih instrumentov, so nestandardizirani izvedeni finančni instrumenti sklenjeni za posamezni posel med banko ali izdajateljem in kupcem tovrstnega instrumenta.

preprečiti cenovna neravnotežja na finančnih in blagovnih trgih in preprečiti nastanek napihovanja trgov, kot sta bila nepremičninski in *dot-com* balon. V kolikor pa opisana neravnotežja nastanejo, politika centralne banke ne bi smela biti eden izmed ključnih vzrokov. Centralna banka je namreč tista, ki se vključi v post festum zniževanje škode v gospodarstvu.

Zniževanje ključne obrestne mere FED s 6,5 odstotka leta 2000 na 1 odstotek leta 2003 naj bi ublažilo posledice poka *dot-com* balona in terorističnega napada septembra 2001 ter tako ubranilo ameriško gospodarstvo pred tveganjem deflacije. FED je bila prepričana, da zniževanje obrestne mere ne bo imelo posledic, saj je bila inflacija že tako nizka, vendar pa je pri tem zanemarila nekatere druge pomembne dejavnike. Fisher (2006), predsednik in CEO Federal Reserve Bank of Dallas, je dejal, da je bila obrestna politika FED-a v začetku desetletja zgrešena, ker je bila izmerjena stopnja inflacije v takratnem obdobju pod dejansko realno stopnjo inflacije, ki je nato ameriško gospodarstvo pripeljala v nepremičninski balon. Prepričanje predsednika FED-a, Bernankeja (2007b) je, da je pritok kapitala oziroma varčevanja, zaradi presežnega svetovnega varčevanja, ohranjal dolgoročno nizko obrestno mero, ne glede na ukrepe zniževanja obrestne mere s strani FED-a.

Potem ko je FED občutno zvišala obrestno mero med julijem 2004 in 2006 (Slika 9), so se zvišale variabilne obrestne mere ročnosti 1–5 let, kar je posledično podražilo posojila obstoječih hipotekarnih posojilojemalcev. Nepremičninski balon je bil tik pred tem, da poči, pripomogle pa so tudi višje obrestne mere na temeljnem finančnem trgu, ki so ponudile nepremičninskim špekulantom novo priložnost ustvarjanja dobičkov.

Slika 9: Gibanje obrestnih mer (%) FED in Freddie Mac med leti 2000–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; FED, 2011; Bankrate.com, 2011.

Ameriški podjetniški inštitut je leta 2008 označil vladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac¹⁶ za krovna krivca rasti nepravovrstnih posojil, saj sta omogočala ugodno refinanciranje nepravovrstnih posojil poslovnih bank (Slika 9) in s tem spodbujevalca finančne krize (Labaton, 2008a). V obdobjih recesije je morala na pomoč priskočiti država s finančnimi injekcijami, podobno kot v 80-ih letih (Holmes, 1999).

V študiji Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*, v nadaljevanju OECD) o učinkih pomanjkanja globalne regulacije finančnega sistema je Slovik (2011) ugotovil značilno povezavo z znižanjem ravni ustreznega kapitala svetovnih bank, znižanjem osnovnih posojilnih poslov in povečanjem poslov s sekuritizacijo bančnih posojil, s povečanim tveganjem sredstev bank in posledično znižanjem domače gospodarske rasti.

2.5 Finančne inovacije ameriškega finančnega trga

Izraz finančna inovacija predstavlja dinamičen razvoj finančnih produktov z namenom doseganja želja strank, kot je premestitev tveganja (neplačilo posojilojemalca) ali pomoč pri njihovem zadolževanju. Do sedaj sem prikazala, da so izbruh finančne krize spodbudili naslednji finančni produkti: hipotekarni krediti s spremenljivo obrestno mero, izdaja vrednostnih papirjev na podlagi nepravovrstnih posojil oziroma hipotekarni vrednostni papirji (angl. *Mortgage Backed Securities*, v nadaljevanju MBS) in posredovanje finančnih institucij pri prodaji skupnega dolga na podlagi nepravovrstnih posojil oziroma hipotekarne obveznice (angl. *Collateralized Debt Obligations*, v nadaljevanju CDO), ter derivati v obliki zamenjave dolga oziroma hipotekarne zamenjave (angl. *Credit Default Swaps*, v nadaljevanju CDS). Kljub temu da uporaba in razumevanje tovrstnih finančnih produktov zahteva večjo mero znanja, se je obseg trgovanja s tovrstnimi produkti in njihova skupna vrednost v zadnjih letih pred izbruhom finančne krize podeseterila.

Razlog razvoja finančnih inovacij je razpršitev in zmanjšanje tveganja. Tradicionalni model nepremičninskih kreditov vključuje odobritev kredita posojilojemalcu s strani banke in prevzem kreditnega tveganja, to je tveganja neplačila. Z vzponom listinjenja je tradicionalni model omogočil nastanek kompleksnega hipotekarnega modela, kjer banke v prvi vrsti prodajajo hipotekarne kredite in nadalje razpršijo kreditno tveganje s prodajo hipotekarnih vrednostnih papirjev. Listinjenje pomeni, da ponudniki hipotekarnih kreditov niso bili obvezani držati posojil do njihove zapadlosti. S preprodajo hipotekarnih posojil na nove investitorje so izvorni posojilodajalci pridobili sredstva za izdajo novih posojil in vnovčili višje provizije na posojila. Omenjeni proces je bil spodbuda za nastanek 'moralnega hazarda', kjer povečan obseg danih posojil ni ustrezal izpostavljenosti tveganju slabih posojil (Lewis, 2007).

¹⁶ V letu 1999 je Clintonova administracija s subvencijami spodbudila posojilojemalce k večjemu zadolževanju v obliki nepravovrstnih posojil preko vladne agencije Fannie Mae.

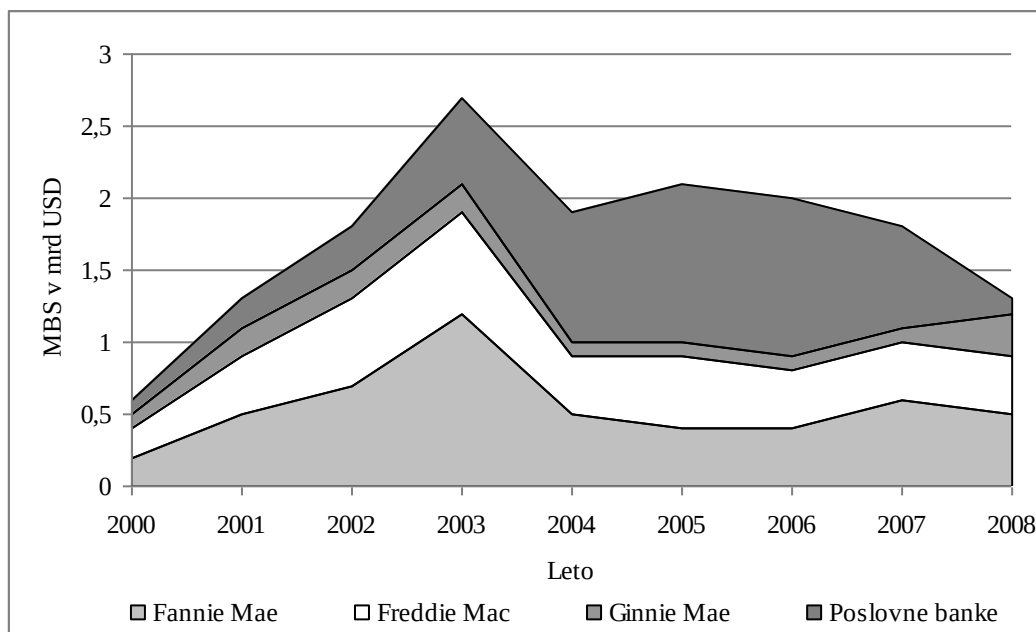
Povečini obveznice, ki imajo zavarovanje v hipotekarnih kreditih, označujemo z MBS ali hipotekarnimi vrednostnimi papirji. Včasih nas takšna definicija lahko zavede, saj so tudi instrumenti, ki so izdani na njihovi osnovi, imenovani MBS. Da bi razumeli razliko med instrumenti, uporabljamo podobne izraze, kot pomeni »*plain vanilla*« za navadno opcijo na finančni instrument.

Poznamo naslednje tipe hipotekarnih vrednostnih papirjev:

- neposredni MBS so najpreprostejša oblika hipotekarnih vrednostnih papirjev in jih delimo v:
 - stanovanjske MBS (RMBS) na stanovanjskih nepremičninah;
 - poslovne MBS (CMBS) na poslovnih nepremičninah;
- zavarovane hipotekarne obveznosti (CMO) so kompleksnejša oblika MBS, kjer so hipotekarni krediti razdeljeni v tranše po kvaliteti zavarovanja in tveganja ter časovnem horizontu; vsaka tranša je nato prodana individualno;
- razdeljeni MBS v finančno obveznost plačila anuitet obresti ali poplačila glavnice:
 - obrestni MBS je obveznica, ki je vezana na obrestno komponento hipotekarnega kredita;
 - neto obrestni MBS je obveznica na obstoječ MBS, ki je vezana na razliko med primarnimi obrestmi in donos izvedenega MBS;
 - glavični MBS je obveznica, ki je vezana na glavnico hipotekarnega kredita;
- MBS se delijo tudi na tveganje osnovnega hipotekarnega kredita:
 - prvovrstni hipotekarni kredit je obveznost prvovrstnih kreditorejmalcev, s celotnim pregledom dohodka in nepremičnine in odlično kreditno boniteto posameznika;
 - Alt-A hipotekarni kredit je obveznost kreditorejmalcev različnih bonitet, s slabšim pregledom dohodka in nepremičnine;
 - neprvovrstni hipotekarni krediti so posojila posojilorejmalcem nižjih kreditnih sposobnosti in bonitet;
 - jumbo hipotekarni krediti so krediti, kjer višina kredita presega konformno vrednost posojila, ki ga določi Fannie Mae.

Obseg kompleksnejših in bolj tveganih naložb v hipotekarne vrednostne papirje se je v letih 2000–2007 več kot potrojil (Slika 10) in močno prehitel vrednost naložb v obveznice. Do leta 2003 so investicijske banke izčrpale nepremičninska posojila, na katerih bi lahko izdala vrednostne papirje, povpraševanje pa je naraščalo s pospešeno hitrostjo.

Slika 10: Vrednost izdaje MBS v obdobju 2000–2008 v milijardah USD



Vir: J. Lockhart, *The Present Condition and Future Status of Fannie Mae and Freddie*, 2009.

Povečano povpraševanje po tovrstnih finančnih produktih so investicijske banke zadovoljile z izdajo vrednostnih papirjev na podlagi neprvovrstnih posojil, kot sta MBS in CDO (Jelveh, 2009). Ameriške poslovne banke so zadržale zgolj 8 bilijonov USD neposrednih hipotekarnih kreditov, investitorji v obveznice in ostali investitorji v tradicionalne vrednostne papirje pa 7 bilijonov USD (Gelinas, 2009).

S povečanjem kompleksnosti finančnih produktov se je povečalo nerazumevanje in kompleksnost ocenjevanja tveganja izvedenih instrumentov. Mali investitorji so verjeli v zakonodajno osnovo trga, moč finančnega sektorja in obstoječ model ocenjevanja tveganja, ter so v zaupanju do finančnega trga sledili bolj tveganim naložbam. Dejansko pa so se regulatorne agencije pri preverjanju izpostavljenosti tveganja investicijskih in poslovnih bank v tem delu zanašale na metodologijo izračunavanja tveganja bank, na drugi strani pa so se banke zanašale na pravilnost izvedene kontrole regulatornih agencij (Floyd, 2008).

V želji po boljših poslovnih rezultatih, so banke v zadnjem desetletju poskušale zaobiti regulativo z mehanizmi prenosa tveganja na investicijske podružnice, izdajo derivatov in oblikovanjem investicijskega trga kot senčnega dela bančnega trga (Bloomberg, 2009b).

Med hipotekarnimi vrednostnimi papirji je v očeh strokovne javnosti najvišji riziko nosila naložba v hipotekarne zapise. Z zmanjšanjem neto premoženja bank in ostalih finančnih institucij na podlagi neprvovrstnih posojil se je povečevala možnost kritja izgub ostalih udeležencev s strani oseb, ki so ponudile zavarovanje. Zaradi tovrstnih dvomov je vzkliko na kreditnem trgu vprašanje, kdo bo končni nosilec izgub iz naslova hipotekarnih posojil.

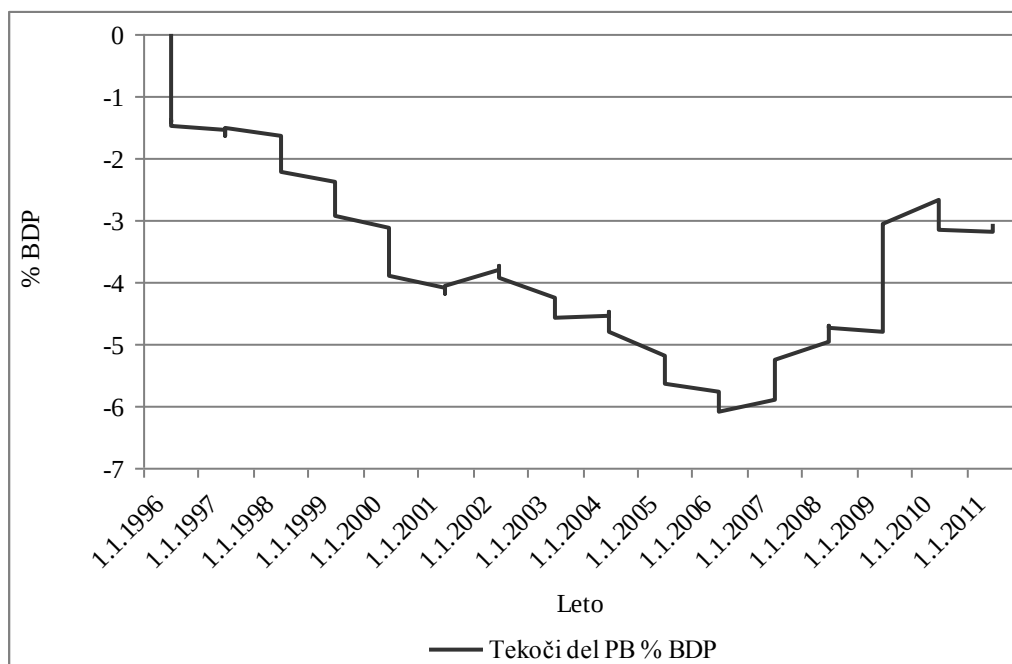
Eden izmed možnih krivcev so bile in ostajajo mednarodne bonitetne hiše. Slednje so izdale mnenja o prvovrstnih naložbah za hipotekarne vrednostne papirje, ki so se izkazali za bolj tvegano obliko naložbe. Višji ratingi hipotekarnih obveznic so povečali njihovo likvidnost in ponudili dodatna finančna sredstva poslovnim bankam (Roubini, 2007a). Ko so opozorili na nasprotje interesov med izdajatelji obveznic in boniteto, ki kaže tveganje instrumenta investitorju, je Komisija za vrednostne papirje junija 2008 oblikovala pravila za ocenjevanje nasprotij interesov med bonitetnimi hišami in izdajatelji strukturiranih finančnih instrumentov ter decembra istega leta povečala nadzor nad delom bonitetnih hiš (SEC, 2008).

Še pred vzpostavljenimi ukrepi Komisije so bonitetne hiše na prehodu iz leta 2007 v leto 2008 znižale boniteto številnim hipotekarnim vrednostnim papirjem. Znižanje bonitete je znižalo kapitalsko ustreznost bank, ki so bile zato prisiljene znižati cene obstoječih MBS in pridobiti dodatni prvovrsten kapital. Kljub izboljšanju kapitalske ustreznosti se je tržna kapitalizacija finančnega sektorja drastično skrčila (Birger, 2008).

2.6 Vpliv dolga in vzvoda na likvidnost ameriškega finančnega trga

Ko je FED je med leti 2000–2003 znižala obrestno mero s 6,5 odstotka na 1 odstotek, da bi ublažila negativne ekonomske učinke *dot-com* balona in pripomogla k vnovični ekspanziji gospodarstva, je rast ameriškega uvoza pripomogla k povečanju primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance ZDA, ki se je povečal na 650 milijard USD ter zrasel z 1,5 odstotka BDP na 5,8 odstotka BDP (Slika 11).

Slika 11: Tekoči del plačilne bilance v BDP ZDA med leti 1996–2008



Vir: U.S. Bureau of Economic Analysis (v nadaljevanju BEA), 2011.

Ker uravnavana plačilna bilanca zahteva, da se primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance izravna s presežkom v kapitalsko-finančnem delu plačilne bilance, so se ZDA v obdobju naraščanja obrestne mere srečevale s povečevanjem pritoka tujega kapitala. Tuji kapital je ustvaril povpraševanje po različnih vrstah finančnega premoženja in dvignil ceno finančnih produktov in ustvaril pritiske na zniževanje obrestnih mer. Azijske države, ki so v tem obdobju beležile visoke pasivne obrestne mere, in naftne države, ki so povečevale svoje prihodke na podlagi rastočih cen energentov, so ustvarile presežne prihranke, slednji pa so se zaradi povpraševanja po finančnih sredstvih prelili v ZDA. Zadostna tuja finančna sredstva so omogočila rast povpraševanja na domačem nepremičninskem trgu, dvig cen nepremičnin ter razvoj neprvovrstnih posojil in vrednostnih papirjev na njihovi osnovi, ter tako izgradila temelj nepremičninskemu balonu.

Ne glede na pogled 'potisniti/povleci' so se presežna denarna sredstva prelila na ameriške finančne trge. Tuje države so zagotavljale potrebna denarna sredstva z nakupom ameriških zakladnih menic in s tem podaljšale nastanek krize. Ameriški lastniki domov so črpali tuj kapital za financiranje lastne potrošnje in zviševanje cen domačih nepremičnin in finančnih instrumentov (Altman, 2009; Krugman, 2009b).

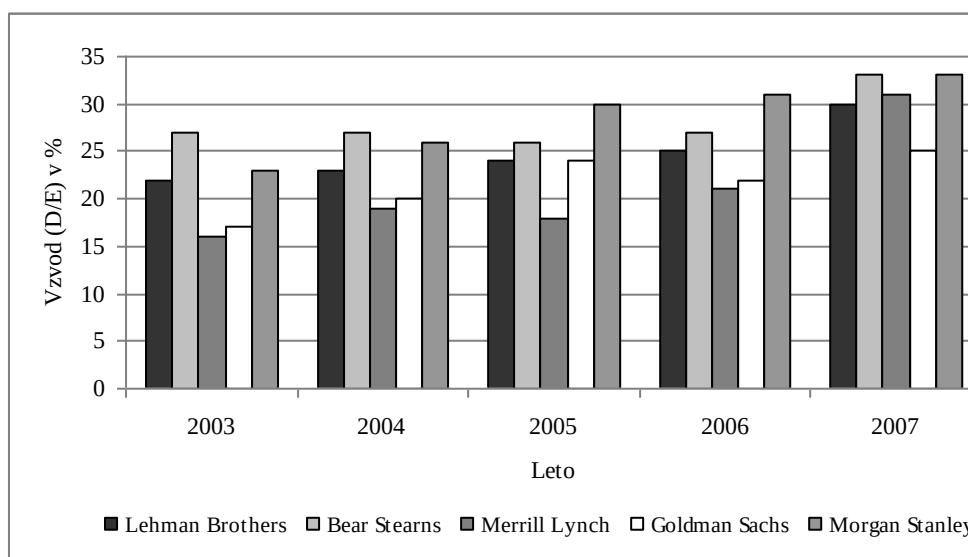
Prikazana povečana likvidnost finančnih trgov in spremenjena zakonodaja Komisije za vrednostne papirje glede neto kapitalске ustreznosti investicijskih bank je od leta 2004 naprej omogočila, da so številne finančne institucije povečale vzvod med leti 2004–2007 z izposojanjem po nižjih obrestnih merah in plasiranjem denarnih sredstev v naložbe MBS z višjimi donosi.

Malo pred izbruhom krize so največje štiri ameriške banke prenesle okoli 5,2 milijarde USD v sredstvih in obveznostih izven bilančnih postavk na ozko usmerjene poslovne enote znotraj senčnega bančnega sistema. Razlog temu je bil zaobiti strogo zakonodajo poslovnih bank glede zagotavljanja kapitalске ustreznosti ter povečati vzvod in dobiček v času napihovanja balona. Sprememba ameriških bančnih računovodskih standardov zahteva povrnitev dela odmaknjenih sredstev nazaj v bilance poslovnih bank, kar je ustvarilo dodatne pritiske na njihovo kapitalsko ustreznost (Reilly, 2009).

Prikazanih 5 finančnih družb (Slika 12) je v letu 2007 s 4,1 milijarde USD dolga pokrilo 30 odstotkov nominalnega BDP ZDA za isto leto (Peterson Institute, 2008). Podobno analogijo lahko zasledimo tudi pri fizičnih osebah, ki najamejo drugo hipoteko na stanovanje, z namenom naložb na lastniškem kapitalskem trgu (špekulacijski motiv).

Opisana strategija je prinašala lepe donose v času rasti nepremičninskega trga, vendar pa je prinesla tudi izjemne izgube v času poka nepremičninskega balona in padca cen nepremičnin ter nezmožnosti odplačila hipotekarnih kreditov. Pred izbruhom krize finančnega sektorja je vrednost bilanc ameriških poslovnih bank predstavljala neverjetnih 10 bilijonov USD. Obseg kompleksnih finančnih produktov je leta 2007 znašal 4 bilijone USD. Tovrstno razmerje prestavlja dramatične posledice na delež tveganja bančnega trga.

Slika 12: Kazalci vzvoda (dolg/lastniški kapital) največjih investicijskih bank med 2003–2007



Vir: S. Labaton, *Agency's 04 Rule Let Banks Pile Up New Debt, and Risk*, 2008b.

Skupno mnenje večine avtorjev (Wolf, 2010; Steverman & Bogoslaw, 2008) je, da so regulatorji in vladne institucije podcenjevali vlogo novo rastočih finančnih institucij, kot so investicijske banke in hedge skladi, ki so dobili sinonim »sence bančnega sistema«. Avtorji v nadaljevanju tovrstnim institucijam pripisujejo podobno vlogo kot komercialnim poslovnim bankam, ki zagotavljajo posojila gospodinjstvom in gospodarstvu. Tovrstne institucije so imele ohlapnejša pravila poslovanja kot poslovne banke. Kljub nižji finančni aktivni, so bile pripravljene vzeti večja posojila za ponujanje rizičnih hipotekarnih posojil posojilojemalcem. Krugman (2009a) je bil mnenja, da bi morali regulirati investicijske banke podobno kot banko.

Politika nizkih obrestnih mer s strani ameriške centralne banke, financiranje domače potrošnje s strani tujine ter nizka regulacija poslovnih bank in investicijskih bank je omogočila špekulativno naravnost bančnega sektorja. Ta je v želji po večjih dobičkih povečal finančni vzvod in donos v obdobju ekspanzije, hkrati pa postal nadpovprečno občutljiv na padec cen finančnega premoženja in znižano likvidnost finančnih trgov.

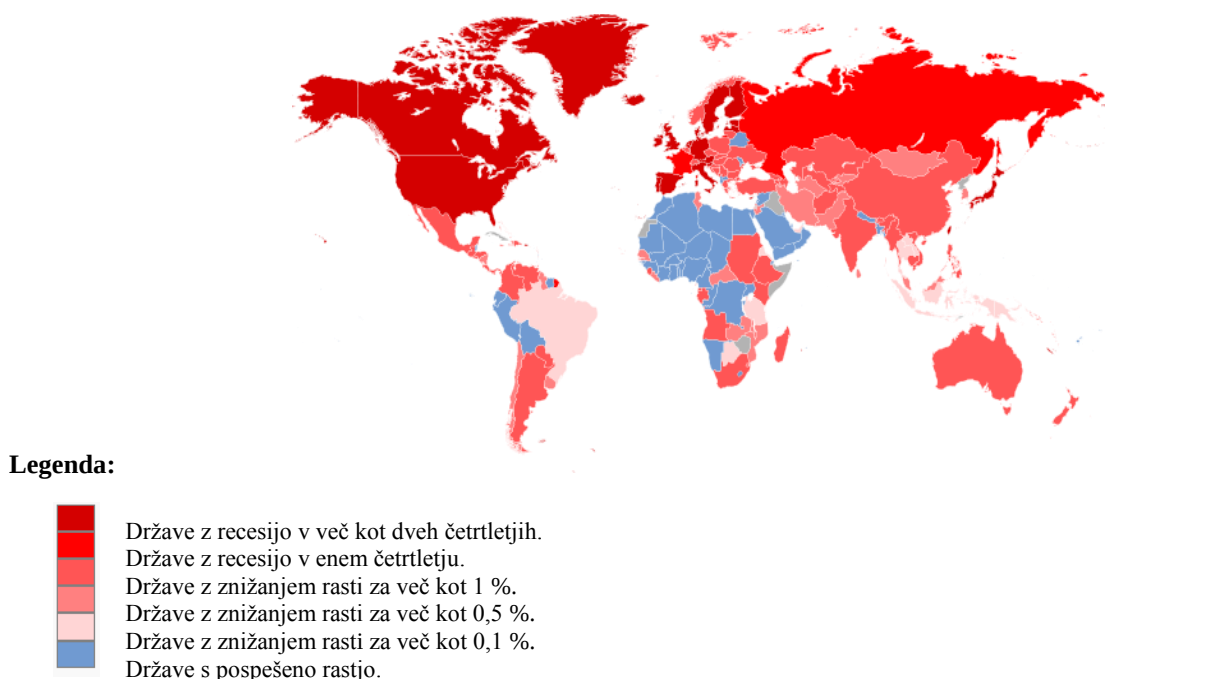
3 POSLEDICE SVETOVNE GOSPODARSKE KRIZE

V pregledu vzrokov nastanka finančne krize sem se osredotočila na ameriško gospodarstvo, saj je bilo ključnega pomena pri oblikovanju dejavnikov nastanka finančne krize in časovnem horizontu kasnejšega prenosa recesije v druga svetovna gospodarstva. Kot bom prikazala v nadaljevanju, se recesija novega tisočletja kaže kot največja kontrakcija svetovnega gospodarstva po 2. svetovni vojni (BEA, 2009b).

Sprva je padel realni bruto domači proizvod ZDA, ki se je začel krčiti že v letu 2007 in je nato v tretjem četrtletju 2008 in v začetku leta 2009 začel sunkovito padati. Vrednost kapitalskih naložb na ameriškem trgu se je izenačila s knjižno vrednostjo v prvem četrtletju 2009. Vrednost nepremičnin se je v začetku 2009 še zniževala. Obseg povpraševanja se je po 5-ih četrtletjih padanja počasi umirjal.

Ker ZDA veljajo za eno izmed vodilnih sil svetovnega povpraševanja, je izbruh recesije v ZDA za seboj potegnil znižanje gospodarske rasti drugod po svetu. Med večjimi izvoznici v ZDA je tako na četrtletnem nivoju v prvem četrtletju 2009 padel bruto domači proizvod Nemčije za 14,4 odstotka, Japonske za 15,2 odstotka, Velike Britanije za 7,4 odstotka, evroobmočja za 9,8 odstotka in Mehike za 21,5 odstotka (Baily & Elliott, 2009). Na daljše recesije svetovnih držav v letu 2009 kaže Slika 13.

Slika 13: Obseg svetovne gospodarske krize v letu 2009



Vir: World Financial Crisis, 2009.

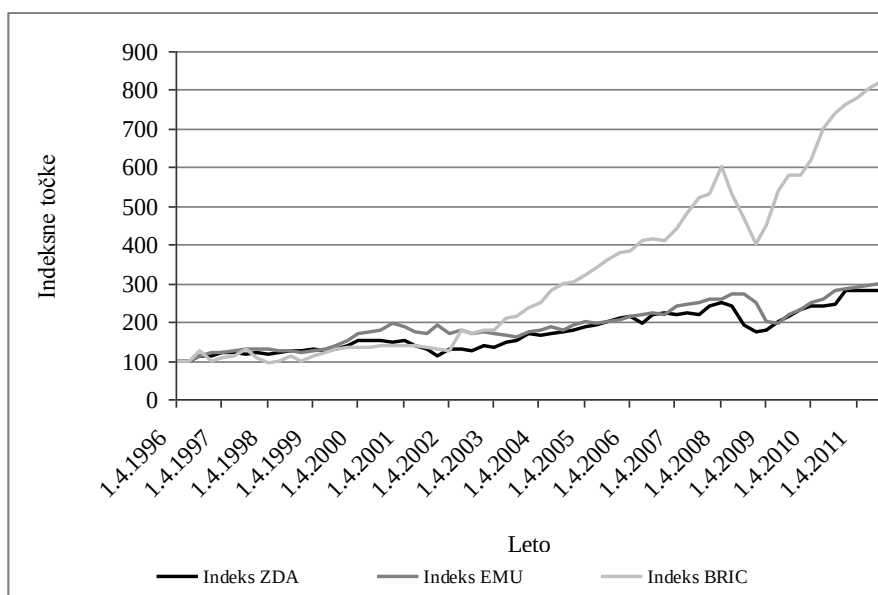
Kriza se je hitro razvila in razširila v svetovno gospodarsko krizo, ki se je sprva odrazila v kolapsu nekaterih evropskih bank, padcu svetovnih delniških indeksov in splošnemu znižanju premoženja. Med drugim tudi hipotekarnih vrednostnih papirjev, kot so MBS-ji in CDO-ji, ki so bili premoženje v bilancah podjetij in institucionalnih investitorjev po celem svetu. Ob izbruhu krize so bila podjetja primorana zniževati nivo tveganih naložb in tako pospešila problem pomanjkanja likvidnosti globalnega finančnega trga, financiranja zalog in garancij ter posledično zmanjšala obseg mednarodne trgovine.

Svetovna trgovinska organizacija (v nadaljevanju STO) je marca 2009 napovedala 9-odstotni padec svetovne trgovine na podlagi recesije, ki naj bi predstavljal drugi največji padec svetovne trgovine po krču 2. svetovne vojne. Največjo kontrakcijo izvoza, tudi nad 10-odstotno, so napovedali razvitim državam, medtem ko naj bi izvoz držav v razvoju padel

zgolj za 2–3 odstotke (WTO, 2009). Omenjeno krčenje gospodarske rasti je vidno tudi na Slikah 13 in 14.

Vzroki sunkovitega padca svetovnega uvoza in izvoza izvirajo iz umika svetovnega povpraševanja. Problem tokratne krize povpraševanja je enovit oziroma drugače, če so v drugih krizah ostali povpraševalci v drugih državah, kontinentih ali polobli, so se tokrat umaknili prav vsi. Ker se je trgovina globalno znižala (Sliki 14 in 15), je bil učinek še toliko večji zaradi trgovinskega multiplikatorja, ki se povečuje oziroma zmanjšuje, ker se trgovina multiplicira vsakič, ko blago prečka državno mejo. Znižanje obsega trgovine je imelo hude posledice na transport. Sredi oktobra leta 2008 je Baltic Dry Index oziroma merilo za ocenjevanje ladijskega prometa padel na 50 odstotkov v rekordnem času enega tedna, saj je kreditni krč onemogočil izvoznim špedicijam oblikovanje novih akreditivov (Jones, 2008).

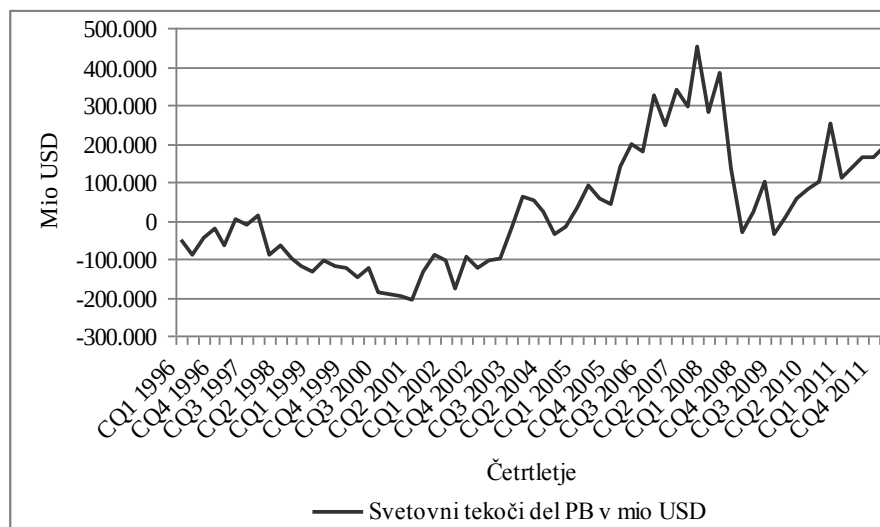
Slika 14: Gibanje indeksa trgovine blaga in storitev 1996–2011 v ind. točkah za ZDA, evroobmočje in države BRIC



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; OECD, Data, 2011.

Pomanjkanje likvidnosti finančnega sektorja je omejilo zmožnosti kreditiranja avansov in zalog podjetij, zato so bila primorana podjetja z nižjimi sredstvi financirati relativno manj uvoza. Nezaupanje in strah pred izgubo kredibilnosti nacionalnih držav je znova spodbudilo protekcionizem domačih proizvodov na ravni izpred 5-ih let (WTO, 2009).

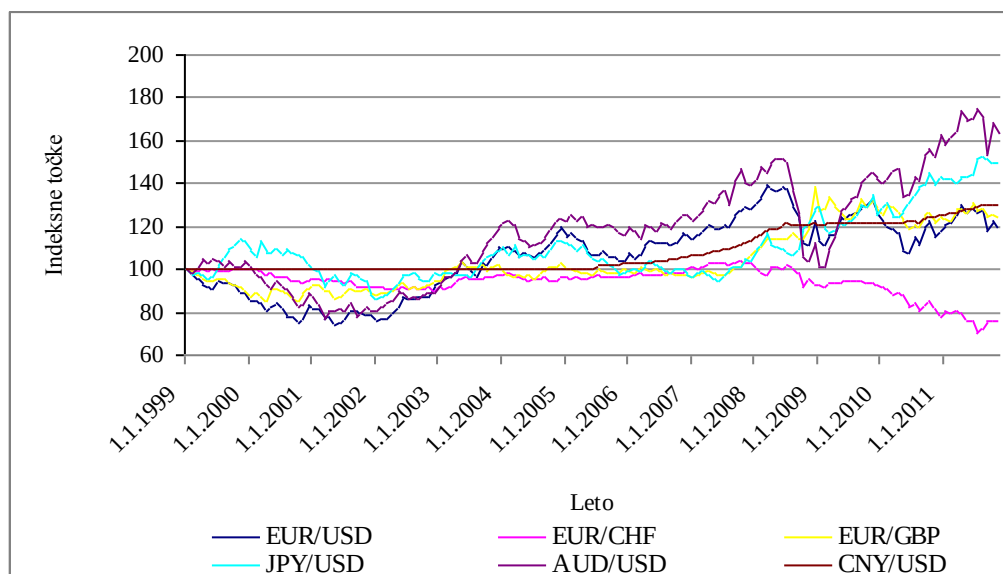
Slika 15: Gibanje tekočega dela plačilne bilance sveta 1996–2011 v USD



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; OECD, Data, 2011.

Podobno nezaupanje je konec oktobra 2008 sprožilo beg kapitala v stabilne valute, kot so japonski jen, ameriški dolar in švicarski frank, zato so prenekatere države v razvoju poiskale pomoč pri MDS-ju. Slika 16 kaže izgubljanje vrednosti USD glede na EUR, AUD, JPY in CNY po letu 2006 ter pridobivanje kredibilnosti ameriškega USD ob nastopu krize drugod v svetu po letu 2008.

Slika 16: Gibanje svetovnih valut med leti 1999–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Krugman (v Economist's view, 2008) je opozoril, da gre za prvi pojav globalne krize menjalnih tečajev, ki bo najbolj prizadela države v razvoju. Slednje so odvisne od domačih vladnih garancij in eksternih kreditnih linij v tujih valutah. Dodal je, da je izhod iz krize

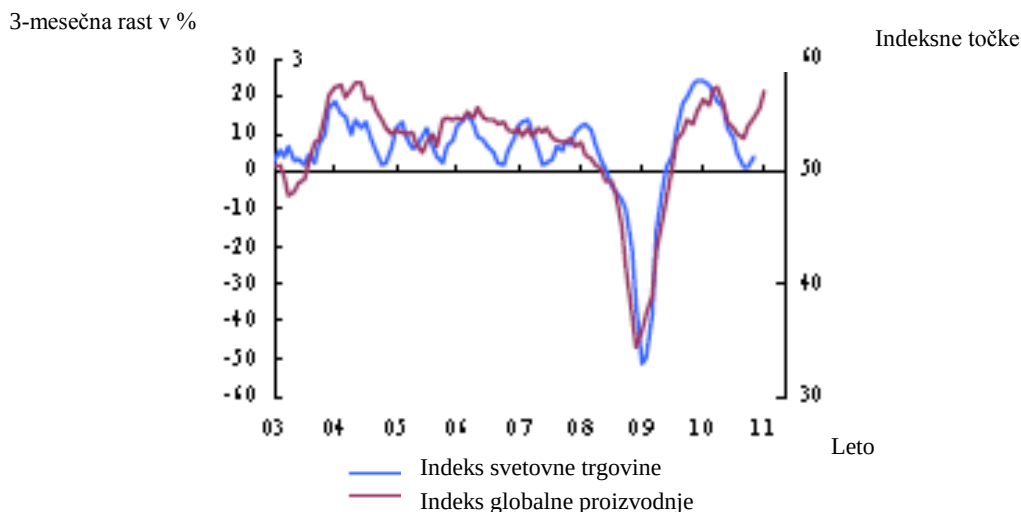
možen le z intervencijo MDS-ja (kot posojilodajalca na nadnacionalni ravni v skrajni sili) in centralnih bank držav G7 ter kitajske centralne banke, ki se srečuje s pozitivnim saldom in 2-bilijonskimi rezervami.

Nižje financiranje proizvodnje in nezaupanje v tuje valute je februarja 2009 doprineslo k nadpovprečnim padcem proizvodne aktivnosti (The Economist, 2009) in sprožilo dvome nad nastajajočo krizo proizvodnje. Marca 2009 je britanski častnik Daily Telegraph poročal naslednje padce industrijske proizvodnje od januarja 2008 do januarja 2009: Japonska – 31-odstotni, Koreja – 26-odstotni, Rusija – 16-odstotni, Brazilija – 15-odstotni, Italija – 14-odstotni, Nemčija – 12-odstotni. Eden redkih pozitivnih učinkov nižje mednarodne menjave in nižje proizvodnje je znižanje emisij tople grede za 3 odstotke letno (Vidal, 2009).

Po oceni Svetovne trgovinske organizacije (angl. *World Trade Organisation*, v nadaljevanju WTO) so se mednarodna potovanja začela zniževati junija 2008 in doprinesla 922 milijonov manj turistov v letu 2008 in 800 milijonov manj turistov v letu 2009, kar predstavlja 4-odstotno znižanje vseh mednarodnih turistov in 6-odstotno znižanje turističnih aranžmajev.

EC (angl. *European Commission*, v nadaljevanju EC) je v oceni gospodarske rasti marca 2011 podala pozitivno mnenje glede oživljanja svetovne trgovine od druge polovice leta 2010 (Slika 17), ki bo pozitivno vplivala na svetovno aktivnost gospodarstva. Rast cen surovin bo na eni strani prinesla višjo inflacijo, na drugi strani pa predstavlja povišano povpraševanje po surovinah iz naslova višjih naročil proizvodnega sektorja.

Slika 17: Indeks svetovne trgovine in industrijske proizvodnje med leti 2003–2010 in 2011



Vir: EC, Interim forecast March 2011, 2011.

3.1 Vpliv na ameriško gospodarstvo

3.1.1 Vpliv na ameriški finančni sektor

Finančne institucije so videle priložnost in na podlagi obsežnih neprvovrstnih hipotekarnih posojil izdale vrednostne papirje, ki so bili vezani na izdana hipotekarna posojila. Tovrstna finančna inovacija je omogočila globalnim investitorjem naložbe v ameriški trg nepremičnin. Ko so cene nepremičnin začele upadati, so bile finančne institucije primorane s posojili investirati v primanjkljaj pri hipotekarnih vrednostnih papirjih in doživele so visoke izgube iz poslovanja. V trenutku, ko so cene nepremičnin dosegle nižje nivoje od vrednosti hipotekarnega posojila, so banke želele izravnati vrednosti z dodatnimi vložki posojilojemalcev ali pa so začele prodajati nepremičnine na nepremičninskem trgu. Odprodaja nepremičnin je dosegla večje razsežnosti konec leta 2006 ter finančno izčrpala tako potrošnike kot tudi finančne institucije.

Tabela 2: Odpisi ameriških poslovnih bank iz naslova slabih kreditov

Banka	2007	2008	do 11.2009	Skupaj
Citigroup	29,1	63,4	21,8	114,3
Wachovia Corp	4,0	73,4		77,4
Bank of America	12,1	29,2	27,0	68,3
Merrill Lynch	25,1	38,6		63,7
Fannie Mae	4,7	26,9	15,4	47,0
Freddie Mac	5,2	24,4	12,8	42,4
Washington Mutual	5,1	36,7		41,8
Barclays	7,0	16,5	13,1	36,6
JP Morgan Chase	4,5	10,2	16,8	31,5
Lehman Brothers	12,5	14,0		26,5
Morgan Stanley	10,3	10,1	1,7	22,1
Wells Fargo	3,5	8,7	8,2	20,4
National City				14,0
Goldman Sachs	1,7	4,9	1,9	8,5
Natixis	2,0	2,5	3,1	7,6
Canadian Imp Bk Commerce				6,5
Standard Chartered	0,8	1,8	1,1	3,7
Bear Stearns	3,0	0,6		3,6
Skupaj	130,6	361,9	122,9	635,9

Vir: Reuters, U.S., European Bank Writedowns & Losses, 2009.

Do konca leta 2008 je poslovno nesposobnost objavilo 100 finančnih institucij. Med njimi lahko izpostavimo Lehman Brothers, Merrill Lynch, Fannie Mae, Freddie Mac, Washington Mutual, Wachovia, and AIG (Altman, 2009). MDS ocenjuje, da so večje ameriške in evropske banke v času finančne krize izgubile več kot 1 bilijon na osnovi slabih posojil, od januarja 2007 do septembra 2009 (Tabela 2). Vendar pa zgodba slabih posojil še ni zaključena, po podatkih Reutersa (2009), naj bi MDS ocenil porast izgube na 2,8 bilijona do

konca 2010, predvsem na strani evropskih bank, za katere pričakuje, da bodo v letu 2010 realizirale še 60-odstotne izgube na podlagi slabih posojil.

3.1.1.1 Prevzem družb Fannie Mae in Freddie Mac

Med leti 1938–1968 je bila družba Fannie Mae (angl. *Federal National Mortgage Association*) edina institucija, ki je ponujala odkup hipotekarnih posojil od depozitarnih institucij ter posledično spodbujala hipotekarna posojila in zavarovanje državnega povračila glavnice posojila. Leta 1968 se je Fannie Mae razdelila na dve osebi, prvo zasebne narave in drugo javno družbo. Zasebna družba je obdržala ime Fannie Mae in dejavnost odkupa hipotekarnih posojil od depozitarnih institucij (Fannie Mae, 2011). Javna družba se je preimenovala v Ginnie Mae (angl. *Government National Mortgage Association*) in je opravljala posle zavarovanja hipotekarnih posojil državnih teles in oseb ter veteranov (Ginnie Mae, 2011). V izogib monopolnemu položaju, je kongres ustanovil zasebno družbo Freddie Mac (angl. *Federal Home Loan Mortgage Corporation*) na podlagi Zakona o financiranju nepremičnin (1970), ki je imela podobno dejavnost kot Fannie Mae (Freddie Mac, 2011).

Reforma finančnih institucij v letu 1991 (v Bernanke, 2007a) je preučila in poenotila predpise družb Fannie Mae in Freddie Mac ter zmanjšala nadzor obeh institucij. Ko je Freddie Mac leta 1995 povečal dobiček iz naslova hipotekarnih posojil, je HUD¹⁷ izpostavil željo po povečanju nadzora nad hipotekarnim kreditnim trgom. Leta 2001 je HUD (v Leonnig, 2008) opozoril na povečan delež izvršb na nepremičninah nepravvrstnih posojil. Na podlagi rasti nepremičninskega trga v letu 2004 se je delež nepravvrstnih posojil drastično povečal, z njim pa tudi delež izvršb na teh posojilih (leta 2003 sta obe družbi odkupili 81 milijard USD nepravvrstnih posojil, leta 2004 pa kar 175 milijard USD nepravvrstnih posojil, kar je predstavljalo kar 44 odstotkov celotnega trga nepravvrstnih posojil, leta 2005 se je vrednost malenkostno povzpela na 169 milijard USD, kar je predstavljalo 33 odstotkov trga, potem pa začela s padanjem in leta 2006 končala pri vrednosti 90 milijard USD oziroma 20 odstotkov trga).

Če sta družbi v letih 2004–2006 prinašali večmestne donose, se je v času krize nepravvrstnih posojil njuno poslovanje približalo nesolventnosti. Tako državna zakladnica kot tudi centralna banka sta bili primorani ukrepati. Sprva sta znižali obresti na posojila, kasneje sta omogočili dostop omenjenih institucij do posojil v zadnji sili z najnižjimi obrestnimi merami, ki veljajo za komercialne banke. Vendar pa žal tudi to ni zaleglo. Družbi Fannie Mac in Freddie Mac sta prešli pod nacionalne okvire 7. septembra 2008. Prevzem dolga na državo je povečal javni dolg za 800 milijard USD, na 10,7 bilijonov USD (Barr, 2008).

Lockhart (2009), predsednik *Federal Housing Finance Agency* (v nadaljevanu FHFA), je pred kongresom prikazal možne scenarije oblikovanja Fannie Mae, Freddie Mac in Ginnie Mae, pri čemer je nanizal možnosti državnih podjetij, javnih agencij in zasebnih družb. Vsaka od

¹⁷ HUD oziroma angl. *U.S. Department of Housing and Urban Development* je posebno telo znotraj obsega Bele hiše, ki opravlja nadzor nad omenjenimi tremi institucijami z namenom pravilne in netvegane alokacije sredstev državne zakladnice.

njih ima svoje prednosti, pri čemer je predsednik spodbujal srednjo pot nadzorovanih semi-državnih družb. DeMarco, direktor FHFA (v Lodge, 2010) je podal alternativno napoved prihodnosti stanovanjskega sektorja z umikom Fannie Mae in Freddie Mac.

Konec lanskega leta je agencija za trg vrednostnih papirjev SEC izdala obtožnici zoper nekdanjega direktorja Fannie Mae, Daniela Mudda, in nekdanjega pomočnika direktorja Freddie Maca, Richarda Syrona. Obtožujejo ju podcenjevanja vrednosti neprvovrstnih posojil v obeh družbah za več kot stotine milijard USD. Nadzorna agencija opozarja na možnost zlorabe, pri čemer naj bi Fannie Mae med letoma 2006–2008 družba navedla izpostavljenost do neprvovrstnih hipotekarnih kreditov in kreditov s slabšo dokumentacijo v višini 4,8 milijarde USD, čeprav naj bi bila dejanska vrednost skoraj 10-krat višja (Bloomberg, 2011c).

3.1.1.2 Stečaj družbe Lehman Brothers

V letih rasti nepremičninskega trga je družba Lehman Brothers agresivno ponujala neprvovrstne hipotekarne kredite (predvsem Alt-A posojila) in na njihovi osnovi izdane finančne instrumente. Na osnovi odpisov terjatev in tveganih naložb je družba beležila od začetka leta 2006 do objave plačilne nesposobnosti izgubo v višini 14 milijard USD. Rekordna izguba, vredna 3,9 milijarde USD, v tretji četrtini leta 2008 je zaustavila potencialno partnerstvo s Korean Development Bank in ponudila kot edino možno rešitev delitev banke na poslovno in investicijsko banko (Harrison, 2008). Pri čemer bi tvegane naložbe prenesli na investicijsko banko. Tu so bila najbolj kritična naslednja 3 področja:

- Izpostavljenost do rezidenčnih nepremičnin. Pričakovanja glede prihodnjega padanja cen nepremičnin (32-odstotno do konca recesije) in povečanja izvršb (20–25-odstotno do konca recesije) so ustvarila dodatno tveganje in pričakovano izgubo. Ena izmed možnosti je bila prenesti te posle na novo pravno osebo REI Global in ji zagotoviti 20–25 odstotkov svežega kapitala preko dokapitalizacije.
- Izpostavljenost do Alt-A posojil. Manjši del Alt-A posojil so že prenesli na družbo za upravljanje Black Rock, kljub temu jim je ostalo še 17 milijard USD vrednih Alt-A posojil, za katere so pričakovali povečanje odpisov in izgube iz poslovanja v nadaljnji četrtini. Zato je bilo ključne pomena prenesti ta del investicij na druge družbe.
- Izpostavljenost do ostalih hipotekarnih tveganj. Do letnega poročila jim je uspelo znižati izpostavljenost do tovrstnih instrumentov za 29 odstotkov, vendar pa se mora postopek nadaljevati (Harrison, 2008).

Kljub poizkusom FED-a, da bi rešila investicijsko banko Lehman Brothers, z možnostjo povezave z investicijsko banko Barclays, so obveznosti banke postale nevzdržne (ostalo jim je še 5 milijard USD naložb v rezidenčne nepremičnine, 10 milijard USD naložb v Alt-A posojila in 15 milijard USD naložb v ostala hipotekarna tveganja) in 15. septembra 2008 je bila banka primorana objaviti stečaj (Wearden, Teather, & Treanor, 2008).

3.1.1.3 Prezem družbe Merrill Lynch

Istega dne (15. septembra 2008) je bila v *U.S. Business* objavljena tudi novica o prevzemu družbe Merrill Lynch s strani banke Bank of America. Slednja je v zameno za 50 milijard USD pridobila investicijsko bančništvo, ki pokriva vse od trgovanja z obveznicami do posojil za kreditiranje limitov na kreditnih karticah. Merrill Lynch je veljal za največjo borznoposredniško hišo, vendar pa je v zadnjem letu samostojnega poslovanja objavil niz slabih poslovnih rezultatov, ki so se kazali v izgubi. Kaj kmalu je Bank of America preko dokapitalizacije zbrala 10 milijard USD za finančno pokrivanje poslov družbe, vendar pa je izguba v četrtem četrtletju znašala 15,3 milijarde USD. Teden dni kasneje je FED ponudila devetim največjim ameriškim bankam, med katerimi je bila tudi Bank of America, finančno injekcijo v višini 125 milijard USD. Še eno leto po združitvi je Bank of America občutila izgubo odpisov MBS in povezanih naložb. Če je bila vrednost obeh družb v letu 2006 176 milijard USD, je znašala tri leta kasneje le 39 milijard USD (Story & Creswell, 2009).

3.1.1.4 Reševanje družbe AIG

Zavarovalnica AIG Inc. (angl. *American International Group*) je na podlagi slabih poslovnih rezultatov (10 milijard USD izgube v prvih treh četrtinah leta 2008) in velikih odpisov zavarovanj, vezanih na hipotekarni trg, pretila insolventnost jeseni leta 2008. V kolikor bi zavarovalnica objavila stečaj, bi imelo to katastrofalne posledice (ocenjene na 100 milijard USD) na celoten ameriški finančni sektor. Zato se je FED 17. septembra 2008 odločila omogočiti zavarovalnici dveletno posojilo v višini 85 milijard USD, v zameno za 79,9-odstotni delež v AIG Inc. Visoki pogoji odplačila posojila zavračajo trditve strokovne javnosti o cenemem posojanju FED-a; pri sestavljeni obrestni meri iz medbančne obrestne mere s pribitkom 8,5 odstotka je efektivna obrestna mera znašala kar 11,4 odstotka (Dailymail, 2008).

3.1.1.5 Bankrot družbe Bear Stearns

Potem ko je Bear Stearns že ušel bankrotu v letu 2007, se je v začetku leta 2008 znova soočal s pomanjkanjem likvidnosti. 24. marca 2008 sta se upravi Bear Stearnsa in JP Morgan Chasea dogovorili o prevzemu družbe in možnosti črpanja kreditne linije, ki jo je FED omogočila JP Morgan Chaseu. Slednji je zaradi močne izpostavljenosti tveganju družbe Bear Stearns pridobil obveznosti iz naslova izvedenih finančnih instrumentov in CDS-jev v skupni vrednosti 13,4 bilijona USD, kar ga je postavilo na prvo mesto po izdanih tveganjih finančnih instrumentih z 91,7 bilijona USD (Boyd, 2008).

3.1.1.6 Obtožbe družbe Goldman Sachs

Obtožbe proti družbi Goldman Sachs so vezane na prikrivanje pomembnih informacij. Ena izmed tovrstnih obtožb je tožba SEC proti Goldman Sachsu in direktorju družbe, zaradi zavajanja investitorjev z napačnimi in pomanjkljivimi ključnimi informacijami glede

finančnih produktov, vezanih na neprovovrstna hipotekarna posojila, v času zatona ameriškega nepremičninskega trga. Goldman Sachs naj bi izdajala CDO-je na podlagi rezidenčnih MBS-jev in pri tem ni omenila na dodatno tveganje omenjenih instrumentov (SEC, 2010). Poleg Agencije za trg vrednostnih papirjev je tudi Evropska unija (v nadaljevanju EU) podala tožbo zaradi prikrivanja dolga Grčije (Bloomberg, 2010a).

3.1.1.7 Obtožbe družbe Countrywide Financial

Družbi Bank of America preti plačilo 335 milijonov sodne odločbe zoper prevzeto družbo Countrywide Financial v letu 2008. Ameriško sodišče je odločilo, da je družba Countrywide med leti 2004 in 2007 zaračunavala višje stroške posojil in obrestne mere na odobrena posojila več kot 200.000 pripadnikov črnske in španske rase. K temu v obtožbi sodišče navaja, da je banka Countrywide pod nepravovrstna posojila štela tudi tiste pripadnike omenjenih ras, ki so dosegali prvovrstno boniteto. Pred to obtožbo je Bank of Amerika, zaradi prevzema posojil in slabega poslovanja družbe Countrywide od leta 2007 naprej, utrpela 40 milijonov USD škode s strani hipotekarnih povračil, tožb in odpisov hipotekarnih kreditov.

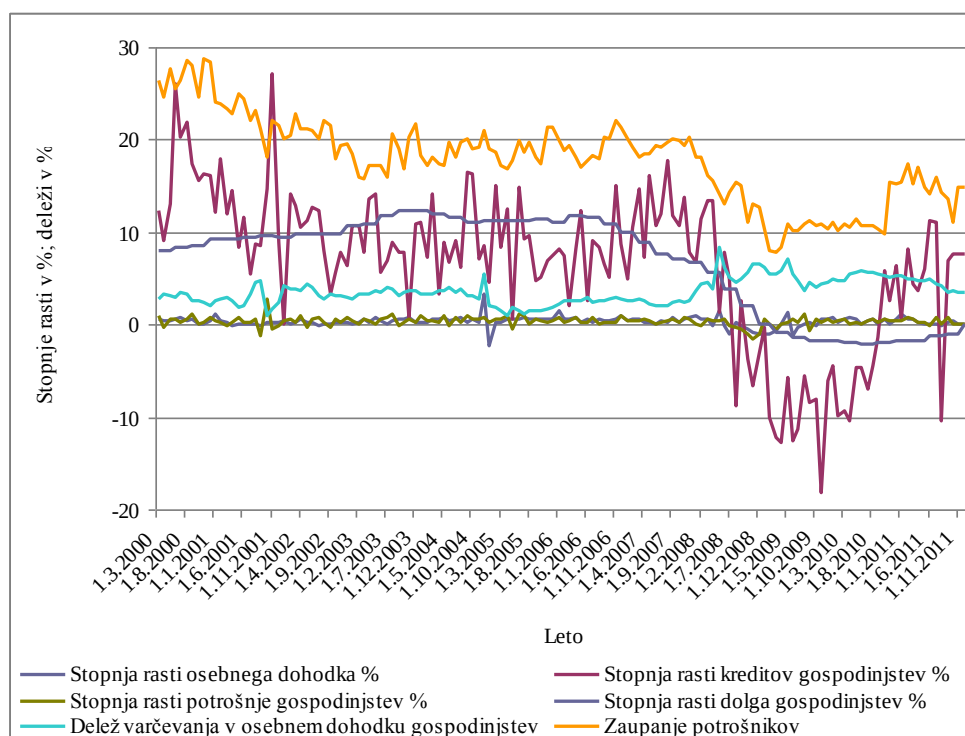
Družba Countrywide je bila leta 2007 največji hipotekarni posojilodajalec v ZDA s 17-odstotnim deležem trga in 408 milijardami novih hipotekarnih kreditov v letu 2007. Potem ko je ministrstvo za pravosodje vzelo pod drobnogled njeno poslovanje leta 2008, so do danes zaradi ohlapnih kreditnih standardov, pomanjkljivih ali napačnih podatkov odprli 20 obtožnic proti družbi Countrywide Financial (Bloomberg, 2011d).

3.1.2 Krčenje ameriške aktivnosti

Zmanjševanje premoženja je medsebojno odvisno od zmanjšanja potrošnje in investicij podjetij, ki skupaj s potrošnjo države tvorijo pogon gospodarstva. Med junijem 2007 in novembrom 2008 so ZDA beležile padec četrte celotnega ameriškega premoženja.

Kazalec znižanja vrednosti indeksa S&P 500 je v tem obdobju izgubil 45 odstotkov svoje vrednosti, cene nepremičnin so padle za 20 odstotkov (glede na njihov vrh v letu 2006) z napovedjo nadaljnjega 15–20-odstotnega padca. Varčevanje in investicijska sredstva so se zmanjšala za 1,3 bilijona USD, kot prikazuje Slika 18. Skupno premoženje gospodinjstev se je zmanjšalo za neverjetnih 14 bilijonov USD do 1. četrtertja 2009 (Luhby, 2009).

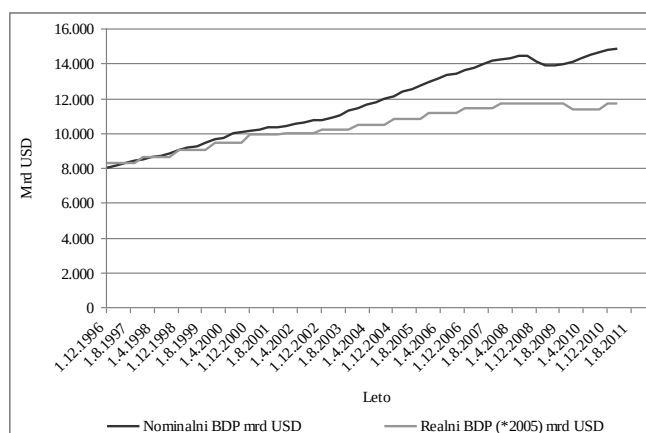
Slika 18: Rast dohodka, potrošnje, posojil, dolga, varčevanja in zaupanja med leti 2000–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; FED, Data, 2011; BEA, Data, 2011.

Bruto domači proizvod ZDA se je znižal za 6 odstotkov v začetku leta 2009 glede na aktivnost v enakem obdobju leta 2008 (BEA, 2009a). Na Sliki 19 prikazujem gibanje nominalnega in realnega bruto domačega proizvoda ZDA, kjer je opaziti, da se je nominalni proizvod drastično znižal v četrtem četrtletju 2008 in se nato konec 2009 počasi popravil, medtem ko se je realni bruto domači proizvod znižal šele konec leta 2009 in je v letu 2010 ostal na istem nivoju.

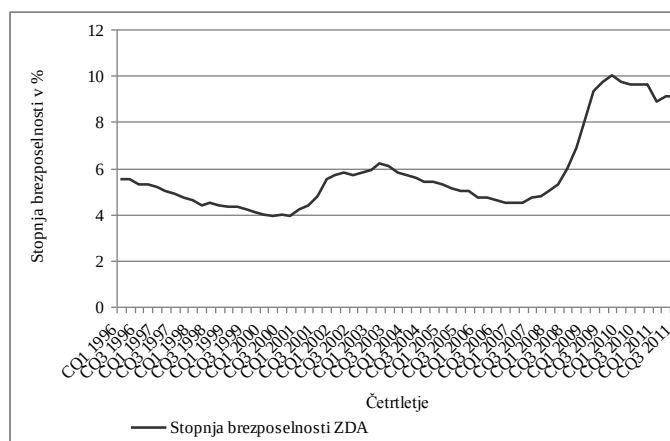
Slika 19: Nominalni in realni BDP za ZDA v obdobju 1996–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; BOA, GDP, 2011; World Bank, GDP, 2011.

Slika 20 prikazuje gibanje stopnje brezposelnosti v ZDA. Slednja se je s 4,9 odstotka decembra 2007 do oktobra 2009 povzpela na 10,1 odstotka oziroma najvišjo raven po letu 1983, medtem ko se je povprečno število tedenskih ur znižalo na 33, najnižjo raven, odkar od leta 1964 Urad za statistiko pridobiva te podatke (Businessweek, 2009). Širši kazalec brezposelnosti (ki upošteva tudi začasne delavce in delavce, ki so zaradi recesije zaposleni samo za polovični delovni čas) je znašal zastrašujočih 16,3 odstotka (U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, 2009).

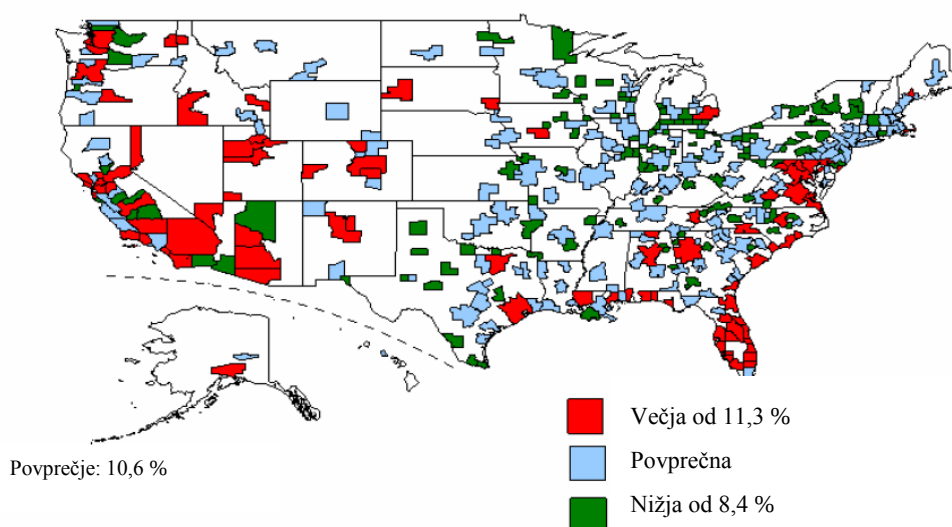
Slika 20: Brezposelnost v ZDA med leti 1996–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, 2010b.

V letu 2006 je bila večja zaposlenost v gradbenem sektorju na zahodu in v okolici urbanih središč (Slika 21).

Slika 21: Delež zaposlenosti gradbenega sektorja v celotni zaposlenosti ZDA v letu 2006

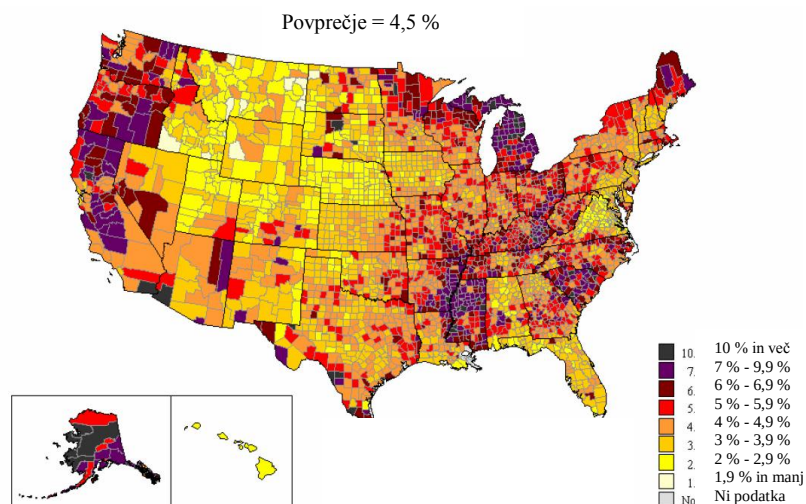


Legenda:

Vir: Worksource Oregon Employment Department, 2007.

Zato se je s padcem cen nepremičnin in povečanjem zalog novogradenj tudi brezposelnost sezonskih in permanentnih delavcev znotraj gradbenega sektorja v teh središčih nadpovprečno povečala in ustvarila pritiske presežne ponudbe na trgu dela (Slika 22).

Slika 22: Brezposelnost po državah ZDA avgusta 2007



Vir: Worksource Oregon Employment Department, 2007.

Konec leta 2009 so javnost razveselile novice, da so nekateri delodajalci objavili povratno zaposlovanje delavcev, ki so jih morali prej zaradi negativnih trendov gospodarstva odpustiti. Zadnje objave s strani U.S. Department of Labor kažejo, da se je stopnja brezposelnosti umirila pod nivojem 10 odstotkov in se slika zaposlovanja počasi izboljšuje. Tedenske objave prijav na Urad za brezposelne kot tudi število novo zaposlenih se izboljšujejo iz tedna v teden (US Department of Labor, 2010b).

3.1.3 Ukrepi ameriške vlade

Tekom krize smo bili priča različnim predlogom vladnih ukrepov, ki so naleteli na različne odzive ekonomskih strokovnjakov. FED je sprejela niz ukrepov povečevanja denarja v obtoku, da bi se izognili pritiskom deflacije, kjer nižje plače in večja brezposelnost vodijo v začarani krog zmanjševanja potrošnje. Nastalo vrzel v povpraševanju zasebnega sektorja je poskušala prekoračiti tudi država s fiskalnimi spodbudami gospodarstvu (BBC News, 2009).

Tako je skupna intervencija države in centralne banke do junija 2009 na trg vnovično vrnila 13,9 milijard USD. Tako je FED razširila dejavnost iz posojilodajalca v skrajni sili v izključnega posojilodajalca. V nekaterih današnjih primerih je FED dobila tudi naziv kupec v skrajni sili (FDIC, 2009).

3.1.3.1 Kratkoročni ukrepi

Ameriška država si je prizadevala v okviru programa »Large Scale Asset Purchase« pomagati globalnemu finančnemu sistemu s finančnimi injekcijami, ki so do novembra 2008 znašale 7 bilijonov USD (1,7 bilijona samo za financiranje MBS-jev; povzeto po FED, 2010) v skupnem obsegu preko 21.000 urgentnih posojil investicijskim bankam, ki so do maja 2009 že dosegle vrednost 9 bilijonov USD (Chan & Mcginty, 2010). Transfer sredstev je večinoma vključeval investicije, posojila in garancije na posojila kot pa neposreden transfer 'brezplačnih' sredstev. V veliki večini primerov je država odkupila finančne naložbe, kot so komercialni zapisi, hipotekarne obveznice in ostali strukturirani produkti, da bi povečala likvidnost na trenutno nizko-likvidnih trgih (Goldman, 2008). Z napredovanjem krize je FED znižala kriterije za podeljevanje posojil in v zavarovanje sprejela tudi bolj tvegane vrednostne papirje (Bloomberg, 2008b). Ena izmed odprtih kreditnih linij FED-a je omogočala odkup zakladnih zapisov od investicijskih bank do skupne vrednosti 600 milijard EUR do junija 2011 (Chan & Mcginty, 2010).

ZDA so si prizadevale povečati količino denarja v obtoku v odgovor na padajoče cene blaga in premoženja in s pomočjo fiskalne politike pomagati domačemu povpraševanju in investicijam zasebnega sektorja. Na ta račun so v letih 2008 in 2009 z dvema paketoma zakrpile luknjo v vrednosti 1 bilijona USD (BBC News, 2009).

3.1.3.2 Spremembe zakonodaje in dolgoročni ukrepi

Današnji ameriški predsednik Obama je junija 2009 skupaj s strokovnim svetom Bele hiše predstavil reševalni finančni paket ukrepov v pomoč finančni krizi, na področju varovanja potrošnikov, nagrad managementu, pomoči finančnim institucijam in kapitalske ustreznosti, povečanega nadzora nad senčnim bančnim sistemom in izvedenimi finančnimi instrumenti ter povečane moči centralne banke in podpornih institucij.

Junija 2009 je FED zaznala umirjanje recesije, kot posledico izboljševanja pogojev na finančnih trgih, stabilizacije potrošnje gospodinjstev, ob nadaljevanju izgube delovnih mest, zniževanja premoženja gospodinjstev in kreditnega krča. Slednji izvira iz omejenih investicij podjetij v osnovna sredstva. Povečevanje brezposelnosti iz zviševanja produktivnosti preko zniževanja stopnje zaposlenosti. Kljub temu pa so zaloge podjetij v dokončane proizvode končno ujele tekočo prodajo. Kljub slabšim pričakovanj glede rasti gospodarske aktivnosti, je FED pričakovala na podlagi sprejetih ukrepov stabilizacijo finančnih trgov in institucij, fiskalne in monetarne ekspanzije, gibanje trgov v smeri vzdržne gospodarske rasti in cenovne stabilnosti. Ekonomske projekcije FED-a so tako kazale v letu 2010 povratek stopenj rasti BDP na raven 2–3 odstotkov, stabilizacijo brezposelnosti na raven okoli 10 odstotkov ter stopnjo inflacije okoli dolgoročne stopnje 1–2 odstotka.

Poleg vlade je strokovna javnost predlagala prenekatere ukrepe in programe za pomoč gospodarstvu iz obstoječe krize in preventivo pred novo recesijo. Kljub temu pred junijem 2009 vrsta rešitev še ni dobila epiloga ali veljave.

Med predlaganimi reformami finančnega sektorja velja omeniti naslednje. Bernanke (2008) je predlagal vzpostavitev postopkov prekinitev poslovanja nelikvidnih finančnih institucij senčnega bančnega sistema, kot so investicijske banke in skladi tveganega kapitala. Roubini (2008) je ponudil enostavno rešitev nacionalizacije nesolventnih bank. Na drugi strani si je Greenspan (2009) prizadeval omogočiti bankam boljši dostop do likvidnosti in izboljšanja kapitalske ustreznosti, kar bi lahko v prihodnosti preprečilo nastanek prevelikih bank in izgubo konkurenčne prednosti banke.

Stiglitz (2008 in 2009) je svetoval znižanje prevzetega tveganja pri finančnih institucijah, vzpostavitev nagrajevanja managementa na podlagi dolgoročnih kazalcev in ponovno ločitev komercialnih in investicijskih bank z Glass-Steagallovim zakonom. Johnson (2009) pa je za namene znižanja sistematičnega tveganja predlagal prestrukturiranje institucij, ki so prevelike, da bi lahko propadle. Turner (v Pimlott, 2009; str. 157; Parker, Pimlott, Burgess, Saigol & Pickard, 2009) je predlagal implementacijo Tobinovega davka na finančne instrumente.

Krugman (2009a) je poudaril pomembnost nadzora nad institucijami, ki poslujejo kot banke. Dinallo (2009) je svetoval povečanje nadzora nad obsegom aktive in pasive finančnih institucij in nadzora nad izdajo in trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti. Rajan (2009) je podprl Dinallovo stališče in trdil, da je potrebno povečati nadzor nad kvaliteto premoženja finančnih institucij, na primer zavarovalnic, ki vplačujejo rezervacije in garancije državi v času razcveta, v zameno za kasnejše finančne spodbude s strani države.

Buffett (2009) je predlagal vzpostavitev minimalne višine pologa za hipotekarna posojila (vsaj 10 odstotkov) ter preverjanja dohodka posojilojemalca. Roubini (2009) je svetoval vpeljavo mehanizma znižane obveznosti hipotekarnih kreditov z možnostjo banke pri udeležbi v dobičku iz naslova prihodnje rasti vrednosti nepremičnine. McCulley (2009) je ponujal možnost pro-ciklične ekonomske politike, ki bi vključevala povečanje kapitalske ustreznosti v času ekspanzije in njeno zniževanje v času kontrakcije.

Ferguson (2009) in Sachs (2009) sta ponujala rešitev v vzpostavitvi mehanizma zamenjave dolžniških za lastniške finančne instrumente. Gre za običajno prakso v primeru stečajev, kjer se izbriše obveznosti do delničarjev in se prenese pravice obstoječih upnikov dolžniških vrednostnih papirjev na pravice delničarjev, podobno kot v primeru General Motorsa.

Geithner, sekretar ameriške zakladnice, se je zavzemal za povečanje nadzora nad senčnim delom bančnega sistema, pridobivanje dodatnih sredstev v pomoč gospodarstvu s strani zasebnega in finančnega sektorja, izboljšanje kapitalske ustreznosti finančnih institucij, zmanjšanje moralnega hazarda udeležencev finančnega trga (Geithner, 2008; US Treasury, 2009).

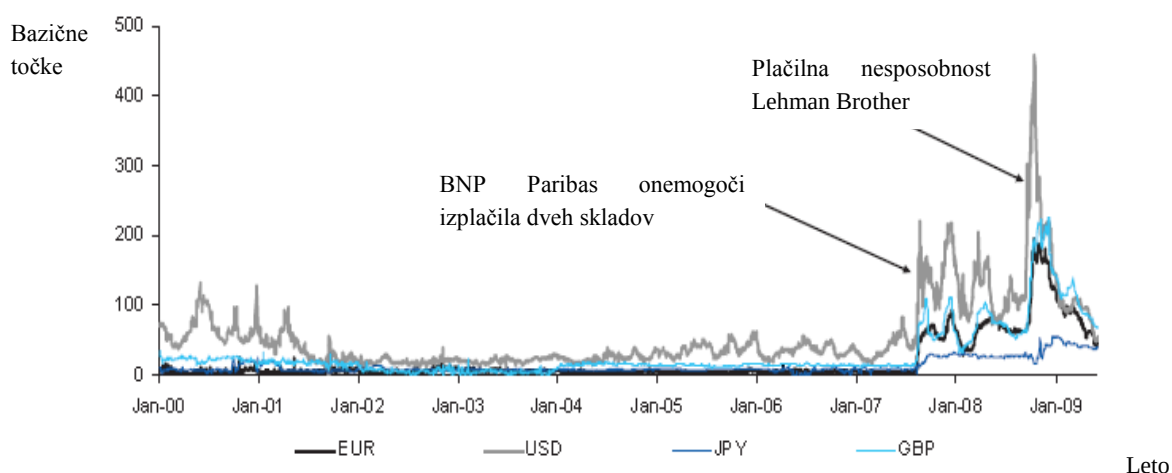
3.2 Vpliv na evropsko gospodarstvo

3.2.1 Vpliv na evropski finančni sektor

Ob izbruhu finančne krize poleti 2007 so evropske banke opazile likvidnostne probleme na podlagi kratkoročnega dolga. Dolga, ki je izvirala iz naložb v hipotekarne vrednostne papirje in hipotekarne kredite. Znikali so možnost sistemske krize, saj je kriza sprva dajala občutek kratkoročnosti, ki izvira zgolj iz manjše likvidnosti bank.

BNP Paribas je poleti 2007 onemogočil izstop iz treh investicijskih skladov, kjer je kot razlog navedel nezmožnost izračuna dejanske vrednosti. Zaradi padca vrednosti omenjenih skladov z 2,075 milijarde EUR (vrednoteno 27. julija 2007) ter na 1,593 milijarde EUR (vrednoteno 7. avgusta 2007), pri čemer gre velik del padca vrednosti pripisati begu investorjev. Istočasno je tudi nemška investicijska banka Sal. Oppenheim začasno zaustavila izplačila 750 milijonov vrednega sklada (Poirier, 2007). Pomanjkanje likvidnosti evropskih bank je sprožilo poviševanje medbančnih obrestnih mer na medbančnem trgu (Slika 23). Na sliki najvišji skok ponazarja čas bankrota družbe Lehman Brothers.

Slika 23: Evropske medbančne obrestne mere različnih valut od 2000–2009 v bazičnih točkah



Vir: EC, Economic Forecast Spring 2009, 2009.

Tabela 3 prikazuje projekcijo odpisov bančnega sektorja Evropske unije, kot je sredi leta 2007 predvidela in jih vključila v pričakovanja glede gospodarske rasti Unije ter omogočila podlago Evropski centralni banki (v nadaljevanju ECB) in nacionalnim državam pri oblikovanju reševalnih ukrepov. Pri tem je uporabila 4 scenarije, od najbolj optimističnega (1) do najbolj pesimističnega (4), in ugotovila, da se bodo bilance bank do konca leta 2010 v evroobmočju zmanjšale od 7 do 22 odstotkov po projekciji ECB in od 12 do 30 odstotkov po projekciji MDS-ja.

*Tabela 3: Pričakovane bilančne izgube evroobmočja od poletja 2007 do konca 2010
v mio EUR in %*

Posledice odpisov na bilance bank evroobmočja				
Scenarij	1	2	3	4
Kapital	1.760	1.760	1.760	1.760
Sredstva	31.538	31.538	31.538	31.538
Ocenjeni odpisi				
MDS	834	834	834	834
ECB	488	488	488	488
Stopnja rekapitulacije	65%	65%	50%	35%
Neto odpisi				
MDS	219	219	313	407
ECB	128	128	183	238
Zmanjšanje bilanc bank brez vzvoda				
MDS	-12,4%	-12,4%	-17,8%	-23,1%
ECB	-7,3%	-7,3%	-10,4%	-13,5%
Sprememba vzvoda	0,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%
Zmanjšanje bilanc bank z vzvodom				
MDS	-12,4%	-16,8%	-21,9%	-30,8%
ECB	-7,3%	-11,9%	-14,9%	-22,2%

Vir: EC, Economic Forecast Spring 2009, 2009.

Tabela 4 razporeja izgube s strani odpisov slabih posojil evropskih bank v letih 2007, 2008 in 2009. Največji delež izgube je nastal zaradi odpisov posojil in MBS (323,3 milijona USD do oktobra 2008) (iStockAnalyst, 2008).

Tabela 4: Odpisi evropskih poslovnih bank iz naslova slabih kreditov v mio EUR do leta 2009

Banka	2007	2008	do 11.2009	Skupaj
HSBC	19,3	30,3	13,9	63,5
Lloyds	6,8	28,9	22,3	58,0
UBS		50,6	1,7	52,3
Royal Bk Scotland	7,0	23,5	19,6	50,1
Santander	4,8	8,3	10,6	23,7
Commerzbank/Dresdner	3,9	13,3	4,5	21,7
Deutsche Bank	4,0	11,2	3,1	18,3
Credit SuissedIKB	3,5	11,9	1,9	17,3
IKB				14,7
BNP Paribas	2,4	8,0	3,4	13,8
BBVA	2,7	4,2	5,5	12,4
UniCredit	3,5	5,1	2,4	11,0
Societe Generale	1,3	3,7	5,8	10,8
Credit Agricole	2,7	4,4	3,1	10,2
ING		7,1	2,4	9,5
Bayern	1,1	8,0		9,1
Intesa Sanpaolo	1,6	4,5	2,6	8,7
Erste Bank	0,8	2,5	1,3	4,6
Fortis				3,1
West LB				3,0
Rabobank	0,8	1,7		2,5
Skupaj	66,2	227,2	104,1	418,3

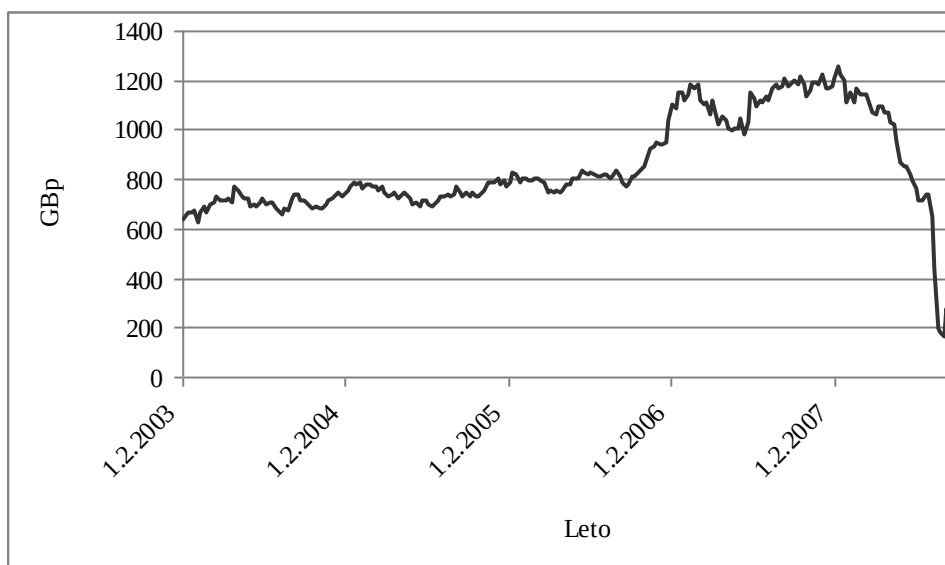
Vir: Reuters, U.S., European Bank Writedowns & Losses, 2009.

Prva žrtev finančne krize je bila srednje velika britanska banka Northern Rock. Sledile so ji ostale finančne družbe, povezane z domačim gradbenim sektorjem in posojili za nepremičnine. Gospodarska kriza na Islandiji je prizadela vse tri največje islandske banke. Glede na velikost gospodarstva in bilančne vsote bank, govorimo o največjem kolapsu bančnega sistema v zgodovini (The Economist, 2008).

3.2.1.1 Podržavljanje Northern Rocka

12. septembra 2007 je banka Northern Rock zaprosila za finančno pomoč Bank of England, kot posojilodajalca v skrajni sili, zaradi znižanja likvidnosti premoženja na podlagi nižjih vrednosti hipotekarnih vrednostnih papirjev (BBC News, 2007a in 2007b). V naslednjih dneh je banka kljub posojilom centralne banke beležila visoke odlive sredstev varčevalcev in znižanje tržne vrednosti delnice (Slika 24) (Aldrick, 2007).

Slika 24: Gibanje cene delnice Northern Rocka v GBp



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Do januarja 2008 je obveznost banke do centralne banke znašala neverjetnih 26 milijard GBP. Naslednji mesec je britanska vlada nacionalizirala banko (BBC News, 2008a in 2008b) in marca 2008 objavila ukrepe prestrukturiranja do leta 2010 (Aldrick, 2008). Že septembra 2008 je banka odplačala del dolga državi in tako imela marca 2009 le še 8,9 milijard GBP odprtih obveznosti do države (Northern Rock, 2009).

Banka je junija 2009 sporočila, da se bo razdelila na dva dela (investicijski in poslovni). V planu so navedli tudi poplačilo preostanka dolga do države do konca leta 2010. Potem ko je EC oktobra istega leta potrdila razdelitev, sta britanski parlament in zakladnica decembra sprejela odločitev o denacionalizaciji banke od začetka leta 2010 naprej (HM Treasury, 2009). Od julija 2010 naprej so se za banko zanimale družbe Lorda Lavena, Aviva, Invesco, F&C, Morgan Stanley in Goldman Sachs.

3.2.1.2 Reševanje Landesbank Sachsen

Že avgusta 2007 je nemška depozitarna banka Landesbank Sachsen zapadla v težave neprvovrstnega dolga. Konec leta je bila uradno izpeljana spojitev z Landesbank Baden-Württemberg (v nadaljevanju LBBW), zaradi pomanjkanja likvidnosti pa je bila saška regionalna vlada primorana odpreti garancijo v vrednosti 2,75 milijarde EUR v zavarovanje 43 milijarde EUR tveganih naložb banke, čeprav je Sachsen zahtevala za pokritje nesolventnosti kar 4,3 milijarde EUR, kar je celoten proračun saške regije (Spiegel, 2007).

3.2.1.3 Reševanje družbe Fortis

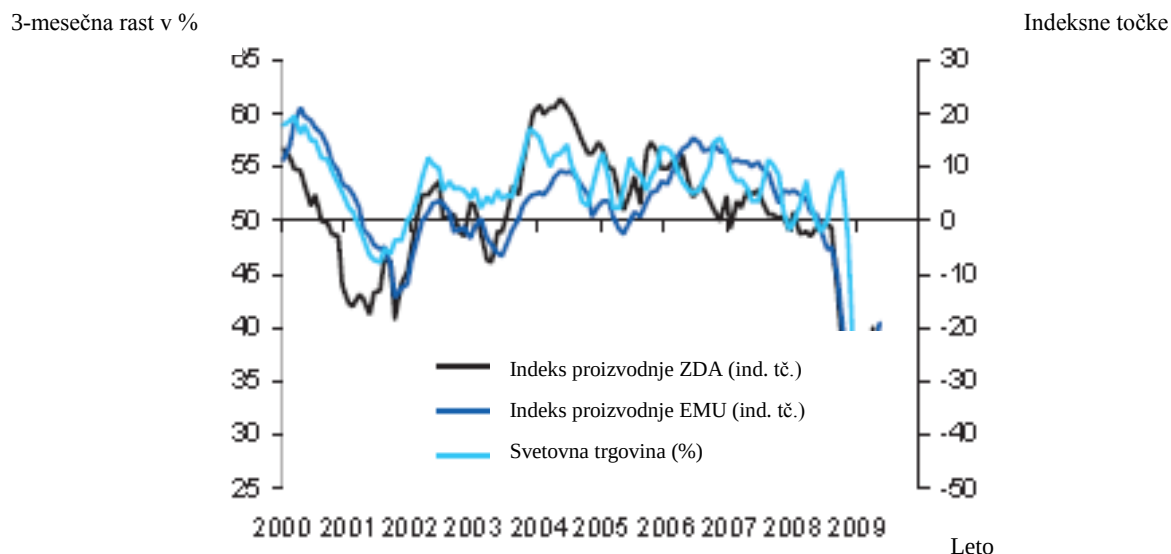
Nizozemska, luksemburška in belgijska vlada so se jeseni 2008 odločile omogočiti posojila finančnemu sektorju v višini 11,2 milijarde EUR, da bi preprečili širjenje kreditnega krča (Traynor, 2008). Fortis, nekoč 10. največja evropska banka in tretja največja zavarovalnica v Veliki Britaniji (po nakupu zavarovalnice ABN-Amro), je v letu 2008 realizirala izgubo v višini 28 milijard EUR (Gow, 2009). Rešitev je ponudila francoska banka BNP Paribas, ki je v zameno za 8,25 milijard EUR dobila 75-odstotni delež v belgijski banki Fortis. Nizozemska vlada pa se je odločila nacionalizirati 25-odstotni nizozemski del Fortisa (Finance, 2008).

Ključni dejavnik izbruha krize v Evropi je bil finančni vzvod evropskih finančnih institucij, ki je v določenih družbah celo presegal povprečje ZDA. Padec cen na ameriškem trgu je posledično nadpovprečno znižal premoženje evropskega finančnega sektorja.

EC je podala leta 2009 (2009a) mnenje, da so bili naslednji mehanizmi glavni kanali prenosa krize iz ZDA v Evropo:

- medsebojna povezanost finančnih institucij znotraj globalnega finančnega sistema (vpliv vzvoda finančnih institucij, dosedanje izgube v ZDA in pričakovani odpisi terjatev v Evropi);
- vpliv premoženja in zaupanja potrošnikov (višje obrestne mere in padanje cen nepremičnin so ustvarile pritiske na padec delnic in znižale premoženje gospodinjstev, zato se je zmanjšala potrošnja trajnih dobrin); in
- povezanost subjektov znotraj svetovne trgovine; svetovna trgovina se je vidno skrčila v zadnji četrtini leta 2008, na podlagi krča potrošnje investicijskih dobrin podjetij in trajnih dobrin gospodinjstev (Slika 25).

Slika 25: Indeks proizvodnje (leva skala) in svetovne trgovine (% na desni skali) med 2000–2009



Vir: EC, *Economic Forecast Spring 2009*, 2009.

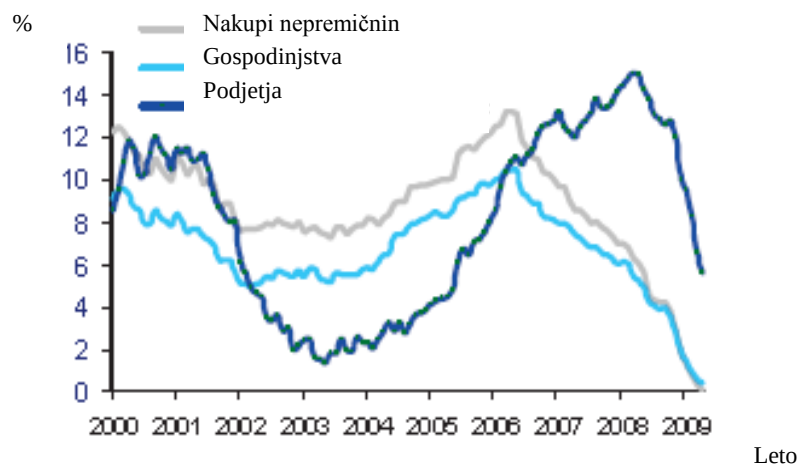
Leto kasneje je postalo jasno, da je kriza globlje zajela finančni sektor, s propadom in reševanjem finančnih institucij v ZDA in EU. Sledila je vsesplošna panika in beg investorjev iz lastniških vrednostnih papirjev v državne obveznice. Banke so bile primorane znižati obseg izdanih kreditov, evropska podjetja, ki se financirajo iz bančnega sistema, niso bila sposobna financirati investicij v osnovna sredstva in kaj kmalu je upadla tudi gospodarska aktivnost Evrope.

3.2.2 Vpliv na zmanjšanje evropske aktivnosti in povečanje dolga držav

EC je v spomladanski napovedi 2009 napovedala recesijo, ki bo znižala gospodarsko aktivnost evroobmočja za 4 odstotne točke do konca leta 2009, zvišala stopnjo brezposelnosti na 11,5-odstotno stopnjo brezposelnosti do konca leta 2010 in povečala obremenitev proračunov, ki naj bi do konca leta 2009 dosegli 5,3 odstotka in do konca 2010 pa 6,5 odstotka BDP evroobmočja (EC, 2009b).

S politiko zniževanja obrestne mere je ECB omogočila bankam dostop do likvidnih sredstev. Aktivne obrestne mere na posojila zasebnemu sektorju so se spustile, v želji po spodbujanju potrošnje in investicij podjetij. Kljub temu pa so posojila zasebnemu sektorju za potrošnjo ali investicije nevzdržno padala (Slika 26) in vodila v končno znižanje domačega povpraševanja gospodinjstev in investicij podjetij.

Slika 26: Posojila zasebnemu sektorju v evroobmočju med leti 2000–2009 (v %)



Vir: EC, Economic Forecast Spring 2009, 2009.

Tabela 5 prikazuje, kako je na podlagi zmanjšanja povpraševanja gospodinjstev in podjetij EC v letu 2009 predvidela, da bodo v prihodnjih letih največji padec doživele prav investicije podjetij, pri čemer naj bi potrošnja države in gospodinjstev zabeležili le manjši padec. Ne nazadnje naj bi nižja aktivnost zvišala brezposelnost, na najvišjo raven v letu 2010, ob relativno nizki stopnji inflacije.

Tabela 5: Ocenjena in dejanska rast BDP in potrošnje sektorjev v EU med leti 2008–2010

	Ocena			Dejansko		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
BDP (rast v %)	0,9	-4,0	-0,1	0,7	-4,2	1,8
Osebna potrošnja (rast v %)	0,9	-1,5	-0,4	1,0	-6,3	4,3
Potrošnja države (rast v %)	0,9	-1,5	-0,4	3,2	1,6	3,1
Investicije (rast v %)	0,1	-10,5	-2,9	0,3	-14,6	1,6
Brezposelnost (%)	7,0	9,4	10,9	7,8	9,6	9,6
Inflacija (HCIP v %)	3,7	0,9	1,3	2,2	1,5	2,7

Vir: EC, Economic Forecast Spring 2009, 2009; Eurostat, 2011.

Po državah je predvidela višje rasti držav s finančno stabilnimi sektorji, nižjimi rastmi nepremičninskega trga v letih pred recesijo, nižjo odvisnostjo od izvoza in nižjim dolgom. Tabela 6 prikazuje odmike od ocenjene stopnje rasti po državah, kjer lahko opazimo, da se je negativni trend znižane gospodarske aktivnosti odvil že v letu 2008 in se zaključil v začetku leta 2010.

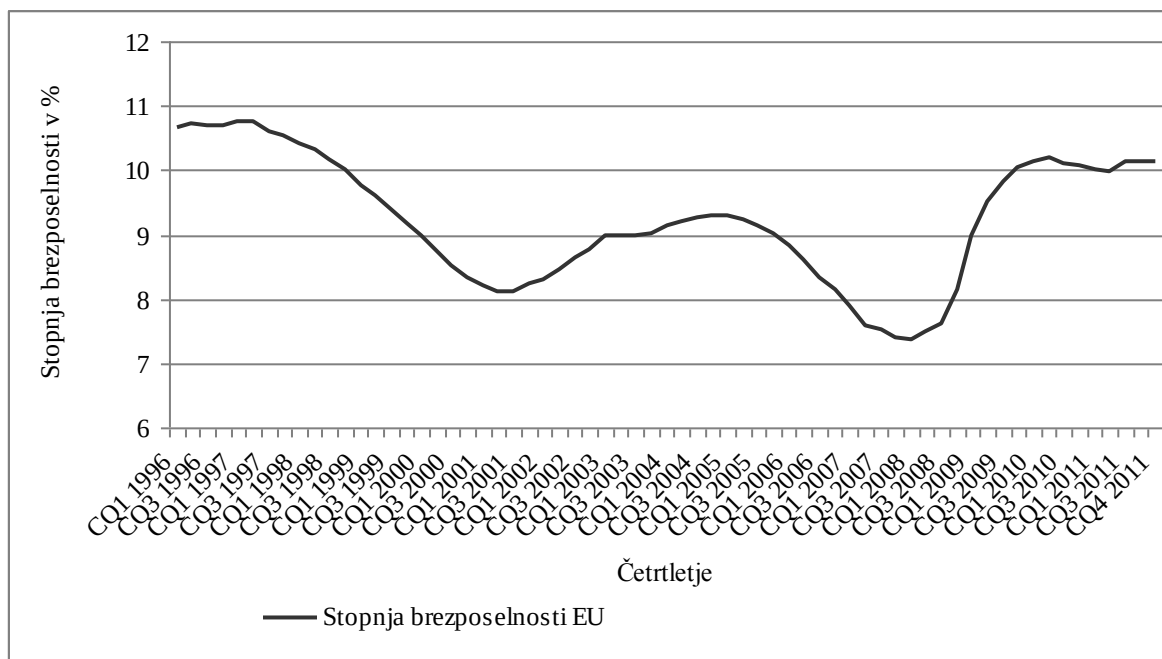
Tabela 6: Ocenjena in dejanska rast BDP po državah članicah EU

	Ocena			Dejansko		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Belgija	1,2	-3,5	-0,2	1,0	-2,8	2,1
Nemčija	1,3	-5,4	0,3	1,0	-4,7	3,6
Irska	-2,3	-9,0	-2,6	-3,5	-7,6	-1,0
Grčija	2,9	-0,9	0,1	1,0	-2,0	-4,5
Španija	1,2	-3,2	-1,0	0,9	-3,7	-0,1
Francija	0,7	-3,0	-0,2	0,2	-2,6	2,6
Italija	-1,0	-4,4	0,1	-1,3	-5,2	1,3
Ciper	3,7	0,3	0,7	5,9	-2,2	4,2
Luksemburg	-0,9	-3,0	0,1	1,4	-3,7	NP
Malta	1,6	-0,9	0,2	7,3	1,1	6,7
Nizozemska	2,1	-3,5	-0,4	1,9	-3,9	1,8
Avstrija	1,8	-4,0	-0,1	2,2	-3,9	2,0
Portugalska	0,0	-3,7	-0,8	0,0	-2,5	1,3
Slovenija	3,5	-3,4	0,7	3,7	-8,1	1,2
Slovaška	6,4	-2,6	0,7	5,8	-4,8	4,0
Finska	0,9	-4,7	0,2	0,9	-8,2	3,1
Euro območje	0,8	-4,0	-0,1	0,6	-4,1	1,7
Bulgarija	6,0	-1,6	-0,1	15,1	-1,4	3,2
Češka	0,2	-2,7	0,3	2,5	-4,1	1,6
Danska	-1,1	-3,3	0,3	-1,4	-2,5	5,4
Estonija	-3,6	-10,3	-0,8	-5,0	-13,9	3,1
Latvija	-4,6	-13,1	-3,2	3,5	-21,0	-24,5
Litva	3,0	-11,0	-4,7	4,5	-16,4	5,5
Madžarska	0,5	-6,3	-0,3	0,8	-6,7	1,2
Poljska	4,8	-1,4	0,8	5,1	1,7	3,8
Romunija	7,1	-4,0	0,0	12,1	-16,0	3,8
Švedska	-0,2	-4,0	0,8	-0,6	-5,3	5,5
Velika Britanija	0,7	-3,8	0,1	-0,1	-4,9	1,3
Evropska Unija	0,9	-4,0	-0,1	0,7	-4,2	1,8

Vir: EC, Economic Forecast Spring 2009, 2009; Eurostat, Data 2011; OECD, Data, 2011.

Povprečni kazalci zaposlenosti v EU so podobni kazalcem v ZDA. Pomanjkanje potrošnje in zniževanje zaposlenosti proizvodnih kapacitet se je v drugi polovici leta 2008 odrazilo na popuščanju evropskega trga dela (Slika 27).

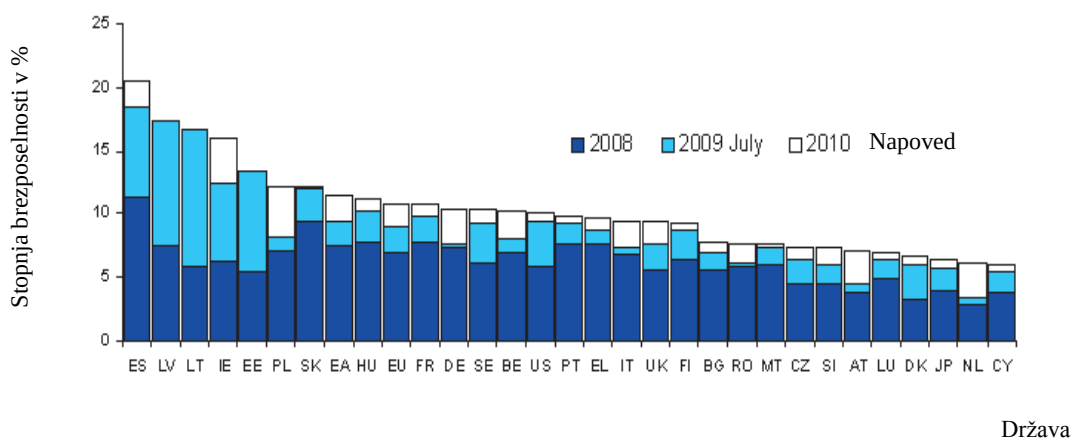
Slika 27: Stopnja brezposelnosti v EU med leti 1996 in 2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; Eurostat, Data, 2011.

Vendar pa so bili odkloni po državah članicah in sektorjih različni. Brezposelnost je do meseca maja leta 2009 najbolj prizadela Španijo (Slika 28), ko je dosegla 18,7 odstotka, kar je najvišja objavljena stopnja brezposelnosti v EU. Najbolj je kriza prizadela delavce za določen čas, pogodbenne delavce, nizko ali nižje izobražene delavce. Največja rast odpuščanja je bila sprva v storitvenem sektorju, nato v gradbenem sektorju in inženirstvu (CBC News, 2009).

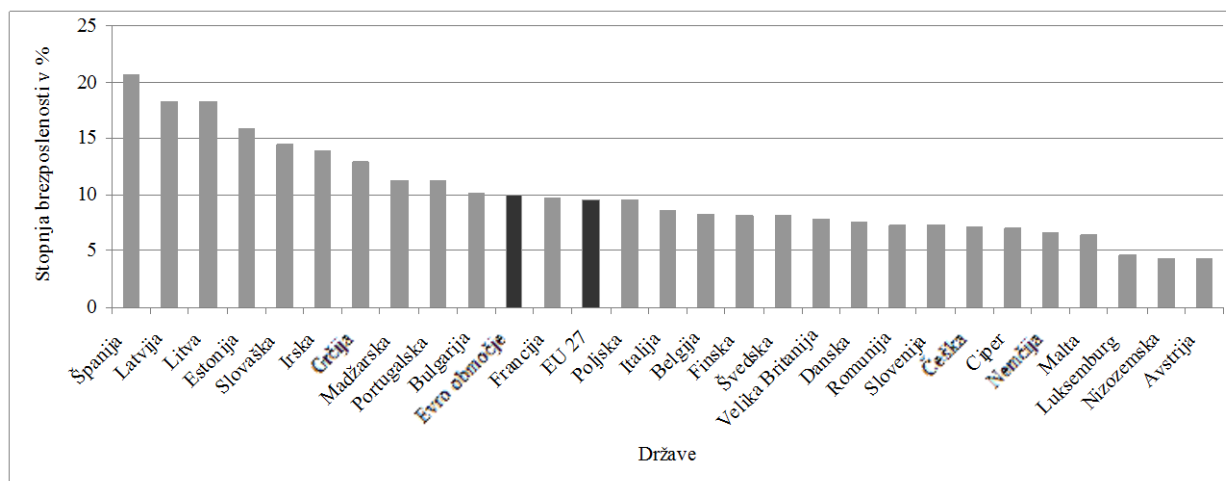
Slika 28: Brezposelnost v EU po državah članicah 2008, julij 2009 in ocena za leto 2010 (%)



Vir: EC, Economic Forecast Spring 2009, 2009.

V letu 2010 se je grožnja pred naraščajočo brezposelnostjo umirila. Industrijske države (Nemčija) so uspešno znižale stopnjo brezposelnosti (Slika 29). Težje jo znižujejo države, ki so imele že prej probleme z višjo stopnjo brezposelnosti (Španija) ali so vezane na storitveni sektor (Irska).

Slika 29: Brezposelnost (v %) po državah članicah EU, dejanski podatki, september 2010



Vir: Eurostat, Data, 2011.

Države članice so bile primorane z ekspanzivno fiskalno politiko večjih državnih investicij in potrošnje (prikazani v nadaljevanju) nadomestiti posledice znižanja realnega premoženja zasebnega sektorja v obliki nižje zaposlenosti, nižjega povpraševanja in investicij. Tako se je proračunski primanjkljaj držav članic po izbruhu krize počasi poslabšal, vendar pa EC leta 2009 ni pričakovala večjega zloma. Tabela 7 prikazuje dejansko fiskalno pozicijo posameznih držav med leti 2006 in 2009, po deležu proračunskega primanjkljaja in javnem dolgu držav v BDP, kjer rdeče označeni podatki prikazujejo presežek nad Maastrichtskimi kriteriji.

EC je zaznala naraščanje dolga članic. Dolg je naraščal zaradi servisiranja proračunskih primanjkljajev, finančnih injekcij bankam in garancijam zasebnemu sektorju. Junija 2010 so se na srečanju G20 osredotočili na problem naraščajočega dolga držav Evropske unije in si zadali cilj znižanja proračunskih primanjkljajev do leta 2013 in stabilizacije državnega dolga do leta 2016. Stabilizacija vsebuje ukrepe restriktivne fiskalne politike, kar je v nasprotju z ekspanzivno politiko v obdobju svetovne gospodarske krize (EU, 2010).

Tabela 7: Delež proračunskega salda in javnega dolga v BDP držav EU med leti 2006–2009

	Proračunski primanjkljaj % BDP				Javni dolg % BDP			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Belgija	0,2	-0,3	-1,3	-6,0	88,1	84,2	89,6	96,2
Bulgarija	1,9	1,1	1,7	-4,7	21,6	17,2	13,7	14,7
Češka	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8	29,4	29,0	30,0	35,3
Danska	5,2	4,8	3,4	-2,7	32,1	27,4	34,2	41,4
Nemčija	-1,6	0,3	0,1	-3,0	67,6	64,9	66,3	73,4
Estonija	2,4	2,5	-2,8	-1,7	4,4	3,7	4,6	7,2
Irska	2,9	0,0	-7,3	-14,4	24,8	25,0	44,3	65,5
Grčija	-5,7	-6,4	-9,4	-15,4	106,1	105,0	110,3	126,8
Španija	2,0	1,9	-4,2	-11,1	39,6	36,1	39,8	53,2
Francija	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	63,7	63,8	67,5	78,1
Italija	-3,4	-1,5	-2,7	-5,3	106,6	103,6	106,3	116,0
Ciper	-1,2	3,4	0,9	-6,0	64,6	58,3	48,3	58,0
Latvija	-0,5	-0,3	-4,2	-10,2	10,7	9,0	19,7	36,7
Litva	-0,4	-1,0	-3,3	-9,2	18,0	16,9	15,6	29,5
Luksemburg	1,4	3,7	3,0	-0,7	6,7	6,7	13,6	14,5
Madžarska	-9,3	-5,0	-3,7	-4,4	65,7	66,1	72,3	78,4
Malta	-2,7	-2,3	-4,8	-3,8	63,4	61,7	63,1	68,6
Nizozemska	0,5	0,2	0,6	-5,4	47,4	45,3	58,2	60,8
Avstija	-1,5	-0,4	-0,5	-3,5	62,1	59,3	62,5	67,5
Poljska	-3,6	-1,9	-3,7	-7,2	47,7	45,0	47,1	50,9
Portugalska	-4,1	-2,8	-2,9	-9,3	63,9	62,7	65,3	76,1
Romunija	-2,2	-2,6	-5,7	-8,6	12,4	12,6	13,4	23,9
Slovenija	-1,3	0,0	-1,8	-5,8	26,7	23,4	22,5	35,4
Slovaška	-3,2	-1,8	-2,1	-7,9	30,5	29,6	27,8	35,4
Finska	4,0	5,2	4,2	-2,5	39,7	35,2	34,1	43,8
Švedska	2,3	3,6	2,2	-0,9	45,0	40,0	38,2	41,9
Velika Britanija	-2,7	-2,7	-5,0	-11,4	43,4	44,5	52,1	68,2
Evroobmočje	-1,4	-0,6	-2,0	-6,3	68,5	66,2	69,8	79,2
EU27	-1,5	-0,9	-2,3	-6,8	61,5	58,8	61,8	74,0

Vir: Eurostat, Data, 2011.

Poleg nelikvidnosti finančnega sektorja, upada povpraševanja in aktivnosti zasebnega sektorja ter splošne gospodarske aktivnosti in zmanjšanja zaposlovanja je omenjena kriza za seboj pustila še eno žrtveno jagnje v obliki evropske dolžniške krize leta 2010. Omenjena kriza je v prvi vrsti prizadela 4 države, pod skupno kratico PIGS. Gre za Portugalsko, Irsko, Grčijo in Španijo. Slednje se soočajo z visoko stopnjo dolga v bruto domačem proizvodu. Bankrot domačih držav bi se odrazil na ogromnih izgubah evropskih bank, ki bi povzročile nesolventnost številnih domačih bank.

3.2.3 Ukrepi Evropske unije

Nižje napovedi Evropske komisije glede gospodarske aktivnosti so spodbudile ECB, da je konec leta 2008 sprejela podobne ukrepe kot FED. ECB je od oktobra 2008 naprej spustila temeljno obrestno mero in boniteto vrednostnih papirjev, ki jih sprejme v zavarovanje.

Politike usmerjanja in spodbujevalnih ukrepov nacionalnih vlad so bile harmonizirane s strani zadanih smernic Evropske komisije. Slednja je oktobra 2008 podala smernice za povečanje nadzora nad finančnimi institucijami, med katerimi je svetovala tudi povečanje zajamčene vrednosti bančnih depozitov na 100.000 EUR. Novembra 2008 je predlagala pogoje izračunavanja bonitete posojilojemalcev in obveznic. Mesec kasneje je izdala smernice procesa dokapitalizacij nacionalnih finančnih institucij.

V začetku leta 2009 je EC podala smernice povečanja pristojnosti nadzornih organov EU, povečanja sodelovanja z nadzornimi organi držav članic in podobnih ukrepov, ki omogočajo ponovno vzpostavitev stabilnosti finančnega sektorja. Na nerešeno vprašanje odpisov bančnega sektorja je poskušala odgovoriti s smernicami obračunavanja odpisov zapadlih terjatev, nakupa finančnih instrumentov in zavarovanja finančnih instrumentov evropskega finančnega sektorja. Aprila 2009 je izdala mnenje zniževanja izpostavljenosti do izvedenih finančnih instrumentov in izdala smernice povečanja bančnega nadzora in ostrejšje zakonodaje glede ustreznosti bančnega kapitala in priporočil poslovanja bančnega sektorja (EC, 2011).

Britanska centralna banka je leta 2008 predlagala oblikovanje kontingenčnega kapitala oziroma rezervacij kapitala zasebnega sektorja, ki bi lahko nadomestile padec vrednosti lastniškega kapitala v času kriznih obdobj. Že Raviv (2004) in Flannery (v Portes, 2009) sta ponudila možnost izdaje dolžniških vrednostnih papirjev, ki bi se v času krize v skladu s predpisanimi mehanizmi preoblikovali v kapital bank.

EC je prepoznala potrebo po reševanju evropske avtomobilske industrije in februarja 2009 oblikovala smernice za pomoč avtomobilski industriji (EC, 2009c). Nezadostno povpraševanje s strani zasebnega sektorja je morala zapolniti država. Zgolj monetarna ekonomska politika ni bila dovolj. Pojavila se je potreba po fiskalni politiki. Prvi ukrepi so bili garancije držav za bolj tvegano premoženje ali zagotavljanje svežega kapitala. Šibkejšje finančne institucije so v zameno za svež kapital pridobile državno solastništvo ali pa so bile v celoti nacionalizirane (na primer Northern Rock).

Naraščajoča skrb nevzdržnih proračunskih primanjkljajev in dolga držav članic (Tabela 7) je spodbudila nastanek oblikovanja priporočil Evropske komisije morebitnih posledic izvajanja državnih pomoči na javne finance članic. V dopolnitvi poročila je izpostavila problem zavarovanja davčnih prihodkov nacionalnih vlad s strani izračunavanja davčnih prihodkov, medsebojne izmenjave podatkov in harmonizacije davčne politike. Aprila je na vprašanja nacionalnih vlad odgovorila z oblikovanjem smernic poenostavljenega upravljanja nacionalnih paketov pomoči (EC, 2011).

Kot odgovor na začetna proračunska nesorazmerja, je EU novembra 2008 servisirala pomoč Madžarski v višini 6,5 milijarde EUR. Četrletje kasneje je bila primorana servisirati pomoč Latviji v višini 3,1 milijarde EUR in Romuniji v višini 5 milijard EUR.

Svet EU se je strinjal s predlogi reforme svetovnega finančnega sistema, ki so bili predmet pričakovane spomladanske razprave vrha G20. Sočasno je EC potrdila Evropski načrt

gospodarskega okrevanja (angl. *European Economic Recovery Plan* oziroma EERP), ki ga je mesec kasneje Svet EU tudi potrdil.

Marca 2009 je EC sprejela predloge oblikovanja mednarodnih pomoči, ki so bili predmet diskusije na spomladanskem srečanju vrha G20. Poleg tega je Svet EU odobril predlog novega finančnega paketa v višini 400 milijard EUR (3 odstotke BDP EU) (EC, 2011). Na srečanju predstavnikov leta 2009 si je EU zadala nov cilj pod skupnim imenom *Millennium Development Goals 2015*, v katerem so države članice z institucijami, kot sta Evropski parlament (angl. *European Parliament*, v nadaljevanju EP) in EC, poiskale reševalne ukrepe za subjekte, ki jih je trenutna gospodarska kriza prizadela najbolj (van Reisen, Stocker & Vogiazides, 2009).

Ukrepi sovpadajo z ukrepi, ki so bili sprejeti na vrhu G20 v Londonu aprila 2009 in so bili usmerjeni v reformo finančnega sektorja kot odgovor na trenutno krizo in preventivni ukrep pred nadaljnjimi krizami. Nadaljnji ukrep injekcije 1,1 bilijona USD Mednarodnim finančnim institucijam, ki se deli na 750 milijard posojil MDS-ja, 100 milijard posojil Svetovni banki in 205 milijard posojil institucijam spodbujanja svetovne trgovine. Evropski ministri so se sporazumeli injektirati nadaljnjih 5 bilijonov USD v nacionalne ekonomije do konca leta 2010, da bi spodbudili gospodarsko aktivnost in stabilizirali trg delovne sile (IMF, 2009b).

Aprila 2009 je EU pridobila potrditev ukrepa pomoči finančnim institucijam v višini 3 bilijone EUR, od katere je 2,3 bilijona EUR namenjenih garancijam, 300 milijard EUR namenjenih dokapitalizacijam finančnih družb in 400 milijard EUR pomoči individualnim finančnim posojilom finančnih institucij (EC, 2009b).

Javnost je na oblikovane ukrepe odgovorila s tremi kritikami. Da bodo probleme finančnih institucij dejansko financirali davkoplačevalci (gospodinjstva in podjetja), ki jih je kriza najbolj prizadela. Da je bil osnovni vzrok nastanka obstoječe krize povečanje denarja v obtoku ob nizkih obrestih merah ECB. In da bi morali večji poudarek pripisati politiki zaposlovanja in odpravljanju neravnotežij na trgu dela (EC, 2009b).

Obstoječa kriza je spodbudila privrženost evropejstva. V anketi, ki jo je Evropski parlament izpeljal februarja 2009, sta se kar dve tretjini vprašanih nagibali k večji koordinaciji skupnega vse-evropejskega odpravljanja recesije na območju EU.

Voditelji držav EU so sprva pripravili dva scenarija za oblikovanje dolgoročne fiskalne stabilnosti EU. Prvi predlog temelji na ustanovitvi Institucije za evropsko finančno stabilnost (angl. *European Financial Stability Facility*, v nadaljevanju EFSF) (EFSF, 2010). Drugi predlog temelji na vzpostavitvi centralnega davčnega in nadzornega organa, ki bo imel pregled nad proračunsko porabo posameznih držav članic, imenovan Evropska zakladnica (angl. *European Treasury*) (Inštitut Elcano, 2009). Obe instituciji bi bili finančno podprti s strani EU in MDS. Danes lahko Evropski parlament, Evropski svet in EC ponudijo del podpore domačih zakladnic. Večja vloga Evropske komisije na področju domačih davčnih zakonodaj in proračunske potrošnje je do danes veljala za nesprejemljiv vdor v notranjo politiko držav članic. Intervenciji Evropske komisije v posamezne države članice ostro

nasprotujeta Francija in Italija, zato lahko v nadaljevanju pričakujemo njuno nenaklonjenost oblikovanju Evropske zakladnice.

Ena izmed struj trdi, da je trenutna situacija v EU posledica dolgoročno vodenih proračunskih primanjkljajev s strani nacionalnih zakladnikov in guvernerjev centralnih bank (Firzli, 2010) in da države članice izboljšajo zadolženost zgolj preko restriktivnih fiskalnih ukrepov. Nekateri so šli v svoji restriktivnosti celo tako daleč, da so pogojili izplačilo finančne pomoči Grčiji s predhodnim oblikovanjem težko pričakovanih fiskalnih ukrepov v domačem javnem sektorju in gospodarstvu (Businessweek, 2010). Spet drugi trdijo, da takojšna vzpostavitev ne-Keynesianske ekonomske politike ni primerna rešitev in napovedujejo, da bi vzpostavitev deflacijske politike v Grčiji in Španiji podaljšala in poglobila finančno recesijo v njihovem gospodarstvu. Ekonomist je objavil, da bo potrebno omejiti socialno blaginjo preteklih stabilnih politično-socialnih odnosov na podlagi presežne zaposlenosti v javnem sektorju, visokih pokojnin in podobnih socialnih nadomestil, če bi želeli stabilizirati in omogočiti dolgoročen obstoj enotne valute – evra (The Times, 2010). Ker se Grčija ne more več opreti na devalvacijo in tako rešiti trenutnih problemov, bo morala zaostriti proračunsko porabo.

Ne glede na izbiro predlaganih stabilizacijskih ukrepov, lahko pričakujemo nadaljnja neravnotežja v obliki precenjenih sredstev in proračunskih blagajn, dokler bo ostal tok tujega kapitala dereguliran. Če država vodi višji proračunski primanjkljaj ali ima deficit v trgovinskem delu plačilne bilance, mora na drugi strani za namene plačilnobilančnega ravnoesja voditi politiko presežka tujega kapitala v državo. Na drugi strani lahko Nemčija, ki vodi trgovinske presežke, izvažata domač kapital oziroma sosednjim državam posodi domače prihranke, da bi le-te lahko kupile njeno blago (Pearlstein, 2010).

Ocenjena vrednost trgovinskega primanjkljaja Španije, Grčije in Portugalske znaša 69,5 mrd EUR (oziroma 122,5 mrd USD), medtem ko je bil presežek trgovinskega dela plačilne bilance Nemčije kar 109,7 mrd USD. Podobna situacija je v Ameriki, ki vodi plačilno bilančni trgovinski primanjkljaj in si tako izposoja tuj kapital za financiranje domače potrošnje. Ben Bernanke je v letu 2005 opozoril na dolgoročno nezmožnost vodenja takšne fiskalne politike, češ da dolgoročno pomanjkanje varčevanja v posamezni državi in dolgoročni presežki varčevanja v drugi državi vodijo v umetno zniževanje obrestnih mer in oblikujejo tržna neravnotežja v obliki tržnih balonov (Bernanke, 2005).

Država z velikim trgovinskim presežkom bi se v takšnem primeru soočila z apreciacijo domače valute nasproti ostalim valutam, kar bi ustvarilo pritiske na oblikovanje ravnotežja na domačem in izvoznih trgih. Vendar pa je v primeru evropske dolžniške krize problem vpetosti držav članic, ki imajo trgovinske presežke in primanjkljaje, v enotno valuto – evro, zato opisana tržna usklajevanja ne nudijo rešitev usklajevanja proračunskih in dolžniških problemov. Ena izmed preostalih možnosti oblikovanja notranjega ravnotežja je oblikovanje stabilnejše potrošnje in varčevanja. Tako bi varčevanje namesto potrošnje uvoženih dobrin privedlo do uravnotežene trgovinske bilance. Druga alternativna rešitev je manjša potrošnja države, ki omogoča prosto pot varčevanju in investicijam. Tretja oblika je regulacija in omejitev pritoka tujega kapitala, ki posledično vpliva na vzpostavitev trgovinskih ravnotežij.

Četrta oblika so višje obrestne mere, ki nemudoma spodbudijo domače varčevanje in posledično prinesejo nižjo gospodarsko rast in potrošnjo (Krugman, 1998).

V kolikor bi želeli oblikovati vseevropsko nadnacionalno fiskalno politiko, bi tako Grčija kot tudi druge države EMU, ki so ob vstopu v euroobmočje izgubile lastno monetarno politiko in politiko deviznega tečaja, jutri izgubile tudi nacionalno fiskalno politiko.

9. maja 2010 je 27 držav članic EU oblikovalo Institucije za evropsko finančno stabilnost, kot pravni instrument, ki bo zagotavljal finančno stabilnost Evrope in ponujal pomoč državam članicam v primeru nastopa težav. Slednja je organizirana kot Institucija, ki izdaja nadnacionalne obveznice za oblikovanje posojil v sili do višine 440 milijard EUR, ki jih bodo lahko koristile države članice v primeru nastopa podobnih problemov. Obveznice bodo imele zavarovanje s strani Evropske komisije, pri čemer se bo zavarovanje razpršilo na možnost sodelovanja EU, držav članic in MDS. Dodatna sredstva bodo v Institucijo pritekla preko posojila Evropskega finančnega stabilizacijskega mehanizma v višini 60 milijard EUR posojila (z garancijo Evropske komisije in EU) in posojila MDS-ja v višini 250 milijard EUR, v kolikor bi hoteli začetno varnostno rezervo v skupni vrednosti 750 milijard EUR (EFSF, 2010).

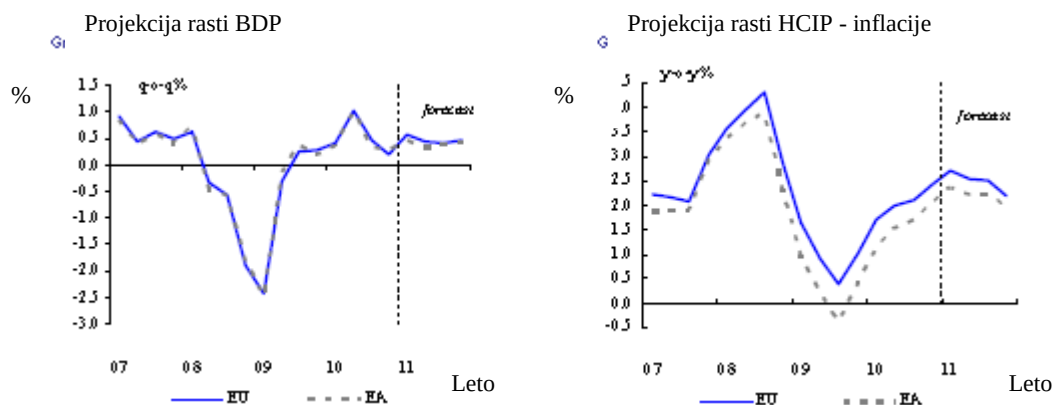
Evropski komisar za gospodarstvo in finančne zadeve, Rehn, je urgentno zahteval zmanjšanje primanjkljajev visoko zadolženih držav, kot sta Španija in Portugalska. Roubini (2010) stoji na stališču, da sprostitvev posojil zadolženim državam ne omogoča dolgoročno stabilnost držav in da je slednja kljub finančni injekciji odvisna od fiskalnih popravkov in strukturnih reform.

ECB je objavila vrsto ukrepov za znižanje variabilnosti in povečanje likvidnosti finančnih trgov (ECB, 2010):

- Operacije na odprtem trgu, kjer lahko ECB odkupuje državne in podjetniške obveznice neposredno s trga.
- 3-mesečni in 6-mesečni alotna operacij dolgoročnega financiranja (angl. *Long-term refinancing operations* v nadaljevanju LTRO's).
- Ponovna vzpostavitev evro-dolarske zamenjave kreditnih linij na podlagi FED-ove pomoči.

Po sprejetju zgoraj opisanih ukrepov so centralne banke znotraj Evropskega sistema centralnih bank pričele z odkupom državnega dolga. Evropski delniški trgi so začeli znova rasti na podlagi okrepljenega zaupanja investorjev. Euro je z najnižje ravni v zadnjih štirih letih v mesecu juliju naredil največji porast v zadnjih 18-ih mesecih. Sledil je porast cen surovin, zvišanje obrestne mere Libor v USD in nadpovprečen padec zamenjav na plačilno nesposobnost. Večja aktivnost finančnega dela gospodarstva in naraščanje cen, premoženja, surovin in proizvodnje sta spodbudila gospodarsko aktivnost. Tako je EC v letošnjem letu naredila popravek projekcij glede pričakovane gospodarske rasti in inflacije za leto 2011, kot kaže Slika 30.

Slika 30: Projekcije glede rasti gospodarstva in inflacije v letu 2011 za EU in EMU



Vir: EC, Interim forecast March 2011, 2011.

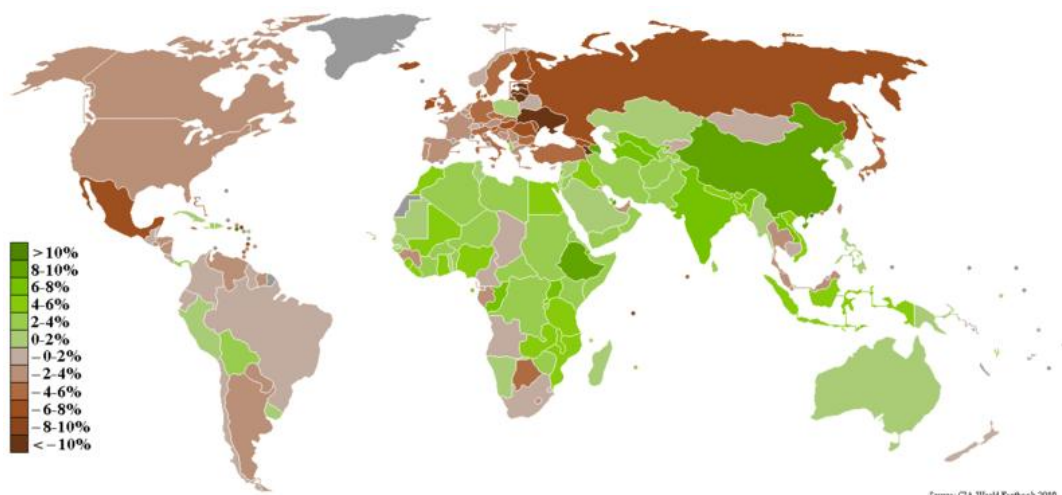
Pozitivna rast gospodarstva sledi prebujanju aktivnosti zasebnega sektorja. Komisija je izboljšala napovedi podane ocene jeseni 2010 za 0,1-odstotno točko, ter tako pričakuje 1,8-odstotno rast bruto domačega proizvoda EU in 1,6-odstotno rast bruto domačega proizvoda EMU. Napovedi inflacije (harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin, v nadaljevanju HICP) je prilagodila rasti surovin in dokončane proizvodnje na 2,5 odstotka v EU in 2,2 odstotka v Evropski monetarni uniji (v nadaljevanju EMU) (EC, 2011).

3.3 Vpliv na ostale države

Države v razvoju, ki so pred tem beležile rekordne rasti BDP, so bile soočene s sunkovitimi padci. Glede na raziskave Instituta za čezmejne raziskave so nižje stopnje gospodarske rasti posledica znižanja trgovine, cen surovin, investicij in nadomestil delavcev v tujini. Padec vrednosti nadomestil delavcev v državah v razvoju, na račun nižje potrošnje razvitih držav, je imel velike razsežnosti in tako porinil številna gospodinjstva pod mejo revščine v državah v razvoju (300.000 v Bangladešu in 230.000 v Gani) (te Velde, 2009, str. 3).

Svetovna recesija se je v večji meri dotaknila razvitih ekonomij. Države v razvoju z višjo gospodarsko rastjo (Slika 31), kot so Brazilija, Indija in Kitajska, so v času krize povečale učinkovitost in mednarodno konkurenčnost domače delovne sile na podlagi usposabljanj.

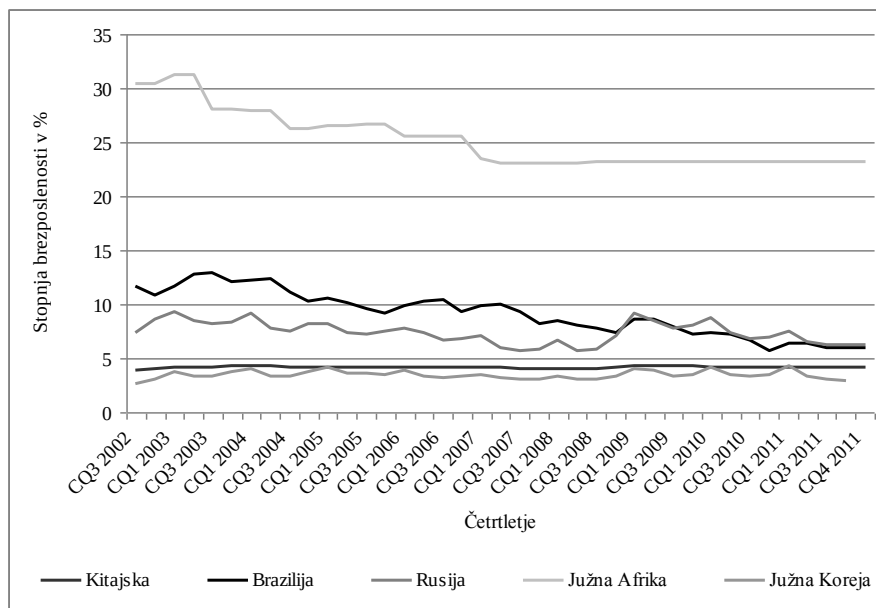
Slika 31: Stopnje rasti BDP v letu 2009



Vir: GDP Real Growth, 2009.

Izboljšana produktivnost delovne sile držav v razvoju je ustvarila pritisk na zniževanje plač zaposlenih v razvitih državah in znižala stopnje brezposelnosti v razvijajočih državah (Slika 32).

Slika 32: Stopnje brezposelnosti v razvijajočih državah med leti 2002 in 2011

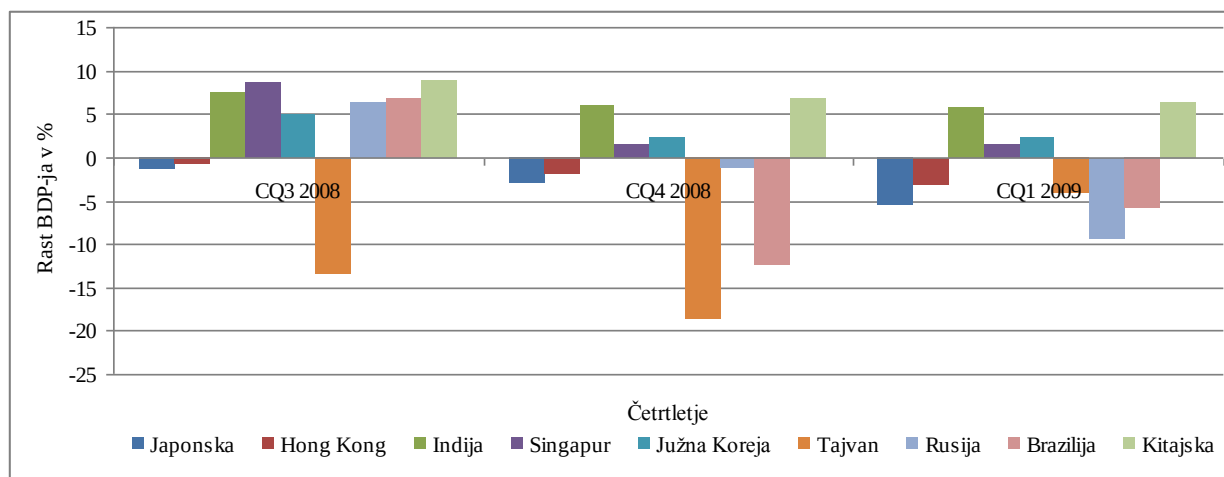


Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Afrika do leta 2009 ni čutila kreditnega krča razvitega sveta. Zaradi presežnega izvoza surovin se je kriza razvitega sveta prenesla v Afriko preko padca cen surovin in nižje svetovne trgovine. Zaradi nizke odvisnosti afriškega finančnega sistema od svetovnega kapitalskega trga je bil prenos nižje likvidnosti bančnega trga relativno majhen, se je pa nižja likvidnost odrazila na nižjem obsegu neto tujih investicij (Carnegie Endowment, 2009a).

Azija je v letu 2008 že čutila posledice globalnega ohlajanja gospodarstva. Če pogledamo Sliko 33, se je rast umirila v Tajvanu, Koreji, Singapurju, na Japonskem in v Hong Kongu. Torej v državah, ki imajo velik izvoz industrijskih proizvodov ali pa visok delež finančnih storitev v domačem BDP (IMF, 2009a).

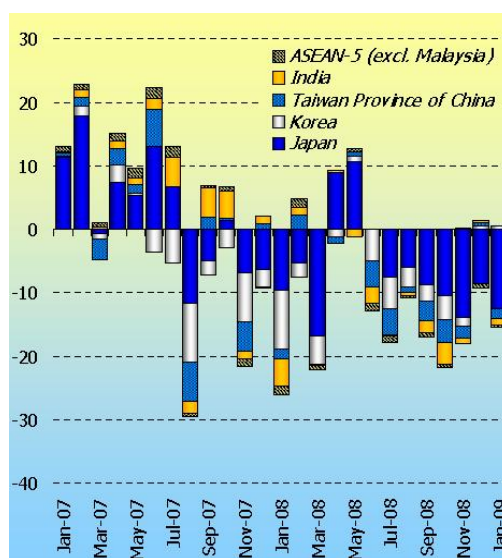
Slika 33: Rasti BDP držav ostalega sveta od tretjega četrletja 2008 do prvega četrletja 2009



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011.

Finančni sektor je v Aziji utrpel velike odlive kapitala. Bodisi zato, ker so razvite države potegnile likvidnost iz tujih trgov na domače kapitalske trge, bodisi zato, ker so azijski investitorji videli priložnost v naložbah razvitega sveta (Slika 34).

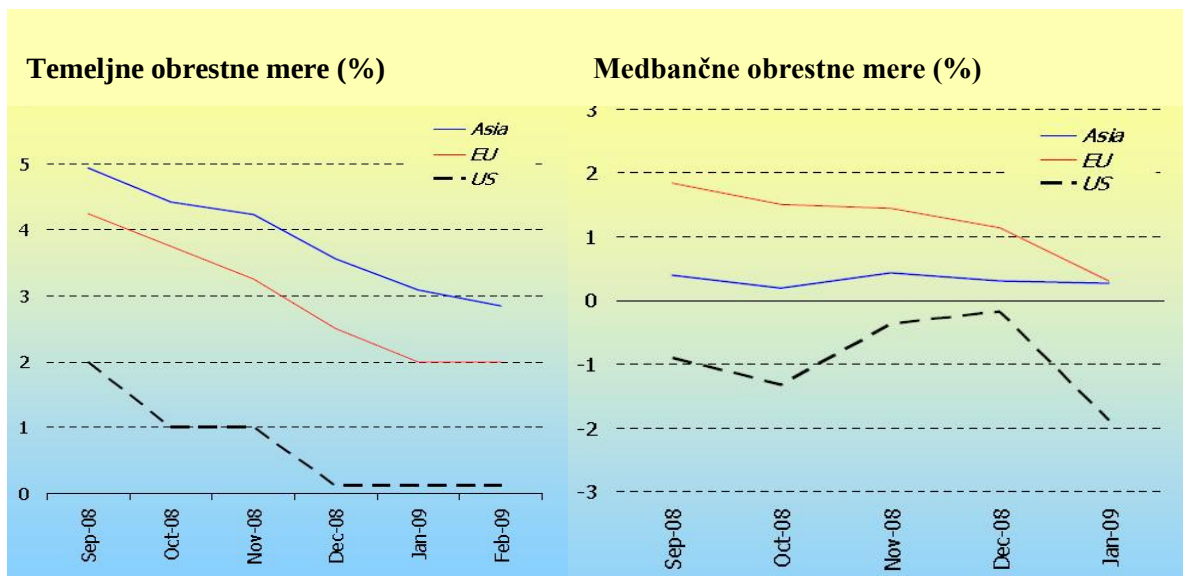
Slika 34: Neto mesečni pritoki lastniškega kapitala v mrd USD v Aziji v letih 2007 in 2008



Vir: IMF, World Economic Outlook: Crisis and Recovery, April 2009, 2009..

Realne obrestne mere v Aziji so kljub padcu povprečne centralno-bančne obrestne mere uspele ohraniti enak nivo (Slika 35). To je lahko posledica večje likvidnosti finančnih trgov s strani zasebnega sektorja.

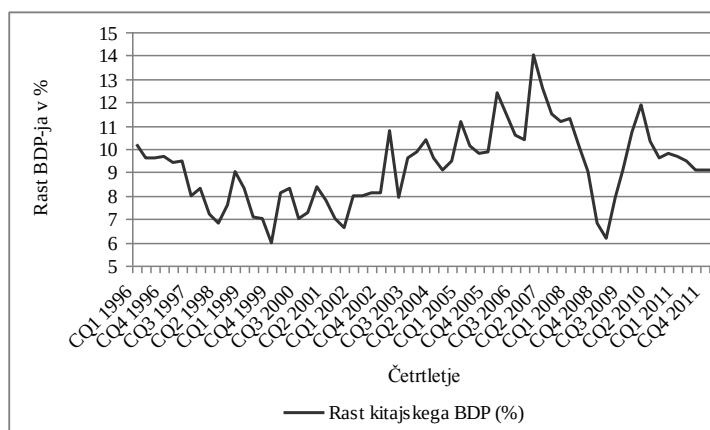
Slika 35: Centralno-bančne in realne obrestne mere v ZDA, EU in Aziji



Vir: IMF, *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, April 2009, 2009.

Kitajska je prva država, ki se je izkopala iz svetovne gospodarske krize (v *Physorg*, 2009). Slednje je posledica pravočasne in pravilne politike ukrepov kitajske vlade. Zaradi rigidne zakonodaje finančnega sektorja kitajske banke niso bile izpostavljene tveganim naložbam, kot so nepravovrstna posojila in hipotekarni vrednostni papirji, zato ni bilo potrebe po padcu trga nepremičnin, kot tudi ni bilo potrebe po večjem zadolževanju in potrošnji države. Potencialna rast gospodarstva omogoča Kitajski (Slika 36), da bo kaj kmalu Japonski prevzela mesto druge največje svetovne ekonomije.

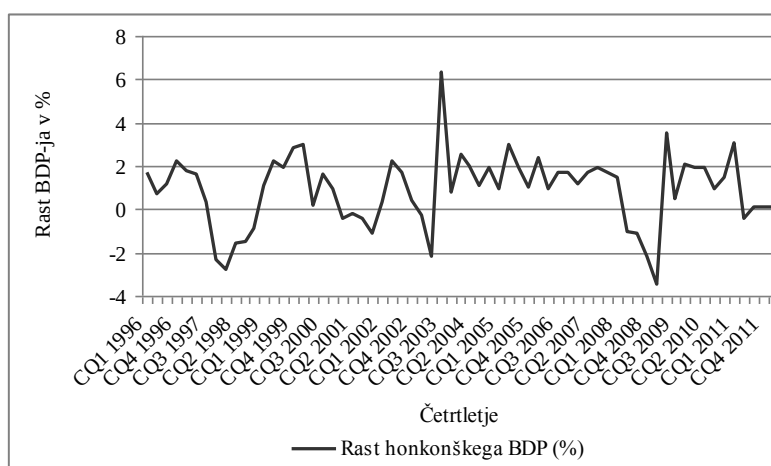
Slika 36: Rast BDP Kitajske v stalnih cenah 1989 v obdobju 1996–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; National Bureau of Statistics of China, Data, 2011.

Finančni vzvod hongkongških bank je omogočil transmisijo finančne krize iz razvitega sveta. Gospodarska rast je prvič od leta 1999 videla negativno rast gospodarske aktivnosti (Slika 37), zaposlenosti trga dela, cen nepremičninskega trga, padec izvoza ter krčenje domače potrošnje gospodinjstev in podjetij ter kreditnega trga. Kljub temu bi morebitno tesno sodelovanje s Kitajsko, kot stebrom odpora proti recesiji, uspelo povrniti Hong Kong v vnovični zagon aktivnosti gospodarstva (Zganh & Tong, 2009).

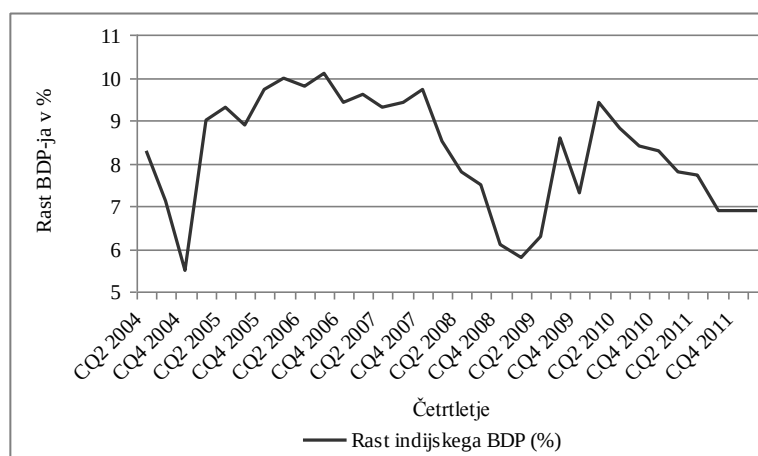
Slika 37: Rast BDP v Hong kongu v stalnih cenah 2007 v obdobju 1996–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; Census & Statistics Department Hong Kong, Data, 2011.

Indija je bila relativno malo izpostavljena tveganjem trga neprvovrstnih posojil, vendar pa je krčenje likvidnosti in potrošnje zahodnega sveta zmanjšalo pritok tujega kapitala in izvoz Indije, kar se je odrazilo na padcu njene gospodarske aktivnosti (Slika 38). Odtok tujega kapitala je v letu 2008 skrčil vrednost indijskega kapitalskega trga za neverjetnih 50 odstotkov. Indijski centralni banki zatorej ni preostalo nič drugega, kot da z ekspanzivno monetarno politiko poiskuje povečati likvidnost finančnega sektorja (Kahn, 2008).

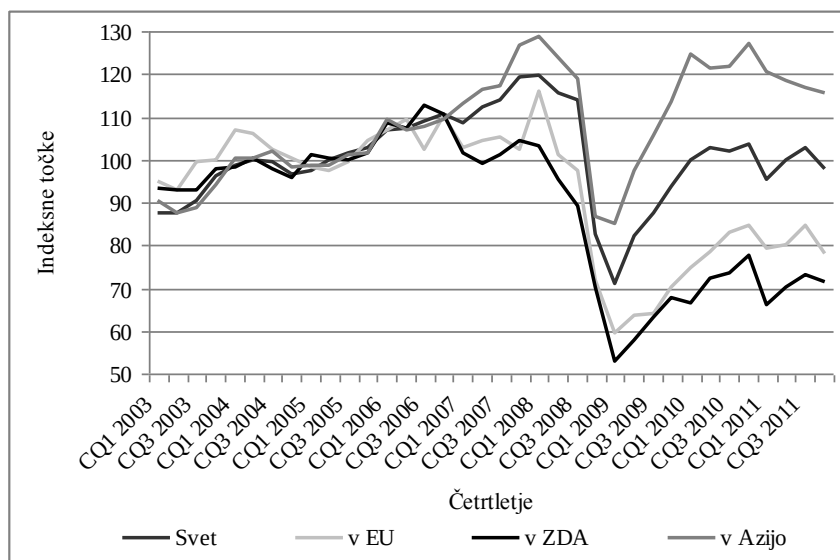
Slika 38: Rast BDP Indije v stalnih cenah 2004 v obdobju 2004–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; India Central Statistical Organisation, Data, 2011.

Sredi leta 2007 se je pokazala pomanjkljivost izvozno naravnane politike Japonske. Znižanje svetovne trgovine je močno prizadelo japonski izvoz v drugi četrtini leta 2008 in se nadajevalo vse do prve polovice leta 2009 (Slika 39).

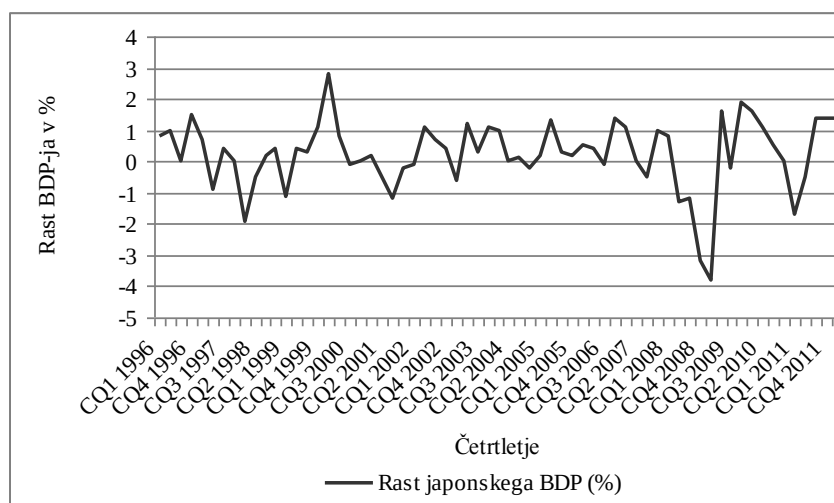
Slika 39: Gibanje japonskega izvoza po ciljnih regijah med leti 2003 in 2011, bazno leto je 2005



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; Economic and Social Research Institute Japan, Data, 2011.

Kreditni krč je zmanjšal likvidnost kapitalskih trgov, ki so v istem obdobju utrpeli kar 50-odstotni padec. Tako država kot centralna banka sta z ukrepi povečevanja likvidnosti gospodarstva uspeli narediti preobrat v zadnji polovici leta 2009 (OECD, 2009), kar se je pozitivno odrazilo na izhodu Japonske iz recesije (Slika 40).

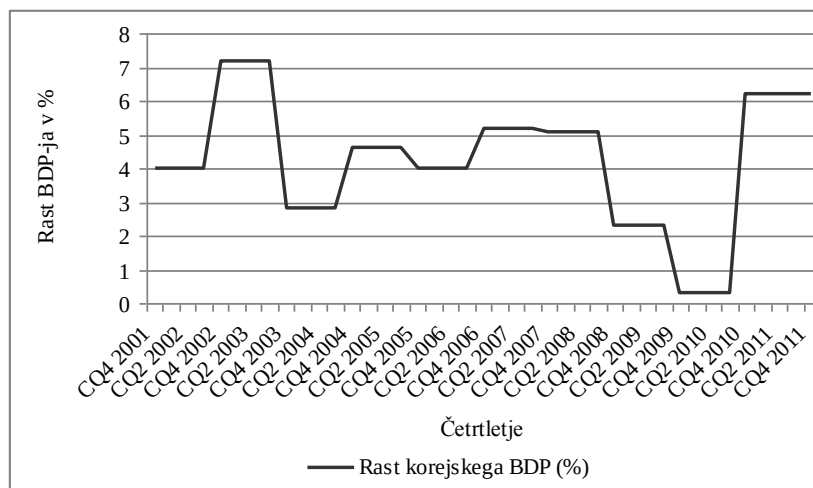
Slika 40: Rast BDP na Japonskem v stalnih cenah 2000 v obdobju 1996–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; Economic and Social Research Institute Japan, Data, 2011.

Južna Koreja je podobno kot Kitajska čutila posledice svetovne gospodarske krize (Slika 41). Z uspešno monetarno politiko zniževanja obrestnih mer je uspela spodbuditi likvidnost in tako jeseni leta 2009 uspešno obrnila izvozno funkcijo v pozitivno smer (Hankyoreh, 2009).

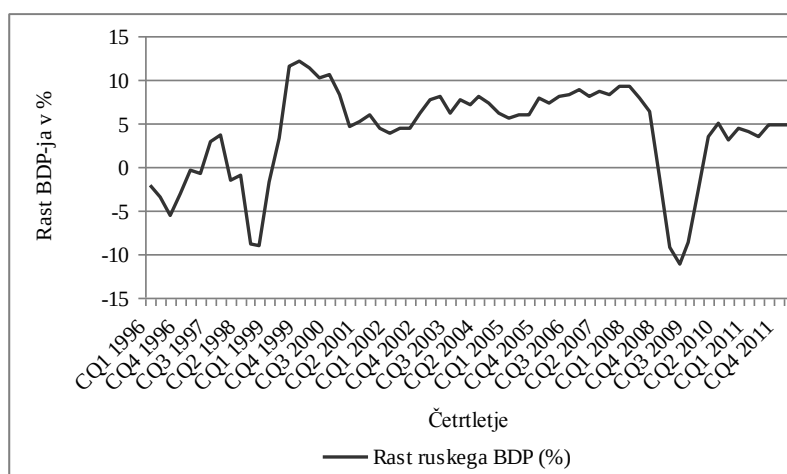
Slika 41: Rast BDP v Južni Koreji v stalnih cenah 2005 v obdobju 2001–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; Bank of Korea, Data, 2011.

Ruska zakladnica je imela v času izbruha finančne krize 100 milijonov USD hipotekarnih vrednostnih papirjev. Srečevala se je z upadom povpraševanja in cen surovin. Politična nestabilnost z Gruzijo je še dodatno spodbudila umik tujih investorjev s kapitalskega trga. Že tako visoka brezposelnost in revščina nista doprinesli k nižji odvisnosti od svetovne gospodarske krize. Tako se je kriza kaj kmalu razširila preko finančnega sektorja na zasebni sektor in prizadela domačo potrošnjo in zaposlenost (Slika 42). Država je poskušala omiliti posledice recesije preko ekspanzivne fiskalne politike, usmerjene v zasebni sektor in trg dela, kar je doprineslo k ekspanziji gospodarstva konec leta 2009 (Carnegie Endowment, 2009b).

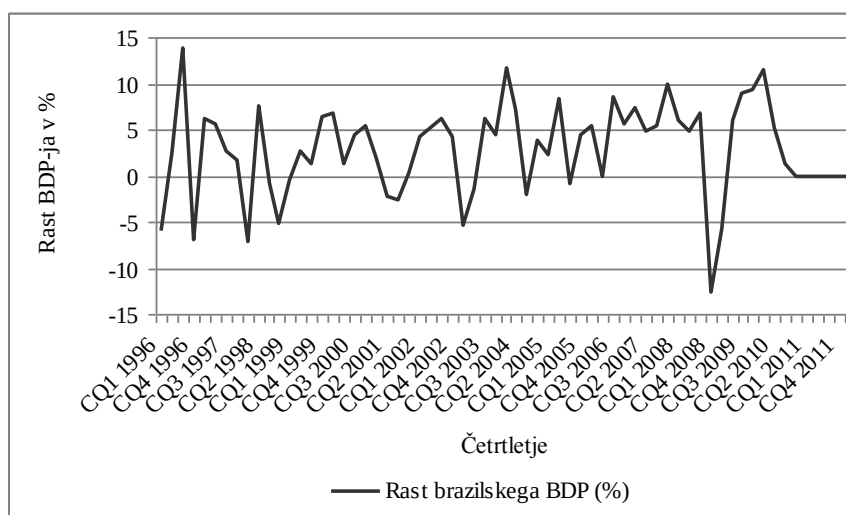
Slika 42: Rast BDP v Rusiji v stalnih cenah 1995 v obdobju 1996–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; Federal Service of State Statistics, Data, 2011.

Izkušnje Latinske Amerike iz predhodnjih finančnih kriz so omilile negativne učinke tokratne svetovne krize na domačem finančnem trgu. Aktivna politika uravnavanja plačilnih bilanc držav Latinske Amerike je omogočila proticikličnega spodbujanje gospodarstva z ekspanzivno monetarno politiko. Kljub temu se je gospodarska rast latinskoameriških držav v začetku leta 2008 obrnila v kontrakcijo (Slika 43), zaradi zmanjšanja obsega zunanje trgovine. Če je v predhodnih letih obseg zunanje trgovine rasel z 9,3-odstotno povprečno letno stopnjo rasti, je znižanje obsega svetovne trgovine ob nizkem domačem povpraševanju ohromilo zasebni sektor in zaposlenost (Ocampo, 2009, str. 6).

Slika 43: Rast BDP Brazilije v stalnih cenah 1991 v obdobju 1996–2011



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2011; IBGE, 2011.

Avstralija je zaradi večjega obsega imigrantov pričakovala padec zaposlenosti v letih po izbruhu krize. Kljub temu pa je tako zmanjšanje svetovne likvidnosti kot tudi svetovne trgovine ni prizadelo (The GovMonitor, 2009). Nova Zelandija je občutila posledice recesije na podoben način kot Indija, preko zmanjšanja likvidnosti, neravnotežja na nepremičninskem trgu in padca potrošnje gospodinjstev. Kljub temu pa podatki kažejo, da se je konec leta 2009 gospodarstvo vnovično prebudilo (Janda, 2009).

Če povzamem opisane zgodbe posameznih držav, sta Amerika in Evropa v iskanju likvidnosti nacionalnih finančnih trgov potegnili kapital iz ostalega sveta, kar se je odrazilo v zmanjšani likvidnosti azijskih, latinskoameriških in afriških držav. Padec cen surovin ter zmanjšanje potrošnje je pomenilo znižanje vrednosti svetovne trgovine, kar je dodatno prizadelo ostali svet. Vendar pa so se te države, zaradi tega, ker njihovi problemi niso bili sistemske narave, povečini konec leta 2009 izkopale iz negativnih rasti gospodarske aktivnosti.

3.4 Primerjava med trenutno svetovno recesijo in veliko gospodarsko krizo 20-ih let

Danes se strokovnjaki pri pojasnjevanju tekoče gospodarske krize velikokrat sklicujejo na veliko depresijo oziroma veliko gospodarsko krizo, pa vendar obstajajo med slednjima precejšnje razlike (IMF, 2008), kot prikazujejo podatki v Tabeli 8. Mnenje Svetovne banke leta 2009 je bilo, da se velika gospodarska kriza kot taka ne more več pojaviti. Leamer, ekonomist na kalifornijski univerzi, je 25. marca 2009 ločil trenutno krizo od velike gospodarske krize po stopnji nezaupanja potrošnikov (Bagnall, 2009).

Tabela 8: Ekonomski podatki za obdobje obeh gospodarskih kriz

	Velika depresija				Trenutna gospodarska kriza			
Leto	1930	1931	1932	1933	2007	2008	2009	2010
Realni BDP (%, 2005)	-8,6	-6,5	-13,1	-1,3	1,9	-0,3	-3,5	3,0
Brezposelnost (%)	8,9	16,3	24,1	24,9	5,0	7,3	9,9	9,4
Osebna potrošnja (%, 2005)	-5,4	-1,3	-9,0	-2,2	2,3	-0,6	-1,9	2,0
Bruto investicije (mrd USD)	10,8	5,9	1,3	1,7	2.295	2.087	1.546	1.795

Vir: BEA, Data, 2012; Bureau of Labour Statistics, Data, 2012.

Dejstvo je, da predstavlja časovni zamik 79-ih let med trenutno svetovno recesijo in veliko gospodarsko krizo drugačno izvorno okolje, saj so se medtem zgodile velike spremembe v ekonomski filozofiji in politiki (Collins, 2008). Delniški trgi so se na ekonomski šok tokrat odzvali bolj intenzivno kot v času velike gospodarske krize. Zabeležili so bolj intenziven padec kot v letih 1932 ali 1982. 10-letno povprečje kazalcev »price-to-earnings« delnic ostaja višje kot v 30-ih in 80-ih letih. Na drugi strani je Dow (v Krugman, 2009c) ugotovil skladnost recesij, saj je v prvih 17 mesecih trajanja trenutne recesije delniški indeks Dow padel za 50 odstotkov, medtem ko je v veliki gospodarski krizi padel za 54,7 odstotka.

Kasneje je Strauss-Kahn, nekdanji vodja MDS, podal stališče, da lahko države, ki ne bodo sprejele ustreznih ukrepov ekonomske politike, kaj kmalu iz recesije zapadejo v depresijo. Napovedal je možnost izhoda iz recesije v letu 2010, v kolikor bodo države vzporedno sprejemale pravilne ekonomske ukrepe. Poudaril je, da je za razliko od velike gospodarske krize, trenutna recesija odsev integracije svetovnega gospodarstva in da so se tovrstne sinhronizirane recesije do danes izkazale za dolgotrajnejše in s počasnejšim okrevanjem (Strauss-Kahn, 2009). Podobno sta opozorila tudi Ravi (v Ottawacitizen, 2008) in Bush (v Batra, 2008), da lahko trenutna recesija celo preseže veliko gospodarsko krizo.

Časovno obdobje obeh kriz ni skladno. Recesija v začetku 30-ih let je bila daljša, saj je trajala tri leta in pol, pri čemer je ponudba denarja padla za 25 odstotkov; pri trenutni recesiji pa je po letu 2008 FED nadpovprečno sprostila monetarno politiko in tako onemogočila takšen padec količine denarja v obtoku (Isidore, 2009). Roubini je podobno kot Isidore označil

trenutno recesijo za prvo veliko depresijo po veliki gospodarski krizi in poudaril, da bi lahko prišlo do nove velike depresije, če ne bi bilo sodelovanja na nacionalnem nivoju in svetovnem nivoju držav in centralnih bank (v U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, 2010a).

Stopnja brezposelnosti v letu 2008 se niti slučajno ni približala 25-odstotni brezposelnosti v ZDA v tretjem letu pustošenja velike gospodarske krize (Collyns, 2008). Alternativna teorija Williamsa (2009) je spodbudila dvom neskladnosti stopenj brezposelnosti, češ da spremembe metodologije izračunavanja brezposelnosti v vmesnem obdobju ne omogočajo primerjave stopenj brezposelnosti z izračunano stopnjo brezposelnosti med veliko gospodarsko krizo (Henry, 2009).

Mian in Sufi (2010b) na analizi rasti cen premoženja in zadolževanja ugotavljata, da je nedavna finančna kriza vodila v najresnejšo recesijo po veliki gospodarski krizi. Na podlagi povečane zadolženosti gospodinjstev imata obe krizi podoben izvor, ki ga iščeta v deležu skupnega dolga gospodinjstev. Slednji je namreč presegel 100 odstotkov bruto domačega proizvoda zgolj dvakrat v ameriški zgodovini, in to je leta 1926 in leta 2006.

Krugman (v CBS News, 2008) je v svoji knjigi *Return to Depression Economics* (2000) napovedoval vrsto depresij, ki temeljijo na nezadostnem domačem povpraševanju. Potem ko je januarja 2009 izpostavil nadaljnje poslabšanje stanja v svetovnem gospodarstvu, je marca istega leta pojasnil, da je temeljna razlika med recesijama delovanje senčnega dela bančnega sistema, ter z njim povezana nepričakovana tveganja in pomanjkljiva regulacija, ki bi utegnila zavleči okrevanje svetovnega gospodarstva.

4 EMPIRIČNA ANALIZA

Spremembe v cenah nepremičnin in ostalega premoženja imajo posledice na gospodarsko aktivnost preko številnih kanalov. Glede na nedavno ohlajanje ameriškega nepremičninskega trga in podobno zakasnitveno korekcijo v drugih državah, je analiza osebne potrošnje na spremembe v vrednosti premoženja zavzela središče v ekonometričnem preverjanju globalne gospodarske recesije. Po pregledu literature ima slednji vpliv precejšnji učinek na ostale makroekonomske agregate in posamezne trge gospodarstva. Po pregledu številnih empiričnih študij v nadaljevanju se, bom zaradi večplastnosti nastale finančne krize in časovne omejenosti pričujoče magistrske naloge, v empiričnem delu te naloge osredotočila na problematiko vpliva rasti premoženja na zasebno potrošnjo in kreditni trg ter nadaljnje na zastoj gospodarske aktivnosti ameriškega gospodarstva.

4.1 Pregled ključnih empiričnih študij

Od izbruha finančne krize naprej so se centralne banke poleg glavnega vprašanja gospodarske rasti, inflacije in deviznega tečaja, spraševale o nestabilnosti finančnega sistema, njegove likvidnosti in vrednosti premoženja. Oziroma drugače, preobrat na finančnih in

nepremičninskih trgov je znova obudil zanimanje centralnih bank, vlad, akademskih krogov in ostale ekonomske javnosti v preučevanje ožjega vpliva premoženja, torej zgolj vpliva delniškega in nepremičninskega premoženja na potrošnjo in makroekonomsko aktivnost.

Nekateri so preučevali odvisnost med rastjo premoženja in rastjo gospodarske aktivnosti. Borio, Kennedy in Prowse (1994) so pri preučevanju vpliva napihovanja in popuščanja delniških in nepremičninskih trgov industrijskih držav v času krize 80-ih let ugotovili, da nastopi v času popuščanja delniških in nepremičninskih trgov kontrakcija gospodarske aktivnosti. Tudi Valdez (2010) je ugotovil, da obstaja značilna povezava med gibanjem cen stanovanj in rastjo BDP v ZDA v zadnjih 5-ih letih na podlagi četrletnih kazalcev. Potrdil je, da je kljub različnim dejavnikom nastanka finančne krize v ZDA najbolj pereč povzročitelj nagla korekcija cen nepremičninskega trga.

Kvantitativna analiza premoženja na potrošnjo sega nazaj v čase akademikov Anda in Modigliania, ki sta leta 1963 sprožila val obširne analize, da premoženje vpliva na gospodarsko aktivnost preko potrošnje, kar je tudi izbrana tematika pričujoče magistrske naloge. Drugi učinek je preko Tobin Q učinka na investicije, kjer višje cene premoženja znižujejo stroške kapitala in povečujejo povpraševanje po investicijah (Tobin, 1969). Tretji preko kreditnega kanala (Roosa, 1951; Bernanke & Gertler, 1995 in 1999), kjer povečano premoženje zvišuje vrednost zavarovanja posojil ter posojilojemalčevo sposobnost dodatnega zadolževanja, kar je druga izbrana tematika pričujoče magistrske naloge. Ter četrti preko kvalitativnega učinka znižanja zaupanja na osebno potrošnjo (Carroll, Fuhrer & Wilcox, 1994).

Neoklasična teorija govori, da je potrošnja gospodinjstev odvisna od dohodka in premoženja gospodinjstev. Mehra (2001) ugotovi, da rast premoženja spodbuja večje izdatke za potrošnjo in posledično agregatno povpraševanje, v kolikor ostaja permanentni dohodek posameznikov nespremenjen. Medtem ko Calomiris, Longhofer in Miles (2009) ugotovijo, da so spremembe v premoženju v povprečju kolerirane s spremembami v permanentnem dohodku.

Kot bomo videli v nadaljevanju pregleda empiričnih študij, so avtorji do danes pri preučevanju vpliva premoženja na potrošnjo upoštevali številne dejavnike, med katerimi pa skozi pregled ekonometrične analize izstopata predvsem premoženje v obliki nepremičnin in lastniškega kapitala. Vpliv rasti cen nepremičnin na potrošnjo označujejo avtorji z nepremičninskim vplivom premoženja, vpliv rasti cen finančnega premoženja pa s finančnim vplivom premoženja. V ekonometričnih študijah preučevanja vpliva premoženja na potrošnjo so se posluževali različnih ekonometričnih tehnik in baz podatkov.

Pri preučevanju vpliva premoženja na potrošnjo v ZDA so empirične študije prišle do sledečih rezultatov. Gale in Sabelhaus (1999), Kiley (2000) ter Davis in Palumbo (2001, str. 3–4) so ocenili, da znaša mejna nagnjenost k potrošnji v ZDA iz rasti premoženja med 4 do 7 centov povečanja potrošnje za vsak dolar povečanja agregatnega premoženja. Lettau in Ludvigson (2001, str. 826–830) ugotovita, da je potrošnja bolj odzivna na spremembe premoženja v ZDA, kjer 1-odstotna sprememba agregatnega premoženja doprinese k 0,2-odstotnem

povečanju potrošnje. Sousa (2010) za Veliko Britanijo pokaže značilno dolgoročno elastičnost potrošnje na agregatno premoženje. Ter za evroobmočje (Sousa, 2009, str. 6) značilno, toda nižjo elastičnost potrošnje na agregatno premoženje, kjer 10-odstotna sprememba finančnega premoženja doprinese zgolj 0,6 do 1,5 odstotka k potrošnji, oziroma znaša mejna nagnjenost k potrošnji iz finančnega premoženja 1,4 centa na evro. Za mejno nagnjenost k potrošnji iz nepremičninskega premoženja je dobil nižji rezultat, in sicer 10-odstotno povečanje nepremičninskega premoženja vodi v 0,2-odstotno povečanje potrošnje oziroma mejna nagnjenost k potrošnji znaša 0,2 centa na evro rasti premoženja. Peltonen je (v Sousa, 2010) v študiji držav v razvoju ugotovil, da je nepremičninski vpliv premoženja na potrošnjo med 2,8 in 5 centi, vpliv finančnega premoženja pa med 2,6 in 3 centi.

Veliko avtorjev do danes, z začetnikoma Ando in Modigliani (1963), pri upoštevanju učinka premoženja preučuje dejavnik delniškega trga in zanemarija ostale komponente premoženja, kot so nepremičnine, finančna sredstva in podobno. Empirične študije so pokazale, da spremembe vrednosti delniškega trga vplivajo na potrošnjo. Ena izmed njih je tudi študija Ludvigson in Steindel (1999), ki je pokazala občutljivost potrošnje na izbor podatkovne baze in dobe opazovanja. Poterba (2000) potrdi značilnost vpliva rasti delniških trgov na potrošnjo.

Spet drugi trdijo drugače. Izhajajo iz dejstva, da je v preteklem desetletju nihanje nepremičninskega trga preseglo povprečno nihanje celotnega premoženja. Podobno je v rasti cen nepremičnin na ameriškem trgu delež nepremičninskega premoženja občutno presegel delež ostalega premoženja. Še višji delež nepremičninskega premoženja imajo po študiji FRBSF (2007) Italija, Finska in Kanada. Mogoče prav zato danes ekonomisti Case, Quigley in Shiller nasprotujejo Greenspanovem mnenju, da ima največji učinek premoženja na potrošnjo rast delniških trgov in poudarjajo vlogo rasti cen nepremičnin (v Motive, 2010). V študiji (Case, Quigley, & Shiller, 2006) ponujajo pet študij vpliva premoženja po različnih komponentah premoženja na potrošnjo. Pri tem ločijo netrajne in trajne komponente, zapuščinski motiv, motive akumulacije premoženja, različno merjenje premoženja in ostale psihološke učinke. Na podlagi razdrobljene empirične analize uspejo prikazati vpliv nepremičninskega premoženja na potrošnjo, podobno kot Peek (1983), Zeldes (1989), Bahtia (1987), Poterba in Samwick (1995) in Case (1997) (v Apergis & Miller 2005).

Carroll, Otsuka in Slacalek (2006) razlikujejo med kratkoročnimi in dolgoročnimi učinki premoženja na rast potrošnje, ter na podlagi dinamične analize, da je vpliv nepremičninskega premoženja na rast potrošnje večji od rasti premoženja delniškega trga. Sousa (2010) ugotovi, da ima nepremičninsko premoženje za razliko od finančnega premoženja bolj dolgotrajnejši in stanovit učinek na potrošnjo. V zadnjih raziskavah, ki so temeljile na uporabi agregatnih podatkov za ZDA in Kanado, je ocena pokazala večjo odvisnost potrošnje od nepremičninskega premoženja kot finančnega (Davis & Palumbo, 2001; Carroll, 2004; Pichette & Tremblay, 2003).

V teoriji se je v novem tisočletju razvila alternativna veja, ki poleg klasičnih učinkov na potrošnjo preučuje posredne učinke na potrošnjo in kvalitativne dejavnike potrošnje. Sinai in Souleles (2005) predvidevata, da rast nepremičninskega premoženja vpliva bolj na

spremembe porazdelitve potrošnje in manj na agregatno potrošnjo. Buiter (2008) in Muellbauer (2008) prikažeta znižan učinek nepremičninskega premoženja na potrošnjo, zaradi vzporednega zvišanja stanovanjskih stroškov v dohodku gospodinjestev. Poterba (2000) je napravil še natančno analizo odzivnosti potrošnje na zapuščinsko premoženje. Pissarides (1978) je preučeval vpliv različnih porazdelitvenih funkcij premoženja glede na dohodkovne skupine gospodinjestev, pričakovano stalnost sprememb različnih premoženjskih kategorij in likvidnostnega motiva. Shefrin in Thaler (1988) pa sta se posvetila preučevanju psiholoških dejavnikov.

Nekateri avtorji so se posvetili analiziranju učinka premoženja na potrošnjo s pomočjo uporabe mikro podatkov. Campbell in Cocco (2006) sta na podlagi izvedbe ankete britanskih gospodinjestev identificirala različne dohodkovne razrede gospodinjestev in učinek nepremičninskega premoženja na potrošnjo posameznega razreda.

Preučevanja vpliva premoženja na potrošnjo na agregatni ravni so se lotile tudi različne centralne banke, z motivom oblikovanja monetarne politike v zadnjih tridesetih letih. Med njimi velja izpostaviti ekonometrični model ameriškega gospodarstva, ki ga uporablja ameriška centralna banka FED, in ocenjuje, da povečanje premoženja povprečnega ameriškega gospodinjstva za 1 ameriški dolar doprinese k povečanju permanentne potrošnje med 3 do 5 centov (Gramlich, 2002). Glede na obširnost pojma premoženja in kaj vključiti v model kot premoženje, je FED sprejela v zadnji verziji ekonometričnega modela dve sestavni spremenljivki: premoženje delniškega trga in ostalo premoženje, ki je zajeto v premoženju nepremičninskega trga. Poleg agregatnih analiz učinka premoženja na potrošnjo je FED v zadnjih letih izvedla tudi nekaj mikro analiz in ugotovila značilno korelacijo med rezultati obeh vrst analiz (v Motive, 2010).

Podoben model je sprejela tudi britanska centralna banka Bank of England, ki ocenjuje, da 10-odstotni dvig vrednosti finančnega premoženja omogoča porast osebne potrošnje za 0,7 odstotka na dolgi rok. Oziroma da se potrošnja poveča za 1,5 penija, če se nepremičninsko premoženje poveča za 1 funt ter 2 penija, če se finančno premoženje poveča za 1 funt (v Motive, 2010).

Če pogledamo teorijo permanentnega dohodka oziroma vseživljenjski model potrošnje, potem gospodinjstva varčujejo in se zadolžujejo glede na pričakovan vseživljenjski dohodek, premoženje, realno obrestno mero, demografske dejavnike in stopnjo nagnjenosti k tveganju, ki je odvisna od trenutnega zaupanja v gospodarstvo.

Osnovni ekonomski model, hipoteza o življenjskem ciklu (angl. *life-cycle hypothesis*) (Ando & Modigliani, 1963), temelji na predpostavki, da potrošniki s pomočjo zadolževanja ohranjajo stopnje potrošnje in življenjski standard skozi njihovo življenjsko obdobje. Govorimo lahko o kreditnem kanalu za časovno razporeditev današnje potrošnje glede na vseživljenjsko premoženje. Do danes je nekaj avtorjev preučevalo učinke rasti kreditov gospodinjestev. Med njimi velja izpostaviti Bacchetta in Gerlach (1997), ki sta ugotovila močno odvisnost potrošnje od rasti kreditov gospodinjestev v petih OECD državah, vključno z

ZDA. Ludvigson in Steindel (1999) sta ravno tako uporabila rast kreditov gospodinjstev za napovedovanje potrošnje v ZDA. Antzoulatos (1996) je ugotovil, da bi veljalo v model vključiti tudi pričakovanja glede prihodnje potrošnje. McCarty (1997) je ugotovil, da je rast dolga povezana z rastjo izdatkov potrošnikov (v Maki, 2000).

Nadalje sta Sherfin in Thaler (1998) ugotovila, da se potrošniki poslužujejo zadolževanja za namene kompenzacije trenutnih padcev dohodka in tako maksimirajo vseživljenjsko koristnost potrošnje. Kasneje so alternativne teorije poskušale pogledati vedenjske vzorce potrošnikov in njihovo nagnjenost k potrošnji iz naslova povečevanja dolga kreditnih kartic ter druga struja povečanja zadolženosti zasebnega sektorja iz naslova cenovne apreciacije stanovanjskih nepremičnin in delniških trgov oziroma učinka premoženja, ter tretja iz naslova deregulacije finančnega sektorja, ki je omogočila povečanje ponudbe finančnih instrumentov za večje zadolževanje potrošnikov.

Ko sta Morgan in Christen (2002) preučevala vidik neenake razporeditve dohodka med gospodinjstvi na rast hipotekarnih kreditov, sta v model vključila tudi spremenljivko tveganju prilagojene obrestne mere in učinek premoženja, ter ugotovila, da ima med omenjenimi tremi spremenljivkami največjo pojasnjevalno moč na rast hipotekarnih kreditov potrošnikov prav učinek premoženja.

Zaradi naraščajočega dolga gospodinjstev v njihovem prihodku in kar 66-odstotnega deleža potrošnje gospodinjstev v ameriškem bruto domačem proizvodu je Maki (2000) v svoji študiji analiziral dejavnike rasti kreditov in zadolženosti gospodinjstev. V študiji s pomočjo razmerja vrednosti premoženja glede na dohodek gospodinjstva ocenjuje rast kreditov gospodinjstev. Izhaja iz Fischerjevega modela (1993), ki vzame pod drobnogled poslovni cikel, v katerem zunanji šok sproži dvig stroškov zadolženosti gospodinjstev in posledično njihovo potrošnjo, na drugi strani pa padec cen premoženja zniža premoženje gospodinjstev, kar doprinese k padcu gospodarske aktivnosti.

Morgan in Christen (2002, str. 2) v svojem delu izpostavljata, da so v preteklih dveh desetletjih številne ugodnosti finančnega trga doprinesle k spodbujanju gospodinjstev k višji osebni potrošnji. Finančne institucije so spodbujale uporabo kreditnih kartic in tako omogočile v letu 2000, da je bil povprečni Američan lastnik kar devetih kreditnih kartic. Na drugi strani so se ponudniki trajnih dobrin, namesto do tedaj uveljavljenega marketinga proizvoda, posluževali marketinga financiranja nastale obveznosti in z lastnimi kreditnimi linijami omogočili dodatno potrošnjo. In tretje, poslovne banke so z razponom hipotekarnih kreditov omogočile kreditiranje celotne osebne potrošnje in ne zgolj dane nepremičnine na podlagi zastave osnovne rezidenčne nepremičnine.

FED (2004) je poskušala ugotoviti razloge za zniževanje stopnje varčevanja z dolgoletne povprečne stopnje varčevanja od druge svetovne vojne do leta 1984 med 7 in 10 odstotkov na zgolj 1,7 odstotka leta 2001. Razlog temu išče v rasti nepremičninskega, stvarnega in finančnega premoženja, pri čemer ugotovi, da je nagnjenost k držanju različne komponente premoženja odvisna od transakcijskih stroškov in likvidnosti premoženja, ne nazadnje pa je

povečanje povpraševanja po držanju nepremičnin po letu 1995 tudi rezultat rasti cen nepremičnin in kasnejši vzrok povečanja hipotekarnih posojil gospodinjstev (Juster et. al., 2004).

Schweitzer in Sha (2010) ugotavljata, da se je v času recesije občutno zmanjšalo tudi zadolževanje podjetij. Vzroke zmanjšanja kreditiranja podjetij iščeta v zmanjšanem povpraševanju po kreditih, znižani boniteti podjetij, nižji naklonjenosti bank k posojanju manjšim podjetjem ter v zaostrenih standardih bančnih posojil. Med poglavitnimi razlogi izpostavita znižanje premoženja majhnih podjetij, predvsem znižanje nepremičninskega premoženja, ki velja kot zavarovanje novih ali obstoječih posojil. V nadaljnji analizi ugotovita, da je še posebej občutljivo zadolževanje manjših družb, ki v zastavo posojila ponudijo osebno stanovanjsko nepremičnino ali pa na podlagi hipotekarnega posojila dokapitalizirajo lastno podjetje.

Mian in Sufi (2009) preučujeta podoben pojav med ameriškimi gospodinjstvi, s tem ko analizirata odziv gospodinjstev, ki so imetniki rezidenčne nepremičnine, na zviševanje vrednosti nepremičnin med leti 2002 in 2006 s povečanjem zadolževanja, da bi pojasnila znižanje ekonomske aktivnosti v kasnejši recesiji na podlagi padca cen nepremičnin. Ker ameriška gospodinjstva s hipotekarnimi krediti financirajo tekočo potrošnjo ali obnovo nepremičnin, lahko velika nihanja v cenah nepremičnin preko vpliva na potrošnjo in hipotekarnih izvršb znižajo ekonomsko aktivnost.

V kasnejši analizi sta Mian in Sufi (2010a) potrdila, da so ameriška gospodinjstva med leti 2002 in 2006 na rast cen nepremičnin odgovorila z rastjo njihovega dolga oziroma natančneje v opazovanem obdobju so gospodinjstva v povprečju povečala dolg za 25 centov za vsak dolar povečanja cene nepremičnine, potem pa so pridobljen denar porabila za splošno potrošnjo ali obnovo nepremičnine.

V svoji študiji Finocchiaro, Nilsson, Nyberg in Soultanaeva (2011) ugotavljajo, da je odvisnost med rastjo nepremičninskega premoženja in zadolževanja pogojena z dejstvom, da vrednost nepremičnine zavzema največji delež v celotnem premoženju gospodinjstva, medtem ko hipotekarni dolg zavzema največji delež med celotnim zasebnim dolgom. Ker rast cen nepremičnin povečuje skupno vrednost osebnih bilanc gospodinjstev in omogoča višjo vrednost zavarovanj posojil ter tako rast zadolževanja gospodinjstev, ima višja zadolženost gospodinjstev večje makroekonomske posledice. Glede na nedavno finančno krizo lahko vodi prezadolženost v finančno stisko in pospeši učinke recesije. Ali pa v normalnih razmerah večja prezadolženost vpliva na povečano izpostavljenost gospodinjstev na makroekonomska nihanja.

Ortalo-Magne in Rady (2006) govorita, da nepremičnine spodbujajo rast kreditnega trga preko kanala kapitalskih dobičkov, ki so višji pri višji cenovni apreciaciji nepremičnin in tako ključna determinanta povpraševanja po dodatnem zadolževanju gospodinjstev. Višje zadolževanje pa znova omogoča višje povpraševanje po prostih nepremičninah, ki

multiplikativno zvišujejo ne samo cene na nepremičninskem trgu, temveč tudi rast dolga gospodinjstev.

Ko poskušata Dynan in Kohn (2007) pojasniti rast kreditov zasebnega sektorja v ZDA med leti 1983 in 2004 z več dejavniki, ugotovita, da je imela prav rast cen nepremičnin največjo pojasnjevalno moč med dejavniki preferenc gospodinjstev, obrestno mero, demografskimi spremembami in finančnimi inovacijami (v Ortalo-Magne & Rady, 2006).

Yamashita (2007), ki je v svoji študiji preučeval kvantitativno in kvalitativno odvisnost med odprtjem druge hipoteke in šokom na nepremičninskem trgu, je ugotovil, da rast nepremičninskega premoženja vpliva na povečano zadolževanje v obliki odprtja novega hipotekarnega posojila na stanovanjski nepremičnini. Med mehкими dejavniki povečanja zadolževanja je ugotovil, da so gospodinjstva mladih oseb in gospodinjstva z nižjim razmerjem premoženja na prihodek bolj odzivna na cenovno apreciacijo nepremičnin.

Nadalje je študija Chakrabarti, Lee, van der Klaauw in Zafar (2011, str. 2) potrdila, da je povprečno ameriško gospodinjstvo v letu 2006 povečalo vrednost hipotekarnega dolga za 1 odstotek, ob povečanju cene nepremičnine za 1 odstotek. Številne študije so poskusile dopolniti osnovno hipotezo odvisnosti med rastjo premoženja in rastjo dolga zasebnega sektorja. Na mikro ravni je Campbell (2005) ugotovil skladnost elastičnosti potrošnje iz naslova rasti nepremičninskega premoženja med mladim in starim prebivalstvom. Kasneje so Calomiris et al. (2009) poskušali nadgraditi analizo s pojasnjevalno spremenljivko permanentnega dohodka na primeru podatkov ZDA, vendar nova spremenljivka v modelu ni bistveno doprinesla k pojasnjevanju rasti dolga in potrošnje zasebnega sektorja.

Ostali ekonomisti se načeloma izogibajo preučevanju učinka cen nepremičnin na rast obsega kreditov gospodinjstev. Sinai in Souleles (2005) ter Campbell in Cocco (2006) v svojih študijah zanemarijo vpliv rasti nepremičninskega premoženja na zadolženost gospodinjstev, češ da je nepremičninsko premoženje vsebovano v višjih prihodnjih stroških vzdrževanja nepremičnine. Raziskave, ki so jih opravili Stein (1995), Ortalo-Magne in Rady (2006), Lustig in Van Nieuwerburgh (2006) ter Laibson (1997), slonijo na oceni, da kažejo gospodinjstva, zaradi omejenosti sredstev, premoženja in bonitete gospodinjstev, ob rasti cen nepremičnin, tendenco k večjemu zadolževanju oziroma večji rasti kreditov (v Mian & Sufi, 2010b).

4.2 Osnovna izhodišča analize

Zavedam se, da je v nadaljevanju prikazana analiza omejena zgolj na zastavljene okvirje magistrske naloge ter osredotočena predvsem na zgodovinski pregled dogajanj ameriške finančne krize in empirični pregled dognanj na področju nihanja premoženja. Tako bi izvedba kompleksnejše empirične analize presegla zastavljene okvirje magistrske naloge. Ker se je celoten kolaps nepremičninskega, delniškega trga in kreditnega trga začel v ZDA ter imel za njihovo gospodarstvo največje posledice, bom temu posledično prilagodila obravnavane spremenljivke in preučevala obravnavano problematiko ameriškega gospodarstva.

S pomočjo izvedbe empirične analize bom v nadaljevanju poskušala potrditi ali ovreči hipotezo, da je ravno padec premoženja ameriških subjektov značilno vplival, bodisi preko padca potrošnje ali padca obsega kreditnega trga, na znižanje ameriške gospodarske aktivnosti. V prid potrjevanju ali ovržbi zastavljenih hipotez empirične študije bom uporabila statistično analizo. Za variabilnost ameriškega premoženja se bom oprla na analizo variance, pri čemer bom variabilnost prikazala tudi grafično. Preostanek statistične analize bom izpeljala z analizo korelacijskih koeficientov in klasično OLS regresijo. Na podlagi rezultatov empirične analize bom tako zaključila sistematičen prikaz procesa oblikovanja ameriške finančne in gospodarske krize in posledično ponudila možnost nadaljnjim vprašanjem glede njenega razvoja in izhoda.

Teorija učinkovitega kapitalskega trga pravi, da so cene premoženja odraz stanja gospodarstva. V predhodnem podpoglavju sem navedla številne avtorje, ki so si pri pojasnjevanju tekoče gospodarske krize pomagali z nihanjem cen premoženja. Zgodovinski pogled kaže, da so tako delniški trgi kot tudi nepremičninski trgi v trenutni krizi zabeležili zelo intenziven padec. Vendar pa kljub strmemu padcu cen premoženja ni moč opaziti pretirane deflacije in okrnjene ponudbe denarja v obtoku, saj so jo centralne banke s hitro reakcijo monetarnega popuščanja to onemogočile (Isidore, 2009). Vendar pa na endogeno spremenljivko cen premoženja vplivajo tudi nefundamentalni dejavniki. Med slednjimi velja izpostaviti nezadosten nadzor nad finančnim sistemom in neracionalnost obnašanja investitorjev, ki izvira iz pesimizma, pretiranega optimizma in kratkoročne naravnosti spekulativnosti. Sama se bom zaradi časovne omejenosti te analize osredotočila predvsem na kvantitativne dejavnike in, tako kot nekateri avtorji v predhodnem poglavju, predpostavila, da so kvalitativni dejavniki že zajeti v kvantitativnih dejavnikih.

Da bi prikazala izjemno situacijo začetnega obdobja recesije in šok v obliki nihanja premoženja, bom v prvem delu empirične analize oblikovala indeks rasti premoženja, s katerim želim prikazati izjemno volatilitnost rasti premoženja, še posebej trga lastniških vrednostnih papirjev in nepremičnin v času ameriške finančne krize. Indeks rasti premoženja bom povzela po rezultatih analize Boria (1994).

V drugem delu empirične študije bom preverila medsebojno odvisnost med padanjem vrednosti premoženja, zmanjšanjem kreditne mase in posledično zmanjšanjem potrošnje. Oblikovala bom dve analizi vpliva rasti premoženja na gospodarsko aktivnost ZDA. Prvo preko vpliva znižanja rasti premoženja na znižano povpraševanje potrošnikov, drugo preko vpliva znižanja rasti premoženja na znižanje obsega kreditnega trga.

Pri analizi prvega vpliva premoženja na potrošnjo se bom naslonila na model FED-a (Motive, 2010) s spremenljivkama premoženje delniškega trga in ostalo premoženje, ki je zajeto v premoženju nepremičninskega trga. FED je poleg agregatnih analiz učinka premoženja na potrošnjo v zadnjih letih izvedla tudi nekaj mikro analiz in ugotovila značilno korelacijo med rezultati obeh vrst analiz (v Motive, 2010). Po študiji Carroll et al. (2006) bom v analizo vpliva premoženja s pomočjo odlogov vnesla vpogled v kratkoročne in dolgoročne učinke premoženja na rast potrošnje (in kasneje na zadolženost zasebnega sektorja), pri čemer bosta

analizi učinkov premoženja in nadaljnjih učinkov na gospodarsko aktivnost povzeti po modelu Sousa (2010).

Drugo odvisnost preučevanja rasti premoženja na rast obsega zadolževanja zasebnega sektorja so bolj temeljito preučevali že mnogi ekonomisti, sama pa se bom oprla na analize Mian in Sufi (2010a), Finocchiaro et al. (2011) ter Chakrabarti et al. (2011). Pri tem bom skladno z ugotovitvami začetnikov tovrstne analize zanemarila vpliv ostalega premoženja in za spremenljivko rast premoženja vzela prej opredeljeni indeks rasti premoženja.

Obe analizi bom v nadaljevanju razširila s posnetkom izvirnega modela Ando in Modigliani (1963) ter preučevala vpliv nastavljenih in odloženih enostavnih analiziranih spremenljivk na rast gospodarske aktivnosti ZDA. S pomočjo odloga spremenljivk za en mesec, četrtoletje, polletje ali leto pa bom v analizo vnesla dinamičnost odvisnosti, kot so jo že številni avtorji do danes, med drugim tudi Carroll et al. (2006) oziroma Case et al. (2006).

Rezultati medsebojnih korelacij in regresij bodo odgovorili na drugo zastavljeno vprašanje pričujoče magistrske naloge, in sicer pojasnjevalno moč spremenljivk rast premoženja preko transmisije (vključena v odlogih) na rast povpraševanja in zadolženosti zasebnega sektorja, na rast oziroma v času recesije padec ameriške gospodarske aktivnosti. Nadejam se, da bom s pomočjo rezultatov empirične analize uspela zaokrožiti sistematičen prikaz oblikovanja in prenosa ameriške finančne krize v svetovno gospodarsko krizo in ponudila možnost nadaljnjim vprašanjem glede njenega razvoja in izhoda.

4.3 Volatilnost premoženja

Za preučevanje volatilnosti premoženja bom sledila obstoječim študijam. Za namene preučevanja volatilnosti in kasnejše analize odvisnosti bom oblikovala indeks premoženja, ki ga v enačbi 1 poenostavljeno označim s kratico W. Slednji mora izvirati iz temeljev premoženja zasebnega sektorja in biti po svoji naravi likviden in prosto dostopen. Premoženje zasebnega sektorja je sestavljeno iz niza opredmetenih in neopredmetenih sredstev. Vseeno pa med temi prevladuje premoženje v obliki rezidenčnih in poslovnih nepremičnin.

Po podatkih analize Boria (1994) naj bi delež nepremičnin v premoženju zasebnega sektorja industrijskih držav znašal kar 85–90 odstotkov. Ker ostalih 10–15 odstotkov predstavlja razno premoženje trajnih dobrin, gotovine, tujih sredstev, pokojninskih skladov, državnih obveznic ipd., ga lahko skladno z ugotovitvami FED (v Motive, 2010) zaobjamemo z indeksom delnic ameriških podjetij.

Zaradi kompleksnosti teorije glede relevantnega premoženja in časovne omejenosti pričujoče magistrske naloge bom oblikovala indeks rasti premoženja po zaključkih analize Boria (1994) s pomočjo uteži rasti povprečne cene ameriškega stanovanja in rasti delniškega indeksa S&P 500. Pri tem bom preverila tudi robustnost sestave indeksa premoženja iz nepremičninskega in finančnega premoženja na podlagi uteži 85:15 in 90:10 v prid nepremičninskega premoženja.

$$W = 0,85CN + 0,15SP \quad (1)$$

CN – mesečna rast povprečne cene ameriškega stanovanja

SP – mesečna rast delniškega indeksa S&P na zadnji dan v mesecu

V enačbi 1 sem uporabila spremenljivko CN, ki ponazarja mesečno rast povprečne cene ameriškega stanovanja. Glede na dosedanje empirične analize sem izbrala naslednji kazalec, saj so le-te pokazale pogosto uporabo kazalca S&P/Case – Shillerjevega indeksa cen stanovanj v ZDA, ki ga izdaja bonitetna hiša Standard & Poor. Temelji na kalkulaciji spremembe povprečne cene enodružinskih stanovanj v dvajsetih največjih ameriških mestih (Chicago, Denver, Las Vegas, Miami, New York, San Diego, San Francisco, Washington DC, Atlanta, Charlotte, Cleveland, Dallas, Detroit, Minneapolis, Phoenix, Portland, Seattle in Tampa). Agencija S&P pridobiva podatke o vsaki prodaji enodružinskih stanovanj v teh metropolah. Indeks se izračunava mesečno, temelji na tehtanem povprečju prodaj zadnjih treh mesecev in je izražen v odstotkih (S&P, 2009).

Spremenljivka SP v enačbi 1 predstavlja mesečno rast delniškega indeksa S/P na zadnji dan v mesecu. Delniški indeks S&P 500 je pokazatelj tržne kapitalizacije največjih 500 ameriških podjetij in finančnih družb. Ker zajema kar 75 odstotkov celotne ameriške tržne kapitalizacije, je tako dober približek celotnega delniškega trga. V indeks so vključeni predstavniki vseh sektorjev, panog in dejavnosti, zato je indeks dober pokazatelj aktivnosti celotnega ameriškega gospodarstva (S&P, 2011). Za namene oblikovanja indeksa premoženja ameriških gospodinjstev sem vrednost točk, ki jih indeks dosega konec meseca, spremenila v mesečne rasti delniškega indeksa S&P 500.

Volatilnost je mera, ki izhaja iz nestanovitnosti. Pojem nestanovitnosti v statistiki zajema nedeterministično oziroma stohastično gibanje. Tako lahko v danem primeru preučevanja časovnih vrst z nestanovitnostjo opišem spremenljivost nihajnosti časovnih vrst. Gre za pojav, ko je volatilnost v določenih časovnih obdobjih v povprečju višja ali obratno nižja kot v povprečju. Takrat, ko je varianca višja, pravimo, da je bilo to obdobje bolj tvegano.

Najbolj splošno uporabljena mera volatilnosti časovnih vrst sta varianca in standardni odklon. Varianca meri razpršenost spremenljivke okoli njene povprečne vrednosti in je izražena kot kvadrat povprečnega oziroma standardnega odklona.

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (Y_t - \bar{Y})^2}{T} \quad (2)$$

V finančnem svetu z varianco ali s standardnim odklonom merimo tveganje premoženja ali finančnih instrumentov. Prihodnji pričakovani donos največkrat izrazimo kot srednjo vrednost (povprečje, mediana), pri čemer so dejanski odkloni prikazani z varianco in zatoorej višja varianca povečuje tveganje oziroma odklone od doseganja pričakovane vrednosti oziroma pričakovanega donosa.

Grafično bom ponazorila volatilitnost s standardiziranimi vrednostmi rasti indeksa premoženja, pri čemer vrednost 0 ponazarja povprečno vrednost rasti indeksa premoženja. Nato bom prikazano nihanje standardiziranih vrednosti v času razmejila na 3 časovna podobdobja, ki skladno z definicijo NBER sovpadajo s finančno krizo v ZDA. Po definiciji NBER je ekonomska recesija pojav dveh zaporednih četrtnih padcev gospodarske aktivnosti v posamezni državi. Decembra 2008 je NBER izpostavila, da je ameriško gospodarstvo padlo v recesijo decembra 2007. Leta 2010 je podobno opredelila junij 2009 za mesec izhoda iz gospodarske krize (NBER, 2008 in 2010).

Analiza variance med tremi časovnimi podobdobji s stičišči decembra 2007 in junija 2009 mi bo ponudila na eni strani obrazložitev izrednega nihanja rasti premoženja in na drugi preverjanje robustnosti vhodnih podatkov pri sestavi indeksa rasti premoženja iz finančnega in nepremičninskega premoženja.

4.4 Vpliv rasti premoženja na gospodarsko aktivnost

Potem ko bom ugotovila volatilitnost osnovne spremenljivke rast premoženja, bom preučevala vpliv nihanja spremenljivke na krčenje potrošnje gospodinjstev oziroma krčenje kreditov zasebnemu sektorju ter posledično na krčenje ameriške gospodarske aktivnosti.

Prvi mehanizem prenosa bo prek potrošnje gospodinjstev. Na tej fazi bom preučevala vpliv indeksa premoženja, ki sem ga zastavila v predhodnem poglavju, na potrošnjo gospodinjstev. V kolikor bom dobila značilne rezultate modelov, bom nadalje preučila tudi vpliv obeh spremenljivk na rast BDP za indeks premoženja, pri čemer bom indeks rasti premoženja odložila še za eno obdobje (dva meseca, dve četrtni ali eno leto). S pomočjo spremenljivk v obliki mesečnih stopenj rasti bom preučevala odvisnosti med stopnjami rasti in se poskušala izogniti nekaterim težavam analize časovnih vrst, predvsem vezanih na stacionarnost časovne vrste.

$$C = \alpha + \beta W_{t-1} \quad (3)$$

$$\rightarrow \text{značilna odvisnost, potem} \quad Y = \alpha + \beta_1 W_{t-2} + \beta_2 C_{t-1}^{18} \quad (4)$$

C – mesečna stopnja rasti potrošnje gospodinjstev

Y – četrtna stopnja rasti bruto domačega proizvoda

V enačbi (3) in (4) sem s karatiko C označila mesečno stopnjo rasti potrošnje gospodinjstev. Za kazalec potrošnje gospodinjstev sem izbrala časovno vrsto, ki jo izdaja BEA. Gre za podatek o osebni potrošnji, ki je sestavni del oblikovanja kazalca bruto domačega proizvoda ZDA v stalnih cenah 2005. Podatki so objavljeni mesečno za preteki mesec in izražajo mesečno stopnjo rasti. Podobno urad BEA izdaja tudi podatek rasti bruto domačega proizvoda

¹⁸ Analiza, povzeta po veljavnem empiričnem modelu FED-a (v Motive, 2010). Odlogi spremenljivk, povzeti po študiji Carroll et al. (2006). Nadaljnja analiza učinkov na gospodarsko aktivnost, povzeta po modelu Sousa (2010).

kot agregatni kazalec, ki predstavlja celotni dohodek udeležencev ameriškega trga ali celotno potrošnjo vseh ekonomskih subjektov za blago in storitve. Merjen je v stalnih cenah 2005, na četrtnem nivoju in izražen v kvartalnih stopnjah rasti (BEA, 2011), v enačbah (4) in (6) pa je označen s kratico Y in predstavlja četrtno stopnjo rasti bruto domačega proizvoda.

Drugi mehanizem prenosa je prek finančne mase kreditnega trga. Tukaj bom preučevala vpliv rasti premoženja na rast kredite mase zasebnemu sektorju (gospodinjstev in podjetij) in v kolikor bom dobila značilne podatke, še vpliv obeh spremenljivk na rast BDP, pri čemer bom podobno kot v prejšnjem modelu podatke za indeks premoženja odložila za še eno obdobje. Zopet bom spremenljivke prilagodila mesečnim stopnjam rasti in se tako izognila številnim problemom analiz s časovnimi vrstami.

$$CR = \alpha + \beta W_{t-1} \quad (5)$$

$$\rightarrow \text{značilna odvisnost, potem} \quad Y = \alpha + \beta_1 W_{t-2} + \beta_2 CR_{t-1}^{19} \quad (6)$$

CR – rast kreditne mase zasebnega sektorja

V enačbah (5) in (6) sem rast kreditne mase zasebnega sektorja označila s kratico CR. Mesečna rast kreditne mase zasebnega sektorja izvira iz agregata obsega kreditov, izdanih zasebnemu sektorju. Slednji je sestavljen iz kazalca obsega celotnega dolga gospodinjstev (vključuje potrošniške in nepremičninske kredite), ki ga meri ameriška centralna banka FED na mesečnem nivoju v milijardah USD, in kazalca obsega celotnega dolga podjetij, ki ga spremlja FED in je merjen v milijardah USD na četrtnem nivoju (FED, 2011). Za vključitev kreditne mase podjetniškega sektorja sem se odločila po preučevanju rezultatov analize Schweitzer in Sha (2010), kjer mala podjetja ponudijo v zastavo osebno stanovanjsko nepremičnino in če apliciramo na velika podjetja, družbeniki vzamejo hipoteko na stanovanjsko nepremičnino, da bi dokapitalizirali večje podjetje.

Končna odvisna spremenljivka bo rast BDP. V kolikor bom dobila značilne korelacijske koeficiente linearnih funkcij, bom lahko potrdila vpliv vrednosti premoženja na gospodarsko aktivnost.

Kot sem že opredelila pri preučevanju modelov, lahko odvisnost med intervalnimi spremenljivkami preverimo s korelacijo in izvemo smer in jakost odvisnosti. Če pa želimo izvedeti, kakšna je oblika odvisnosti ter kakšni so odnosi med več spremenljivkami, potem si pomagamo z regresijo. Pred začetkom analize sem izvedla poenotenje časovnih vrst podatkov na isto časovno osnovo.

¹⁹ Analiza učinka rasti premoženja na rast obsega zadolževanja zasebnega sektorja sloni na modelu Mian in Sufi (2010a), Finocchiaro et al. (2011) ter Chakrabarti et al. (2011). Po študiji Carroll et al. (2006) bom v analizo vpliva vnesla kratkoročne in dolgoročne učinke premoženja na rast kreditne mase zasebnega sektorja. Analiza nadaljnjih učinkov na gospodarsko aktivnost je povzeta po modelu Sousa (2010).

4.5 Analiza končnih rezultatov

V programu SPSS sem s pomočjo analize opisnih spremenljivk dobila za indeks rasti premoženja (W1), sestavljen iz 85 odstotkov rasti cen nepremičnin in 15 odstotkov rasti indeksa delniškega trga, ter indeks rasti premoženja (W2), sestavljen iz 90 odstotkov rasti cen nepremičnin in 10 odstotkov rasti indeksa delniškega trga, naslednje opisne statistike, prikazane v Tabeli 9.

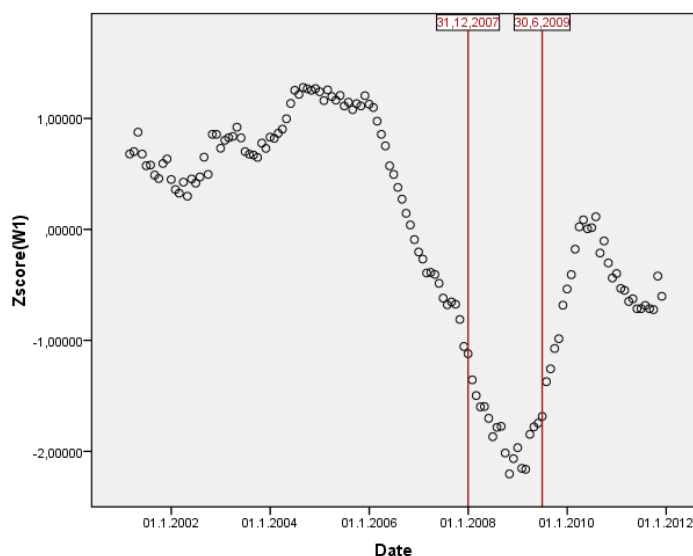
Tabela 9: Opisne statistike za oba indeksa rasti premoženja

	N	Min	Max	Arit. sred.	St. odklon	Varianca
W1	130	-17,91	14,59	2,6566	9,33289	87,103
W2	130	-17,97	15,43	2,8105	9,83996	96,825

Sumarne opisne statistike so v povprečju skladne, večji odklon je zaznati pri volatilnosti (standardnem odklonu in varianci) celotne časovne vrste indeksa rasti premoženja med leti 2001 in 2011.

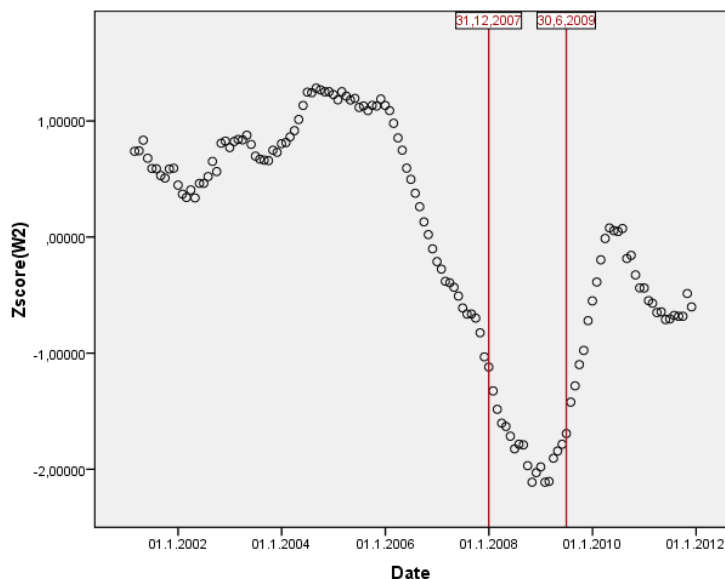
Sliki 44 in 45 prikazujeta volatilnost rasti indeksa premoženja s standardiziranimi vrednostmi odklonov od povprečne vrednosti²⁰ rasti indeksa premoženja, pri čemer vrednost 0 ponazarja povprečno vrednost rasti indeksa premoženja. Rdeče linije na časovni osi razmejujejo gibanje standardiziranih vrednosti na 3 časovna podobdobja, ki skladno z definicijo NBER sovpadajo z zaznano recesijo in okrevanjem ZDA v času finančne krize (NBER, 2008 in 2010).

Slika 44: Porazdelitev standardiziranih vrednosti indeksa rasti premoženja, sestavljenega iz 85 odstotkov rasti cen nepremičnin in 15 odstotkov rasti indeksa delniškega trga



²⁰ Analiza trenda indeksov premoženja je pokazala, da je v opazovanem obdobju ne moremo govoriti o značilnem pozitivnem ali negativnem trendu. Pri čemer je porazdelitev napak ostankov ocene trenda podobna porazdelitvama na Slikah 44 in 45.

Slika 45: Porazdelitev standardiziranih vrednosti indeksa rasti premoženja, sestavljenega iz 90 odstotkov rasti cen nepremičnin in 10 odstotkov rasti indeksa delniškega trga



Nihanji standardiziranih vrednosti obeh nastavljenih indeksov rasti premoženja na Slikah 44 in 45 sta si med seboj podobni. Kljub temu bom v nadaljevanju analizirala še opisne statistike v začrtanih treh podobdobjih, prikazane v Tabeli 10.

Tabela 10: Opisne statistike za oba indeksa rasti premoženja po podobdobjih

Podobdobje		N	Min	Max	Arit. sred.	St. odklon	Varianca
2.2001 – 12.2007	W1	83	-7,80	14,59	7,9911	5,61000	31,472
	W2	83	-8,21	15,43	8,4514	5,92014	35,048
1.2008 – 6.2009	W1	18	-17,91	-10,00	-14,3511	2,21606	4,911
	W2	18	-17,97	-10,23	-15,0594	2,16394	4,683
7.2009 – 11.2011	W1	29	-10,15	3,72	-2,0545	3,58475	12,850
	W2	29	-11,18	3,58	-2,2428	3,81355	14,543

Po oblikovanju treh časovnih podobdobj in treh ločenih časovnih vrst preučevane spremenljivke sem s pomočjo analize variance obeh oblikovanih indeksov rasti premoženja v treh podobdobjih prišla do naslednjih rezultatov. V prvem podobdobju oziroma obdobju pred nastankom recesije (od februarja 2001 do decembra 2007) je rast premoženja nihala z varianco 31,5 oziroma 35,0. V drugem podobdobju oziroma obdobju recesije ZDA (od januarja 2008 do junija 2009), ki sovпада z recesijo ZDA, so rasti obeh oblikovanih indeksov rasti premoženja dosegle resda najnižje vrednosti, vendar pa se je varianca rasti premoženja znižala na 4,9 oziroma 4,7. V zadnjem podobdobju izhoda ZDA iz recesije (od julija 2009 do novembra 2011) in vzpona rasti premoženja je varianca znova poskočila na vrednost 12,9 oziroma 14,5.

Na podlagi dobljenih rezultatov varianc obeh oblikovanih indeksov ne razberem bistvenih razlik med nihanjem prvega in drugega oblikovanega indeksa rasti premoženja. Zato se bom skladno z opravljenim testom robustnosti v nadaljevanju posluževala prvega indeksa rasti premoženja, ki je sestavljen iz 85 odstotkov rasti cen nepremičnin in 15 odstotkov rasti delniškega indeksa na ameriškem trgu.

Na podlagi izvedene analize variance lahko zaključim, da je varianca celotne časovne vrste obeh oblikovanih indeksov rasti premoženja visoka. Ko pa razdelim časovno vrsto podatkov na izbrana tri podobdobja, ki sovpadajo z recesijo ZDA, torej v čas povečanja nezaupanja v finančni sistem in s tem večje negotovosti oziroma večjega tveganja, na podlagi dobljenih varianc v času in po robustnosti oblikovanih indeksov rasti premoženja, ne morem potrditi osnovne hipoteze, da je bila volatilitnost rasti premoženja, še posebej trga lastniških vrednostnih papirjev in nepremičnin v času ameriške finančne krize, izjemna.

Ker teorija učinkovitega kapitalskega trga pravi, da so cene premoženja odraz stanja gospodarstva, velja v nadaljevanju analize pogledati tudi odvisnost med rastjo premoženja ter nekaterimi dejavniki oblikovanja gospodarske rasti in gospodarsko rastjo. Zato sem v drugem delu empirične analize s pomočjo izračuna korelacijskih koeficientov preučevala vpliv spremembe vrednosti premoženja na krčenje potrošnje gospodinjstev oziroma krčenje kreditov zasebnemu sektorju.

Pri analizi odvisnosti med rastjo potrošnje gospodinjstev in rastjo premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja, sem s pomočjo korelacijske analize (Tabela 11) ugotovila, da je odvisnost med spremenljivkama pozitivna in šibka ne glede na časovni odlog spremenljivke rast premoženja. Lahko bi celo rekla, da s časovnim odklonom rasti premoženja izgublja na pojasnjevalni moči.

Tabela 11: Korelacijski koeficienti med rastjo potrošnje in rastjo premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja

	$W_{(t-1)}$	$W_{(t-3)}$	$W_{(t-6)}$
C	0,325** (0,000) N=130	0,318** (0,000) N=128	0,281** (0,001) N=125

Legenda: ** Korelacija je značilna pri stopnji zaupanja 0.01 (2-tailed).²¹

V oklepaju so navedene značilnosti koeficientov s P vrednostjo.

Na podlagi regresijske analize (Tabela 12) sem ugotovila, da so bile vse regresije med odvisno spremenljivko rast potrošnje in odloženo spremenljivko rast premoženja značilne, tako v F-statistiki kot t-statistiki, in ponudile podobne rezultate.

²¹ Korelacija je šibka ($r < 0,4$), srednje močna ($0,4 > r > 0,6$) in močna ($r > 0,6$).

Tabela 12: Ocena regresijske enačbe (3) med odvisno spremenljivko rast potrošnje in neodvisno spremenljivko rast premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja

	(a)			(b)			(c)		
	Koef.	t	P	Koef.	t	P	Koef.	t	P
Kons.	0,119**	3,397	0,001	0,122**	3,399	0,001	0,123**	3,305	0,001
W	0,014**	3,893	0,000	0,014**	3,762	0,000	0,012**	3,253	0,001
F	15,157 (0,000)			14,152 (0,000)			10,582 (0,001)		
R²	0,106			0,101			0,079		
N	130			128			125		

Legenda: ** Regresijski koeficient je značilen pri stopnji zaupanja 0,01 (2-tailed).

(a) Odlog spremenljivke indeksa rasti premoženja za 1 mesec.

(b) Odlog spremenljivke indeksa rasti premoženja za 1 četrtertletje.

(c) Odlog spremenljivke indeksa rasti premoženja za 1 polletje.

V oklepaju so navedene značilnosti modelov s P vrednostjo.

Kljub podobnosti modelov sem ugotovila, skladno s korelacijsko analizo, da regresijski koeficient med rastjo potrošnje in rastjo premoženja v času izgublja pojasnjevalno moč na račun konstante, zato je v prihodnjih analizah pojasnjevanja odvisnosti, podobno kot pri ugotovitvah korelacijskih koeficientov, bolje izbrati čim manjši odlog rasti premoženja od rasti potrošnje. Na podlagi rezultatov korelacijske in regresijske analize sem potrdila osnovno hipotezo in posledično ugotovitve predhodnih empiričnih študij o pozitivni odvisnosti med spremenljivkama rast potrošnje in odložena rast premoženja, kar se je zgodovinsko gledano v času ameriške finančne krize tudi dejansko zgodilo.

Potem ko sem preverila odvisnost med obema spremenljivkama s pomočjo korelacijskega koeficienta in regresijskega koeficienta, sem z analizo razširjenega modela preučevala vpliv obeh spremenljivk na rast ameriškega BDP. Vsi bivariatni in parcialni korelacijski koeficienti so bili značilni, kot prikazuje Tabela 13.

Tabela 13: Korelacijski koeficienti med rastjo ameriškega BDP, rastjo potrošnje, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja, ter rastjo premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, enega polletja in enega leta

	$C_{(t-1)}$	$W_{(t-2)}$	$C_{(t-3)}$	$W_{(t-6)}$	$C_{(t-6)}$	$W_{(t-12)}$
Y	0,170** (0,006) N=262	0,617** (0,000) N=128	0,170** (0,006) N=262	0,565** (0,000) N=124	0,170** (0,006) N=262	0,392** (0,000) N=118
$C_{(t-1)}$	1	0,317** (0,000) N=129				
$C_{(t-3)}$			1	0,281** (0,001) N=125		
$C_{(t-6)}$					1	0,221* (0,016) N=119

Legenda: * Korelacija je značilna pri stopnji zaupanja 0.05 (2-tailed).

** Korelacija je značilna pri stopnji zaupanja 0.01 (2-tailed).

V oklepaju so navedene značilnosti koeficientov s P vrednostjo.

Pri preučevanju parcialnih korelacijskih koeficientov nisem dobila bistvenih odklonov od prvotnih bivariatnih korelacijskih koeficientov. Zato na tem mestu analize ne bi opisovala.

Zaključim lahko, da sem s pomočjo korelacijske analize modela mehanizma prenosa spremembe premoženja preko spremembe potrošnje na rast ameriškega gospodarstva dobila podobne rezultate kot v bivariatni korelacijski analizi in potrdila pričakovano pozitivno odvisnost med premoženjem in potrošnjo, kjer nižja vrednost premoženja vpliva na nižjo potrošnjo gospodinjstev. Ravno tako je v teoriji potrošnja gospodinjstev kot sestavni del agregata BDP pozitivno povezana z gospodarsko rastjo, kar sem potrdila tudi na podlagi rezultatov korelacijske analize. Kljub šibkim korelacijam lahko s pomočjo končnih rezultatov potrdim začetno hipotezo, da se gospodarska rast spreminja z rastjo potrošnje in rastjo premoženja v isti smeri, pri čemer pri pojasnjevanju gospodarske rasti odvisnost potrošnje ostaja konstantna, medtem ko odvisnost rasti premoženja zgublja svojo pojasnjevalno moč v času.

Potem ko sem v korelacijski analizi potrdila začetno hipotezo odvisnosti med spremenljivkami, sem pogledala še regresijsko odvisnost med odvisno spremenljivko rast ameriškega BDP in neodvisnima spremenljivkama rast potrošnje in rast premoženja, odloženima v času na mesečnem, četrtnem in polletnem nivoju, ki je prikazana v Tabeli 14.

Tabela 14: Ocena regresijske enačbe (4) med odvisno spremenljivko rast ameriškega BDP in neodvisnima spremenljivkama rast potrošnje, odloženo za obdobje enega meseca, četrtnetja in polletja, ter rast premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, polletja in leta

	(a)			(b)			(c)		
	Koef.	t	P	Koef.	t	P	Koef.	t	P
Kons.	1,057**	4,925	0,000	1,053**	4,573	0,000	1,077**	4,022	0,000
C	0,165	0,323	0,747	0,485	0,909	0,365	1,733*	2,435	0,016
W	0,183**	8,221	0,000	0,163**	6,992	0,000	0,103**	4,028	0,000
F	38,581 (0,000)			28,968 (0,000)			13,931 (0,000)		
R²	0,382			0,324			0,195		
N	128			124			118		

Legenda: * Regresijski koeficient je značilen pri stopnji zaupanja 0,05 (2-tailed).

** Regresijski koeficient je značilen pri stopnji zaupanja 0,01 (2-tailed).

(a) Odlog spremenljivke rast potrošnje za 1 mesec in indeksa rasti premoženja za 2 meseca.

(b) Odlog spremenljivke rast potrošnje za 1 četrtnetje in indeksa rasti premoženja za 1 polletje.

(c) Odlog spremenljivke rast potrošnje za 1 polletje in indeksa rasti premoženja za 1 leto.

V oklepaju so navedene značilnosti modelov s P vrednostjo.

Če primerjam korelacijsko in regresijsko analizo, ugotovim, da je odvisnost med rastjo BDP in rastjo potrošnje, odloženo za en mesec, eno četrtnetje ali eno polletje, pozitivna. Medtem ko se moč odvisnosti v korelacijski analizi s časom ne spreminja in ostaja šibka, pa v regresijski analizi pri največjem odlogu rasti potrošnje, za polovico leta, dobim značilen regresijski koeficient, ki je pozitiven in predstavlja najmočnejšo povezanost. Tako sem na podlagi

rezultatov potrdila osnovno hipotezo, ki izvira iz dosedanjih empiričnih študij, da prinaša večja zasebna potrošnja tudi večjo gospodarsko rast, saj je osnovna komponenta izračuna končnega agregata BDP države po potrošni metodi. Tako sprejemem sklep, da je bil v času finančne krize v ZDA padec gospodarske rasti parcialno odvisen od padca domače potrošnje, gospodarstva, ki se je vsa ta desetletja zanašal predvsem na »veliko domačo potrošnjo«, zaradi zloma nepremičninskega in borznega trga, ki je negativno vplival na padec premoženja ameriških gospodinjstev.

Po analizi vpliva rasti premoženja na rast potrošnje in posledično ameriško gospodarsko aktivnost v času sem preverila še učinek zmanjšanja rasti premoženja preko drugega mehanizma prenosa zmanjšanja zadolževanja na kontrakcijo ameriške gospodarske aktivnosti. Sprva sem preverila odvisnost med rastjo premoženja in rastjo obsega kreditov zasebnemu sektorju s pomočjo korelacijske analize, kot prikazuje Tabela 15.

Tabela 15: Korelacijski koeficienti med rastjo kreditne mase zasebnega sektorja in rastjo premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja

	$W_{(t-1)}$	$W_{(t-3)}$	$W_{(t-6)}$
CR	0,139 (0,116) N=129	0,184* (0,038) N=127	0,254** (0,002) N=124

Legenda: * Korelacija je značilna pri stopnji zaupanja 0.05 (2-tailed).

** Korelacija je značilna pri stopnji zaupanja 0.01 (2-tailed).

V oklepaju so navedene značilnosti koeficientov s P vrednostjo.

Korelacijski koeficient med spremenljivkama rast kreditov zasebnemu sektorju in rast premoženja ameriškega zasebnega sektorja pri odlogu enega meseca ni značilen. Ko sem odložila rast premoženja za dodatno četrtertletje, je korelacijski koeficient postal značilen, podobno se je njegova značilnost zviševala pri odlogu enega polletja. Kljub temu da se z odlogom rasti premoženja pojasnjevalna moč rasti premoženja na rast zadolženosti zasebnega sektorja povečuje, ostaja medsebojna korelacija šibka. Na podlagi dobljenih rezultatov lahko potrdim osnovno hipotezo, da je padec premoženja v obdobju finančne krize ZDA značilno vplival na znižanje kreditne mase zasebnega sektorja.

V nadaljevanju sem izvedla regresijsko analizo (Tabela 16) odvisnosti med odvisno spremenljivko rast kreditov zasebnemu sektorju in odloženo neodvisno spremenljivko rast premoženja ter dobila značilne ocene za odmik enega četrtertletja in enega polletja.

Tabela 16: Ocena regresijske enačbe (5) med odvisno spremenljivko rast kreditov zasebnemu sektorju in neodvisno spremenljivko rast premoženja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja

	(a)			(b)			(c)		
	Koef.	t	P	Koef.	t	P	Koef.	t	P
Kons.	0,374**	5,478	0,000	0,359**	5,223	0,000	0,336**	4,885	0,000
W	0,011	1,582	0,116	0,015*	2,093	0,038	0,020**	2,895	0,004
F	2,504 (0,116)			4,380 (0,038)			8,383 (0,004)		
R²	0,019			0,034			0,064		
N	129			127			124		

Legenda:

* Regresijski koeficient je značilen pri stopnji zaupanja 0,05 (2-tailed).

** Regresijski koeficient je značilen pri stopnji zaupanja 0,01 (2-tailed).

(a) Odlog spremenljivke indeksa rasti premoženja za 1 mesec.

(b) Odlog spremenljivke indeksa rasti premoženja za 1 četrtertletje.

(c) Odlog spremenljivke indeksa rasti premoženja za 1 polletje.

V oklepaju so navedene značilnosti modelov s P vrednostjo.

Na podlagi rezultatov korelacijske in regresijske analize odvisnosti med rastjo premoženja in rastjo kreditov zasebnega sektorja lahko sprejemem sklep in potrdim osnovno hipotezo, skladno s predhodnimi empiričnimi študijami o pozitivni odvisnosti med spremenljivkama rast kreditov zasebnemu sektorju in rast premoženja, pri odlogu, večjem od enega četrtertletja. Dobljen sklep je skladen z upadom kreditne mase ameriškega finančnega trga, po korenitem zmanjšanju premoženja ameriških gospodinjstev na podlagi nepremičninskega zloma in padanja tečajev ameriških borz.

V nadaljevanju sem preučila vpliv obeh spremenljivk na rast ameriškega BDP s pomočjo korelacijske analize (Tabela 17). Sprva sem spremenljivko rast kreditov zasebnega sektorja odložila za en mesec, nato še za četrtertletje in na koncu za polletje. Podobno sem odložila spremenljivko rast premoženja za dva meseca, polletje in eno leto.

Tabela 17: Korelacijski koeficienti med rastjo ameriškega BDP, rastjo kreditne mase zasebnega sektorja, odloženo za obdobje enega meseca, četrtertletja in polletja, ter rastjo premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, enega polletja in enega leta

	CR_(t-1)	W_(t-2)	CR_(t-3)	W_(t-6)	CR_(t-6)	W_(t-12)
Y	0,132** (0,010) N=379	0,617** (0,000) N=128	0,092 (0,074) N=377	0,565** (0,000) N=124	0,012 (0,813) N=374	0,392** (0,000) N=118
CR_(t-1)	1	0,139 (0,116) N=129				
CR_(t-3)			1	0,180* (0,044) N=125		
CR_(t-6)					1	0,249** (0,006) N=119

Legenda: * Korelacija je značilna pri stopnji zaupanja 0.05 (2-tailed).

** Korelacija je značilna pri stopnji zaupanja 0.01 (2-tailed).

V oklepaju so navedene značilnosti koeficientov s P vrednostjo.

Sprva je bil korelacijski koeficient med spremenljivko rast zadolževanja, odloženo za en mesec, in rastjo premoženja ameriških gospodinjstev, odloženim za dva meseca, neznačilen. Ko sem spremenljivki odložila za četrtoletje oziroma polletje, se je pojasnjevalna moč spremenljivke rasti obsega zadolževanja zasebnega sektorja okrepila, kljub šibki značilnosti. Na podlagi korelacijske analize lahko potrdim osnovno hipotezo, da odvisnost med rastjo zadolževanja in rastjo premoženja ostaja pozitivna in pridobiva na moči s časovnim odmikom spremenljivke rast premoženja. Tako sprejemam sklep, da se je v času finančne krize z zniževanjem premoženja zniževalo zadolževanje ameriških gospodinjstev.

Korelacijski koeficient med spremenljivko rast kreditov zasebnemu sektorju, odloženo za en mesec, in rastjo BDP je značilen, nato pa pri odlogu spremenljivke rast kreditne mase za eno četrtoletje in polletje postane neznačilen. Kljub negativni pojasnjevalni moči koeficienta, lahko sprejemam sklep, da je odvisnost med spremenljivko rast zadolževanja in rastjo ameriškega gospodarstva pozitivna, in potrdim osnovno hipotezo mehanizma prenosa znižanja kreditne mase v kontrakcijo ameriškega gospodarstva.

Parcialna korelacijska analiza ni doprinesla bistvenega pojasnjevanja odvisnosti med spremenljivkami. Nazadnje sem izvedla regresijsko analizo (Tabela 18) med odvisno spremenljivko rast BDP ZDA in neodvisno spremenljivko rast kreditov zasebnega sektorja, odloženo za en mesec, četrtoletje in polletje, ter rastjo premoženja, odloženo za dva meseca, polletje in eno leto.

Tabela 18: Ocena regresijske enačbe (6) med odvisno spremenljivko rast ameriškega BDP in pojasnjevalnima spremenljivkama rast kreditne mase, odloženo za obdobje enega meseca, četrtoletja in polletja, ter rast premoženja, odloženo za obdobje dveh mesecev, polletja in leta

	(a)			(b)			(c)		
	Koef.	t	P	Koef.	t	P	Koef.	t	P
Kons.	1,099**	4,807	0,000	1,280**	5,301	0,000	1,547**	5,592	0,000
CR	-0,058	-0,218	0,828	-0,467	-1,658	0,100	-0,733*	-2,260	0,026
W	0,186**	8,722	0,000	0,176**	7,792	0,000	0,132**	5,082	0,000
F	38,535 (0,000)			30,381 (0,000)			13,445 (0,000)		
R²	0,381			0,334			0,190		
N	128			124			118		

Legenda:

* Regresijski koeficient je značilen pri stopnji zaupanja 0,05 (2-tailed).

** Regresijski koeficient je značilen pri stopnji zaupanja 0,01 (2-tailed).

(a) Odlog spremenljivke rast obsega kreditov zasebnemu sektorju za 1 mesec in indeksa rasti premoženja za 2 meseca.

(b) Odlog spremenljivke rast obsega kreditov zasebnemu sektorju za 1 četrtoletje in indeksa rasti premoženja za 1 polletje.

(c) Odlog spremenljivke rast obsega kreditov zasebnemu sektorju za 1 polletje in indeksa rasti premoženja za 1 leto.

V oklepaju so navedene značilnosti modelov s P vrednostjo.

Na podlagi rezultatov korelacijske in regresijske analize lahko sprejemem sklep in potrdim osnovno hipotezo o pozitivni odvisnosti med spremenljivkama rast kreditov zasebnemu sektorju in rast premoženja, pri odlogu, večjem od enega četrtertletja. Dobljen sklep je skladen z upadom kreditne mase ameriškega finančnega trga, po korenitem zmanjšanju premoženja ameriških gospodinjstev na podlagi nepremičninskega zloma in padanja tečajev ameriških borz. Odvisnost rasti premoženja na rast ameriškega BDP je pozitivna in skladno z ugotovitvijo analize enostavnega modela potrjuje postavljeno hipotezo, da je zniževanje premoženja vplivalo na znižanje ameriške gospodarske rasti v času finančne krize. Žal pa tako korelacijska analiza kot regresijska analiza mečeta dvom na potrjevanje osnovne hipoteze o mehanizmu prenosa znižanja premoženja ameriških gospodinjstev preko znižanja njihove kreditne sposobnosti in stopnje zadolževanja na končni zastoju rasti ameriškega gospodarstva.

SKLEP

Zgodovinski pregled oblikovanja ekonomske podlage preko številnih neravnotežij na posameznih blagovnih trgih ZDA, predvsem pa preko napihovanja ameriškega nepremičninskega trga, ki je med leti 2002–2005 na podlagi nizkih obrestnih mer in nizke regulacije bančnega sektorja ustvaril presežno povpraševanje po stanovanjskih in špekulativnih nepremičninah in polnil kreditno maso z neprvovrstnimi krediti in kritnimi hipotekarnimi obveznicami (MBS), nam pokaže dejavnike izbruha finančne krize, ki se je nato prenesla na druge ameriške trge in kmalu na celotno svetovno gospodarstvo.

Četudi so kritiki bremenili bonitetne agencije in investitorje, češ da so nepravilno ocenili tveganje hipotekarnih dolžniških instrumentov in da sta nadzor in zakonodaja v primeru senčnega bančnega sistema zatajila, danes ne moremo mimo dejstva, da sta prav deregulacija finančnega trga in želja po ustvarjanju še višjih donosov finančnih institucij pripeljali do finančnih inovacij, ki so ponudile globalnim investitorjem naložbe v hitrorastoči ameriški trg nepremičnin. Naraščajoče cene nepremičnin in pritok tujega kapitala sta omogočila povečanje zadolženosti ameriških potrošnikov, kateremu bi lahko rekli danes celo špekulativno obnašanje ameriških lastnikov nepremičnin. Hiperprodukcija kreditov je bila zaustavljena, ko je ameriška centralna banka (FED) v letu 2005 dvigovala ključno obrestno mero, ki je posledično zviševala tudi variabilne efektivne obrestne mere na hipotekarne kredite in obrestne mere v primeru neplačila neprvovrstnih posojil in hipotek s spremenljivo obrestno mero. Nezmožnost plačila je sprožila val izvršb nad nepremičninami in kaj kmalu so cene nepremičnin začele upadati, zato so bile finančne institucije primorane s posojili investirati v nastalo vrzel med nominalno in dejansko vrednostjo hipotekarnih vrednostnih papirjev in doživele visoke izgube iz poslovanja. Odprodaja nepremičnin je dosegla neverjetni pospešek konec leta 2006 ter finančno izčrpala tako potrošnike kot tudi finančne institucije. Kriza se je počasi multiplikativno odrazila tudi na ostalih trgih blaga in kapitala v ZDA.

V magistrski nalogi sem izluščila za glavne izvirne dejavnike nastanka finančne krize v ZDA, padanje in volatilnost ameriškega nepremičninskega in finančnega trga, ki je imelo ključno vlogo pri zniževanju vrednosti premoženja potrošnikov. Nižje premoženje gospodinjstev in

številske izvršbe nad ameriškimi domovi so sprožile zastoj gonilne sile ameriškega gospodarstva, to je velikega ameriškega povpraševanja in potrošnje. Slednje je privedlo do znižanja proizvodnih kapacitet ameriških podjetij in tako nižje zaposlenosti delovne sile in podjetniškega dezinvestiranja. Vendar pa to ni bil edini šok za ameriško gospodarstvo, nižje premoženje ameriških gospodinjstev, povečevanje brezposelnosti in izvršbe nad ameriškimi domovi so bliskovito znižale njihovo zadolževanje in prišlo je do t. i. kreditnega krča. S slednjim se niso znali soočiti niti ameriški potrošniki, vajeni poslovanja s kreditnimi karticami, niti ameriške poslovne banke, vajene neprestanega povpraševanja po potrošniških ali nepremičninskih kreditih. Kreditni krč je postavil pod vprašaj velikost njihovega finančnega vzvoda, kapitalsko ustreznost in dosedanje delovanje poslovnih bank in senčnega dela finančnega trga.

Čeprav je finančna kriza v ZDA sprva delovala nacionalno, je zaradi razsežnosti svetovnega kapitala ustvarila padec globalnega povpraševanja in trgovine ter tako svetovno gospodarsko krizo. Trgovinska neravnotežja in problemi nacionalnih držav in unij so sprožili val nihanja svetovnih valut in ne nazadnje padec bruto domačega proizvoda posameznih svetovnih držav. Na nacionalnem nivoju je opustošenje svetovne krize pustilo za seboj propad večjih finančnih institucij, državno reševanje največjih bank in padec svetovnih kapitalskih trgov. Njena rušilna moč je pomenila propad ključnih poslovnih panog, nedojemljiv padec premoženja potrošnikov, ogromne državne finančne injekcije in izreden upad gospodarske aktivnosti (Baily & Elliott, 2009). Kratkoročni odziv centralnih bank, med njimi na prvem mestu FED in ECB, je bil spodbujanje domačih poslovnih bank. Samo v zadnjem četrtletju leta 2008 so od poslovnih bank odkupile 2,5 bilijona USD državnih obveznic in nelikvidnih finančnih naložb. Gre za največjo finančno injekcijo in skupno monetarno akcijo, kar smo jih videli do danes. Vlade evropskega območja in ZDA so poskušale dvigniti nivo lastniškega kapitala v domačem bančnem sistemu, s tem ko so odkupile do danes 1,5 bilijonov USD prednostnih delnic večjih domačih bank (Altman, 2009).

Vodilna imena ekonomske sfere so preučila vrsto dejavnikov in zavzela različno opredelitev odvisnosti posameznih spremenljivk znotraj pojava finančne krize ZDA. V magistrski nalogi sem se na podlagi dognanj iz zgodovinskega pregleda nastanka in evolucije finančne krize v ZDA osredotočila, in ker veljajo ZDA za potrošniško družbo, na premoženja povprečnega ameriškega gospodinjstva.

Sprva me je zanimalo spreminjanje volatilnosti rasti premoženja v obdobju pred, med in po recesiji. Zato sem pogledala nihanje indeksa rasti premoženja povprečnega ameriškega gospodinjstva v časovni vrsti celotnega podobdobja in treh podobdobj, med februarjem 2001 in decembrom 2007, januarjem 2008 in junijem 2009 ter julijem 2009 in novembrom 2011. Pri tem sem preverila še robustnost oblikovanega indeksa rasti premoženja, sestavljenega iz 85 odstotkov premoženja v stanovanjski nepremičnini in 15 odstotkov premoženja v delnicah oziroma iz 90 odstotkov rasti cen nepremičnin in 10 odstotkov rasti delniškega indeksa.

Na podlagi dobljenih rezultatov varianc obeh oblikovanih indeksov nisem ugotovila bistvenih razlik med nihanjem prvega in drugega oblikovanega indeksa rasti premoženja. Zato sem se v

nadaljevanju analize posluževala prvega indeksa rasti premoženja, ki je sestavljen in 85 odstotkov rasti cen nepremičnin in 15 odstotkov rasti delniškega indeksa na ameriškem trgu.

Izvedena analiza variance kaže, da je varianca celotne časovne vrste obeh oblikovanih indeksov rasti premoženja visoka. Ko pa razdelim časovno vrsto podatkov na izbrana tri podobdobja, ki sovpadajo z recesijo ZDA, torej v čas povečanja nezaupanja v finančni sistem in s tem večje negotovosti oziroma večjega tveganja, na podlagi dobljenih varianc v času in po robustnosti oblikovanih indeksov rasti premoženja ne morem potrditi osnovne hipoteze, da je bila volatilitnost rasti premoženja, še posebej trga lastniških vrednostnih papirjev in nepremičnin v času ameriške finančne krize, izjemna.

Ker teorija učinkovitega kapitalskega trga pravi, da so cene premoženja odraz stanja gospodarstva, sem v nadaljevanju analize pogledala odvisnost med rastjo premoženja, krčenjem potrošnje gospodinjstev, krčenjem kreditov zasebnemu sektorju in gospodarsko rastjo.

S pomočjo korelacijske in regresijske analize sem potrdila že dognano pozitivno odvisnost predhodnih empiričnih študij med spremenljivkama rast potrošnje in odložena rast premoženja. Podobno sem v nadaljevanju razširjene analize vpliva obeh spremenljivk rast premoženja in rast potrošnje na rast ameriškega gospodarstva potrdila začetno hipotezo, da se gospodarska rast spreminja z rastjo potrošnje in rastjo premoženja v isti smeri in sprejela sklep, da je v času finančne krize na nižjo rast oziroma padanje bruto domačega proizvoda vplivalo predvsem zniževanje premoženja ameriških gospodinjstev, zaradi zniževanja vrednosti nepremičnin in lastniških vrednostnih papirjev ter zniževanje potrošnje gospodinjstev.

Potem ko sem potrdila osnovno hipotezo mehanizma prenosa znižanja rasti premoženja ameriških gospodinjstev preko znižanja njihove rasti potrošnje na končni zastoj rasti ameriškega gospodarstva, sem preverila še hipotezo o mehanizmu prenosa zmanjšanja rasti premoženja preko zmanjšanja rasti kreditov na znižanje ameriške gospodarske aktivnosti.

Na podlagi rezultatov korelacijske in regresijske analize odvisnosti med rastjo premoženja in rastjo kreditov zasebnega sektorja lahko sprejem sklep in potrdim osnovno hipotezo, skladno s predhodnimi empiričnimi študijami o pozitivni odvisnosti med spremenljivkama rast kreditov zasebnemu sektorju in rast premoženja, pri odlogu, večjem od enega četrletja. Dobljen sklep je skladen z upadom kreditne mase ameriškega finančnega trga, po korenitem zmanjšanju premoženja ameriških gospodinjstev na podlagi nepremičninskega zloma in padanja tečajev ameriških borz. Odvisnost rasti premoženja na rast ameriškega BDP je pozitivna in skladno z ugotovitvijo analize enostavnega modela potrjuje postavljeno hipotezo, da je zniževanje premoženja vplivalo na znižanje ameriške gospodarske rasti v času finančne krize. Žal pa tako korelacijska analiza kot regresijska analiza mečeta dvom na potrjevanje osnovne hipoteze o mehanizmu prenosa znižanja rasti premoženja ameriških gospodinjstev preko znižanja njihove kreditne sposobnosti in stopnje zadolževanja na končni zastoj rasti ameriškega gospodarstva.

LITERATURA IN VIRI

1. Aldrick, P. (2007, 10. september). Weakened Northern Rock may face bid. *The Telegraph*. Najdeno 23. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.telegraph.co.uk/finance/markets/2815503/Weakened-Northern-Rock-may-face-bid.html>
2. Aldrick, P. (2008, 18. marec). Northern Rock to axe a third of staff. *The Telegraph*. Najdeno 23. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2786441/Northern-Rock-to-axe-a-third-of-staff.html>
3. Altman, R. C. (2009, januar/februar). The Great Crash. *Foreign Affairs*. Najdeno 4. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.foreignaffairs.org/20090101faessay88101/roger-c-altman/the-great-crash-2008.html>
4. Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The 'life cycle' hypothesis of saving: aggregate implications and tests. *American Economic Review*, 53(1), 55–84.
5. Apergis, N., & Miller, S. M. (2005, november). Resurrecting the Wealth Effect on Consumption: Further Analysis and Extension. *University of Connecticut and University of Nevada, Las Vegas. Working Paper 2005-57R*. Najdeno 22. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.econ.uconn.edu/working/2005-57.pdf>
6. Appleton-Young, L. (2006, 21. julij). Housing Expert: 'Soft Landing' Off Mark. *The Los Angeles Times*. Najdeno 5. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.latimes.com/business/la-fi-soft21jul21,0,3311200.story?coll=la-home-headlines>
7. Bagnall, J. (2009, 16. marec). Not the Great Depression. *The Ottawa Citizen*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ottawacitizen.com/business/fp/Great+Depression/1388627/story.html>
8. Baily, M. N., & Elliott, D. J. (2009, 15. junij). The U.S. Financial and Economic Crisis: Where Does It Stand and Where Do We Go From Here? *Brookings.edu*. Najdeno 20. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.brookings.edu/papers/2009/0615_economic_crisis_baily_elliott.aspx
9. Bajaj, V. (2007, 10. april). Defaults Rise in Next Level of Mortgages. *The New York Times*. Najdeno 21. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2007/04/10/business/10lend.html?_r=2&oref=slogin&ref=business&pagewanted=print
10. Barr, C. (2008, 7. september). Paulson readies the bazooka: Big buyers of Fannie Mae and Freddie Mac debt have been shying away. The Treasury secretary wants to coax them back. *Fortune*. Najdeno 9. septembra 2010 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2008/09/06/news/economy/fannie_freddie_paulson.fortune/?postversion=2008090615
11. Batra, R. (2008, 15. november). The Global Financial Crisis: What Caused it, Where it is heading? *Ravibatra.com*. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ravibatra.com/globalfinancialcrisis.htm>
12. *BBC News*. (2007, 13. september). Northern Rock gets bank bail out. Najdeno 23. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6994099.stm>

13. *BBC News*. (2007, 17. september). Northern Rock besieged by savers. Najdeno 23. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://newsvote.bbc.co.uk/2/hi/business/6997765.stm>
14. *BBC News*. (2007, 21. november). The downturn in facts and figures. Najdeno 22. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm>
15. *BBC News*. (2008, 17. februar). Northern Rock to be nationalised. Najdeno 5. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7249575.stm>
16. *BBC News*. (2008, 18. februar). Rock recovery is Sandler's goal. Najdeno 5. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7249858.stm>
17. *BBC News*. (2009, 14. februar). US Congress passes stimulus plan. Najdeno 20. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7889897.stm>
18. BEA – U.S. Bureau of Economic Analysis. (2009). *Press releases*. Najdeno 20. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>
19. BEA – U.S. Bureau of Economic Analysis. (2009, 22. december). *News Release: Gross Domestic Product*. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>
20. BEA – U.S. Bureau of Economic Analysis. (2011, april). *National economic accounts*. Najdeno 19. novembra 2010 <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>
21. BEA – U.S. Bureau of Economic Analysis. (2012). *National economic accounts*. Najdeno 22. februarja 2012 <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>
22. Bernanke, B., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
23. Bernanke, B., & Gertler, M. (1999). Monetary Policy and Asset Price Volatility. Najdeno 16. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.kansascityfed.org/publicat/Sympos/1999/4q99bern.pdf>
24. Bernanke, B. (2005, marec). The Global Savings Glut and U.S. Current Account Balance. *FED*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>
25. Bernanke B. (2007, 30. marec). The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges. *FED*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070330a.htm>
26. Bernanke, B. (2007, 11. september). Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. *FED*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>
27. Bernanke, B. (2008, 1. december). Bernanke Remarks. *FED*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>
28. Birger, J. (2008, 6. avgust) The woman who called Wall Street's meltdown. *Fortune*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2008/08/04/magazines/fortune/whitney_feature.fortune/index.htm

29. Blas, J. (2008, 24. februar). High food prices may force aid rationing. *Financial Times*. Najdeno 4. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/451604c4-e30b-11dc-803f-0000779fd2ac.html#axzz1FcR10jYD>
30. Block, R. L. (2006). *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*. New York: Bloomberg Press.
31. *Bloomberg*. (2007, 11. april). Bush Advisers Reduce Growth Forecast for 2008 to 2.7%. Najdeno 10. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=awEbVLpYggog&refer=home>
32. *Bloomberg*. (2008, 19. september). Paulson: Bernanke Push New Plan to Cleanse Books. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=akZVTnBs66uY&refer=home>
33. *Bloomberg*. (2009, 20. februar). President Obama's Plan. Najdeno 18. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a7W_kzfPZbzw&refer=home%E2%80%8F
34. *Bloomberg*. (2010, 17. april). Abacus Let Goldman Shuffle Mortgage Risk Like Beads. Najdeno 22. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2010-04-16/goldman-used-abacus-to-shuffle-debt-risk-like-beads.html>
35. *Bloomberg*. (2011, 19. december). Freddie Mac, Fannie Mae, Barclays, BP, CDR, UBS in Court News. Najdeno 23. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-19/freddie-mac-fannie-mae-barclays-bp-cdr-ubs-in-court-news.html>
36. *Bloomberg*. (2011, 22. december). Bank of America Record \$335M Fair-Lending Deal. Najdeno 23. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-21/bank-of-america-to-pay-335-million-to-end-countrywide-fair-lending-probe.html>
37. Borio, C. E. V., Kennedy, N., & Prowse, S. D. (1994, april). Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants, and Monetary Policy Implications. *Bank for International Settlements*. Najdeno 16. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/econ40.pdf>
38. Boyd, R. (2008, 2. maj). Bear Stearns second brush with bankruptcy. *Fortune*. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2008/05/02/news/companies/bear_stearns.fortune/
39. Brown, B. (2008, 19. november). Uncle Sam as sugar daddy: The moral hazard problem must not be ignored. *MarketWatch*. Najdeno 22. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/news/story/story.aspx?guid={9F4C2252-8BA7-459C-B34E-407DB32921C1}&siteid=rss>
40. Buiter, W. (2008). Housing wealth isn't wealth. *NBER Working Paper No. 14204*. Najdeno 12. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w14204.pdf>
41. Buffet, W. (2009, 28. februar). 2008 Shareholder's Letter Summary. *Reuters*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/newsOne/idUSTRE51R16220090228?pageNumber=3&virtualBrandChannel=0>
42. Buffett, W. (2010, 02. junij). Financial Crisis Inquiry Commission. *C-Span*. Najdeno 22. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.c-span.org/Watch/Media/2010/06/02/HP/R/33689/Financial+Crisis+Inquiry+Commission.aspx>

43. *Businessweek*. (2007, 7. marec). The Mortgage Mess Spreads. Najdeno 18. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.businessweek.com/investor/content/mar2007/pi20070307_505304.htm?chan=rss_topStories_ssi_5
44. *Businessweek*. (2009, 10. julij). Even the Employed Lose with Hour and Wage Cuts. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/jul2009/db20090710_255918.htm
45. *Businessweek*. (2010, 15. februar). Merkel Economy Adviser Says Greece Bailout Should Bring Penalty. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.businessweek.com/news/2010-02-15/merkel-economy-adviser-says-greece-bailout-should-bring-penalty.html>
46. Calomiris, C., Longhofer, S. D. & Miles, W. (2009). The (mythical?) housing wealth effect. *NBER*. Najdeno 12. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w15075.pdf>
47. Campbell, J. Y. (2005). How Do House Prices Affect Consumption? Evidence From Micro Data. *NBER*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w11534.pdf>
48. Campbell, J., & Cocco, J. (2006). How Do House Prices Affect Consumption? Evidence From Micro Data. *NBER*. Najdeno 21. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/digest/feb06/w11534.html>
49. *Carnegie Endowment*. (2009, april). International Economic Bulletin: Impact of the Financial Crisis on Africa. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=22995>
50. *Carnegie Endowment*. (2009, april). Global Crisis and Its Impacts on Russia: Refocusing Policy on Households. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=22999>
51. Carroll, C. D., Fuhrer, J. C., & Wilcox, D. W. (1994). Does consumer sentiment forecast household spending? If so, why? *American Economic Review*, 84(5), 1397–1408. Najdeno 12. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.econometricsociety.org/meetings/am01/content/presented/papers/bryant.pdf>
52. Carroll, C. D. (2004). *Housing Wealth and Consumption Expenditure*. Unpublished manuscript, Johns Hopkins University.
53. Carroll, C. D., Otsuka, M., & Slacalek, J. (2006). How large is the housing wealth effect? A new approach. *NBER Working Paper No. 12746*. Najdeno 29. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.slacalek.com/research/cos06usHWlthE/w12746.pdf>
54. Case, K. E., Quigley, J. M., & Shiller R. J. (2006). *Comparing Wealth Effects: The Stock Market Vs. The Housing Market*. Cowles Foundation For Research In Economics. Yale University. Najdeno 21. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.econ.yale.edu/~shiller/pubs/p1181.pdf>
55. *CBC News*. (2009, 2. julij). Euro zone unemployment reaches 15 million. Najdeno 19.11.2010 na spletnem naslovu <http://www.cbc.ca/money/story/2009/07/02/euro-zone-unemployment-may.html>

56. CBS News. (2008, 1. december). It's Official: U.S. In Yearlong Recession. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.cbsnews.com/stories/2008/12/01/national/main4640509.shtml>
57. Chakrabarti, R. D., Lee, D., van der Klaauw, W., & Zafar, B. (2011). Household Debt and Saving during the 2007 Recession. *FRB of New York Staff Report no. 482*. Najdeno 3. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr482.pdf
58. Chan, S., & Craven McGinty, J. (2010, 1. december). Fed papers show breadth of measures to save economy. *The Salt Lake Tribune*. Najdeno 2. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.sltrib.com/sltrib/money/50787958-79/fed-2008-crisis-bank.html.csp>
59. CNN Money. (2007, 3. april). New Century files for Chapter 11 bankruptcy. Troubled subprime mortgage to cut 3,200 jobs, sell servicing, seek funding while it reorganizes. Najdeno 22. februarja 2011 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2007/04/02/news/companies/new_century_bankruptcy/
60. CNN Money. (2007, 30. april). Speculation statistics. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2007/04/30/real_estate/speculators_fleeing_housing_markets/index.htm
61. Collins, C. (2008). The Crisis through the Lens of History. *IMF*. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/12/collins.htm>
62. Cowen, T. (2008, 26. december). Economic View: Bailout of Long-Term Capital: A Bad Precedent? *The New York Times*. Najdeno 22. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2008/12/28/business/economy/28view.html?_r=1
63. Dailymail. (2008, 17. september). Insurance giant AIG saved by \$85bn loan from U.S. Federal Reserve... but crisis spreads to Morgan Stanley and Goldman's. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.dailymail.co.uk/news/worldnews/article-1056283/Insurance-giant-AIG-saved-85bn-loan-U-S-Federal-Reserve--crisis-spreads-Morgan-Stanley-Goldmans.html#ixzz1FKj8en7o>
64. Davis, M., & Palumbo, M. (2001). A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects. *Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2001-09*. Najdeno 21. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200109/200109pap.pdf>
65. Demyanyk, Y., & Van Hemert, O. (2008). Understanding the Subprime Mortgage Crisis. *Working Paper Series. Social Science Electronic Publishing*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396
66. Dinallo, E. (2009, 30. marec). We Modernized Ourselves Into This Ice Age. *Financial Times*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/3b94938c-1d59-11de-9eb3-00144feabdc0.html>
67. ECB – European Central Bank. (2010, 10. maj). *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

68. *Economist's view*. (2008, 26. oktober). Is a Currency Crisis Next? Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu <http://economistsview.typepad.com/economistsview/2008/10/is-a-currency-c.html>
69. EFSF – European Financial Stability Facility. (2010, 4. avgust). *Press releases*. EFSF becomes fully operational. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.efsf.europa.eu/>
70. Engdahl, W. (2009, 3. april). Geithner's dirty little secret. *Asia Times*. Najdeno 9. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.atimes.com/atimes/Global_Economy/KD03Dj02.html
71. EU – European Union. (2010, 27. junij). *G20 agree to cut deficits by 2013*. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu http://europa.eu/news/economy/2010/06/20100624_en.htm.
72. EC – European Commission. (2009). *State Aid Scoreboard – Spring 2009 update*. Najdeno 2. marca 2011 na spletnem naslovu ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2009_spring_en.pdf
73. EC – European Commission. (2009, marec). *Economic Forecast Spring 2009*. Najdeno 2. marca 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15048_en.pdf
74. EC – European Commission. (2009, julij). *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf
75. EC – European Commission. (2011, marec). *Interim forecast March 2011*. Najdeno 2. marca 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2011-03-01-interim_forecast_en.htm
76. EP – European Parliament (2009, april). *European Parliament Eurobarometer hears calls for coordinated EU action in fight against financial crisis*. Najdeno 2. marca 2011 na spletnem naslovu http://europarl.europa.eu/news/expert/infopress_page/042-54004-110-04-17-907-20090420IPR54003-20-04-2009-2009-false/default_en.htm
77. *Fannie Mae*. (b.l.). Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.fanniemae.com>
78. FED – Federal Reserve System. (2009, 24. junij). *FOMC Statement*. Najdeno 20. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090624a.htm>
79. FED – Federal Reserve System. (2010, september). *Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases*. Najdeno 2. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201052/index.html>
80. FED – Federal Reserve System. (2011, april). *Flow of funds accounts of the United States*. Najdeno 2. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201052/index.html>
81. *Freddie Mac*. (b.l.). Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.freddiemac.com>
82. FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation. (2009). *Government Support for Financial Assets and Liabilities Announced in 2008 and Soon Thereafter (\$ in billions)*.

- FDIC Supervisory Insights Summer 2009*. Najdeno 17. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.fdic.gov/regulations/examinations/supervisory/insights/sisum09/si_sum09.pdf
83. Ferguson, N. (2009, 2. februar). Beyond the Age of Leverage. *Financial Times*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/85106daa-f140-11dd-8790-0000779fd2ac.html>
 84. *Finfacts Ireland*. (2007, 3. september). The examples we have of past cycles indicate that major declines in real home prices. Najdeno 6. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.finfacts.com/irelandbusinessnews/publish/article_1011005.shtml
 85. *Finance*. (2008, 6. oktober). BNP Paribas prevzel Fortis. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/225574>
 86. *Financial Times*. (2006, 19. avgust). Hard edge of a soft landing for housing. Najdeno 6. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/97a6e948-2f1f-11db-a973-0000779e2340.html>
 87. Finocchiaro, D., Nilsson, C., Nyberg, D., & Soultanaeva, A. (2011). *Household indebtedness, house prices and the macroeconomy; a review of the literature*. *Sveriges riksbank economic review*. Najdeno 22. februarja 2012 na spletnem naslovu http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/2011/er_2011_1_finocchiaro_nilsson_nyberg_soultanaeva.pdf
 88. Firzli, M. N. (2010, marec). Bank Regulation and Financial Orthodoxy: the Lessons from the Glass-Steagall Act. *Dossier*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.canadianeuropean.com/yahoo_site_admin/assets/docs/Bank_Regulation_and_Financial_Orthodoxy__RAF__Jan_2010.784613.pdf
 89. Fisher, R. W. (2006, 11. februar). Confessions of a Data Dependent: Remarks before the New York Association for Business Economics. *FED*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2006/fs061102.cfm>
 90. Floyd, N. (2008, 24. november). News Analysis: Another Crisis, Another Guarantee. *The New York Times*. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2008/11/25/business/25assess.html?_r=2&hp
 91. FRBSF – Federal Reserve Bank of San Francisco. (2007, 19. januar). *Disentangling the Wealth Effect: Some International Evidence*. *Economic Letter* 02. Najdeno 11. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2007/el2007-02.html>
 92. Galbraith, J. K. (2009, marec/april). No Return to Normal. Why the economic crisis, and its solution, are bigger than you think. *Washington monthly*. Najdeno 21. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.washingtonmonthly.com/features/2009/0903.galbraith.html>
 93. GDP Real Growth (2009) V *Wikipedia*. Najdeno 17. septembra 2010 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/File:GDP_Real_Growth.svg
 94. Geithner, T. F. (2008, 9. junij).: Remarks at The Economic Club of New York. *FED*. Najdeno 23. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html>

95. Gelinas, N. (2008). *After the Fall: Saving Capitalism from Wall Street and Washington*. New York: Encounter Books.
96. Gelinas, N. (2009). Can the Fed's Uncrunch Credit? *City-journal*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.city-journal.org/2009/19_1_credit.html
97. *Ginnie Mae* (b.l.). Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ginniemae.gov>
98. Goldman, D. (2008, 26. november). Bailout Summary. *CNN Money*. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2008/11/26/news/economy/where_bailout_stands/index.htm?postversion=2008112813
99. Gow, D. (2009, 31. marec). Investors furious as Fortis posts €28bn annual loss. *Guardian*. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.guardian.co.uk/business/2009/mar/31/fortis-bnp-paribas-abn?INTCMP=ILCNETTXT3487>
100. Gramlich, E. M. (2002). Consumption and the Wealth Effect: The United States and the United Kingdom. Before the International Bond Congress, London, U.K. Najdeno 12. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020220/default.htm>
101. Greenspan, A. (2005, 4. april). Remarks by Chairman Alan Greenspan, Consumer Finance At the Federal Reserve System's Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington, D.C. Federal Reserve Board. Najdeno 18. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/speeches/2005/20050408/default.htm>
102. Greenspan, A. (2009, 26. marec). We need a better cushion against risk. *Financial Times*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/9c158a92-1a3c-11de-9f91-0000779fd2ac.html>
103. *Hankyoreh*. (2009, 15. september). The financial crisis and South Korea one year after. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.hani.co.kr/arti/english_edition/e_business/376783.html
104. Harney, K. R. (2005, 21. marec). Real Estate Speculation Worries Mortgage Insurers; PMI Tightens Underwriting. *Reality Times*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://realitytimes.com/rtpages/20050321_tighterrules.htm
105. Harrison, E. (2008, 10. september). Lehman Brothers earnings: loss of \$3.9 billion. *Credit writedowns*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.creditwritedowns.com/2008/09/lehman-brothers-earnings-loss-of-39.html>
106. Haubrich, J. G. (2009, april). Policy discussion papers: Some Lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management. *FED*. Najdeno 22. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.clevelandfed.org/research/POLICYDIS/pdp19.pdf>
107. Henry, D. (2009, 5. marec). Stock Markets: When Will the Bull Return? *BusinessWeek*. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.businessweek.com/magazine/content/09_11/b4123026586146.htm
108. HM Treasury. (2009, 8. december). *Press reselases. Treasury confirms 1 January restructuring of Northern Rock*. Najdeno 10. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.hm-treasury.gov.uk/press_116_09.htm

109. Holmes, S. A. (1999, 30. september). Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending. *The New York Times*. Najdeno 22. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9c0de7db153ef933a0575ac0a96f958260>
110. *iStockAnalyst*. (2008, 13. oktober). The Financial Crisis in Europe. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.istockanalyst.com/article/viewarticle/articleid/2702034>
111. Inštitut Elcano. (2009, 31. april). *A Tool for the Economic Crisis: A Single European Treasury*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano_eng/Content?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_in/zonas_in/international+economy/ari31-2009
112. IMF – International Monetary Fund (2008, 6. november). *IMF Urges Stimulus as Global Growth Marked Down Sharply*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/new110608a.htm>
113. IMF – International Monetary Fund, (2009a, april). *World Economic Outlook: Crisis and Recovery, April 2009*. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>
114. IMF – International Monetary Fund (2009b, april). *London Summit – Leaders' Statement, 2 April 2009*. Najdeno 02. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf
115. IMF – International Monetary Fund (2010, 16. april). A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector Interim Report for the G-20. Najdeno 22. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.globalprintmonitor.com/en/gpm-blogs/financial-crisis/21750-a-fair-and-substantial-contribution-by-the-financial-sector-interim-report-for-the-g-20>
116. Isidore, C. (2009, 25. marec). The Great Recession. *CNN Money*. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2009/03/25/news/economy/depression_comparisons/index.htm
117. Jagannathan, R., Kapoor, M., & Schaumburg, E. (2009). Why are we in a recession? The financial crisis is the symptom not the disease! *NBER*. Najdeno 12. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.eclac.org/noticias/paginas/3/35143/w15404.pdf>
118. Janda, M. (2009, 23. september). New Zealand escapes from recession... just. *The Telegram*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.abc.net.au/news/stories/2009/09/23/2693923.htm>
119. Jelveh, Z. (2009, 5. april). This American Life: Giant Pool of Money wins Peabody. *Portfolio*. Najdeno 22. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.pri.org/business/giant-pool-of-money.html>
120. Joint center for Housing Studies of Harvard University (2008). *The state of the nation's housing 2008*. Najdeno 21. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2008/son2008.pdf>
121. Jones, S. (2008, 10. oktober). A juddering halt to world trade. *The Financial Times*. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://ftalphaville.ft.com/blog/2008/10/10/16912/a-juddering-halt-to-world-trade/>

122. Juster, T. F., Lupton, J. P., Smith, J. P., & Stafford, F. (2004). The Decline in Household Saving and the Wealth Effect. *FED*. Najdeno 23. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200432/200432pap.pdf>
123. Kahn, J. (2008, 23. oktober). Credit crunch ensnares India. *The New York Times*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2008/10/23/business/worldbusiness/23iht-rupee.4.17204594.html?_r=1
124. Knox, N. (2006, 17. januar). 43% of first-time home buyers put no money down. *USA Today*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.usatoday.com/money/perfi/housing/2006-01-17-real-estate-usat_x.htm
125. Knox, N., & Kirchhoff, S. (2007, 23. oktober). Criticism rains down on mortgage industry. *USA Today*. Najdeno 18. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.usatoday.com/money/economy/housing/2007-10-23-mortgages-refinance_N.htm
126. Krugman, P. (1998, 7. september). Saving Asia: It's Time to Get Radical. *Fortune*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/09/07/247884/index.htm
127. Krugman, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. New York: W.W. Norton Company Limited.
128. Krugman, P. (2009a, 5. januar). Fighting Off Depression. *The New York Times*. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2009/01/05/opinion/05krugman.html>
129. Krugman, P. (2009b, 6. januar). Life Without Bubbles. *The New York Times*. Najdeno 18. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2008/12/22/opinion/22krugman.html?_r=2
130. Krugman P. (2010, 21. januar). The Conscience of a Liberal: Glass-Steagal, Part Deux. *The New York Times*. Najdeno 21. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/01/21/glass-steagal-part-deux/>
131. Kuttner, R. (2007, 24. september). The Bubble Economy. *Prospect*. Najdeno 4. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.prospect.org/cs/articles?article=the_bubble_economy
132. Labaton, S. (2008, 10. februar). The Reckoning – Agency 04 Rule Lets Banks Pile on Debt. *The New York Times*. Najdeno 5. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html?_r=1
133. Labaton, S. (2008, 10. marec). Agency's 04 Rule Let Banks Pile Up New Debt, and Risk. *The New York Times*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html>
134. Labaton, S. (2008, 2. oktober). Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt. *The New York Times*. Najdeno 21. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html?pagewanted=3&em>
135. Leonnig, C. D. (2008, 10. junij). How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis. *The Washington Post*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/06/09/AR2008060902626.html>

136. Lettau, M., & Ludvigson, S. (2001). Consumption, aggregate wealth, and expected stock returns. *Journal of Finance*, 56(9), str. 815–849. Najdeno 22. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.econ.nyu.edu/user/ludvigsons/eqprem1.pdf>
137. Levine, G. (2006, 25. januar). Housing To Make Soft Landing. *Forbes*. Najdeno 10. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.forbes.com/2006/01/25/existing-home-sales-cx_gl_0125autofacescan08.html
138. Lewis, H. (2007, 18. april). Moral hazard helps shape mortgage mess. *Bankrate*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.bankrate.com/brm/news/mortgages/20070418_subprime_mortgage_morality_a1.asp?caret=3c
139. Lockhart, J. B. III (2009, 3. junij). The Present Condition and Future Status of Fannie Mae and Freddie Mac. Congressional Testimony. *FHHA*. Najdeno 9. septembra 2010 na spletni strani http://www.fhfa.gov/webfiles/2708/FHFA_Director's_Testimony_Final.pdf
140. Lodge, M. (2010, 1. julij). The Future of Fannie Mae and Freddie Mac. *CNBC*. Najdeno 17. oktobra 2010 na spletnem naslovu http://www.cnbc.com/id/38036140/The_Future_of_Fannie_Mae_and_Freddie_Mac
141. Ludvigson, S., & Steindel, C. (1999, julij). How Important Is the Stock Market Effect on Consumption? *Economic Policy Review*, (07), 29–52. Najdeno 16. marca 2011 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/p/fip/fednrm/9821.html>
142. Luhby, T. (2009, 11. junij). Americans' wealth drops \$1.3 trillion. *CNN*. Najdeno 17. septembra 2010 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2009/06/11/news/economy/Americans_wealth_drops/?postversion=2009061113
143. Maki, D. M. (2000). *The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden*. *FED*. Najdeno 22. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecri.be/new/system/files/3%2BMaki.pdf>
144. Mantell, R. (2008, 30. december). Home prices off record 18% in past year, Case-Shiller says. *MarketWatch*. Najdeno 7. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/News/Story/Story.aspx?guid={A0BC3037-386D-4810-86C7-066AF28F6017}>
145. McCulley, P. (2009, maj). The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Journey. *PIMCO*. Najdeno 18. novembra 2010 na spletnem naslovu http://media.pimco-global.com/pdf/GCBFocusMay09.pdf?WT.cg_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB%20Focus%20May%2009.pdf
146. Mehra, Y. P. (2001). The Wealth effect in Empirical Life-Cycle Aggregate Consumption Equations. Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, 87(2), 45–68.
147. Mian, A., & Sufi, A. (2009). *House Prices, Home equity-Based borrowing and the US Household leverage crisis* University of Chicago Booth School of Business and NBER. Najdeno 22. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.hbs.edu/units/finance/pdf/House%20Prices.pdf>
148. Mian, A. R., & Sufi A. (2010). House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the US Household Leverage Crisis. *NBER Working Paper no. 15283*. Najdeno 12.

- novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/reporter/2011number3/sufi.html>
149. Mian, A. R., & Sufi A. (2010, 29. april). Household debt and macroeconomic fluctuations. *Vox*. Najdeno 23. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4954>
 150. Morgan, R.M., & Christen, M. (2002). *Keeping up with the Joneses, Conspicuous Consumption, Income Inequality and Americas' Addiction to Debt*. Najdeno 23. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=1252>
 151. Moss, D. (2010). Reversing the Null: Regulation, Deregulation, and the Power of Ideas. *Harvard Business School*. Najdeno 21. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.hbs.edu/research/pdf/10-080.pdf>
 152. Motive, M. (2010). *The Wealth Effect and Consumption. Banking, Economics, Markets, Real Estate*. Najdeno 21. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.planbeconomics.com/2010/11/07/the-wealth-effect-and-consumption/>
 153. *MSN Money*. (2007, 12. marec). Next: The real estate market freeze. Najdeno 18. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://articles.moneycentral.msn.com/Investing/ContrarianChronicles/NextTheRealEstateMarketFreeze.aspx>
 154. Muellbauer, J. (2008). Housing, Credit and Consumer Expenditure. *Federal Reserve Bank of Kansas City*. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2007/pdf/2007.09.17.muellbauer.pdf>
 155. NBER – National Bureau of Economic Research. (2008). *Cycles, Recession*. Najdeno 22. februarja 2012 na spletnem naslovu www.nber.org/cycles/recessions.html
 156. NBER – National Bureau of Economic Research. (2010). *Cycles*. Najdeno 22. februarja 2012 na spletnem naslovu www.nber.org/cycles/sept2010.html
 157. Ocampo, J. A. (2009). *Latin America And The Global Financial Crisis*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.southcentre.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1558&Itemid=182
 158. OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. (2009, 30. september). *Economic Survey of Japan 2009: Overcoming the global crisis: the need for a new growth model*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_34111_43783443_1_1_1_1,00.html
 159. *Ottawacitizen*. (2008, 15. november). Not the Great Depression. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ottawacitizen.com/business/fp/Great+Depression/1388627/story.html>
 160. Parker, G., Pimlott, D., Burgess, K., Saigol, L., & Pickard, J. (2009, 28. avgust). Turner relishes role on City front line. *Financial Times*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/4e3e8888-940c-11de-9c57-00144feabdc0,s01=1.html>
 161. Pearlstein, S. (2010, 21. maj). Forget Greece: Europe's Real Problem is Germany. *The Washington Post*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/05/20/AR2010052005278.html>

162. Peterson Institute. (2008, 27. september). Najdeno 23. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.portfolio.com/views/blogs/odd-numbers/2008/09/27/chart-of-the-day-subprime-mbs-prices/>
163. *Physorg*. (2009, 28. junij). China first out of global financial crisis, says leading expert. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.physorg.com/news168010919.html>
164. Pichette, L., & Tremblay, D. (2003). Are Wealth Effects Important for Canada. *Bank of Canada Working Paper 2003-30*. Najdeno 8. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp03-30.pdf>
165. Pimlott, D. (2009, 8. november). Q & A on Tobin tax. *Financial Times*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/8e68678a-ccba-11de-8e30-00144feabdc0.html>
166. Pissarides, C. (1978). Liquidity considerations in the theory of consumption. *Quarterly Journal of Economics*, 92(2), 279–296.
167. *Bloomberg* (2012).
168. Poirier, J. M (2007, 19. marec). Top five US subprime lenders asked to testify. *Dodd. Reuters*. Najdeno 15. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/bankingfinancial-SP/idUSN1930923820070320>
169. Portes, J. M. (2009, 19. december) Risk, reward and responsibility: The financial sector and society. *Vox*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4417>
170. Poterba, J. M., & Samwick, A. (1995). Stock ownership patterns, stock market fluctuations, and consumption. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 295–372.
171. Poterba, J. M. (2000). Stock Market Wealth and Consumption. *Journal of Economic Perspectives*, 12(2), 99–118. Najdeno 12. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.14.2.99>
172. Rajan, R. (2009, 8. april). Cycle-Proof Regulation. *The Economist*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=13446173.
173. Raviv, A. (2004). *Bank Stability and Market Discipline: Debt-for-Equity Swap versus Subordinated Notes*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=575862
174. Reilly, D. (2009, 25. marec). Banks' Hidden Junk Menaces \$1 Trillion Purge. *Bloomberg*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=akv_p6LBNIIdw&refer=home
175. *Reuters*. (2009, 5. november). U.S., European Bank Writedowns & Losses. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/marketsNews/idCNL554155620091105?rpc=44>
176. Roach, S. (2007, 16. marec). The Great Unraveling. *Morgan Stanley*. Najdeno 19. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070316-Fri.html>.
177. Romero, A. G. (2008, november). An overview on selected financial crises. *CBNE*. Najdeno 21. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.agromero.com/docs>

/An%20overview%20on%20selected%20financial%20crises%202008%20November%20AR%20.pdf

178. Roosa, R. V. (1951). *Interest rates and the central bank*. In Money, Trade, and Economic Growth: Essays in Honor of John Henry Williams. New York: Macmillan.
179. Roubini, N. (2006, 23. avgust). Recession will be nasty and deep, economist says. *MarketWatch*. Najdeno 9. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/story/coming-recession-will-be-nastier-than-2001s-economist-says>
180. Roubini, N. (2007, 19. marec). Who is to Blame for the Mortgage Carnage and Coming Financial Disaster? Unregulated Free Market Fundamentalism Zealotry. *RGE Monitor*. Najdeno 20. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/184125>
181. Roubini, N. (2007, 27. junij). When mainstream analysts compare CDOs to »sublime«, »toxic waste« and »six-inch hooker heels«. *RGE Monitor*. Najdeno 16. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/202280>
182. Roubini, N. (2008, 14. oktober). Charlie Rose Interview. *Charlierose*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.charlierose.com/view/interview/9310>
183. Roubini, N. (2009, 27. maj). Risks to Global Growth. *Forbes*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/2009/05/27/recession-depression-global-economy-growth-opinions-columnists-nouriel-roubini.html>Roubini-Ten
184. Roubini, N. (2010, 10. maj). Roubini Says European Resolution an 'Open Question'. *Bloomberg*. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2010-05-10/roubini-says-euro-leaders-had-to-act-together-as-region-neared-precipice.html>
185. Rubin, J. (2008, 27. maj). The New Inflation. *StrategEcon, CIBC World Markets*. Najdeno 15. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://research.cibcwm.com/economic_public/download/smay08.pdf
186. Sachs, J. (2009, 31. marec). Our Wall Street Besotted Public Policy. *Realclearpolitics*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/03/making_rich_guys_richer.html
187. Schmitt, R. B. (2008, 25. avgust). FBI saw threat of loan crisis. *The Los Angeles Times*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://articles.latimes.com/2008/aug/25/business/fi-mortgagefraud25>
188. Schweitzer, M. E., & Sha, S. A. (2010). The Effect of Falling Home Prices on Small Business Borrowing. *Federal Reserve Bank of Cleveland*. Najdeno 22. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2010/2010-18.cfm/articles.latimes.com/2008/aug/25/business/fi-mortgagefraud25>
189. SEC – U.S. Securities and Exchange Commission. (2008, 3. december). *Rating Agency Rules*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm>
190. SEC – U.S. Securities and Exchange Commission. (2010, 16. april). *The Commission Charges Goldman Sachs With Fraud in Connection With the Structuring and Marketing of a Synthetic CDO*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/digest/2010/dig041610.htm>

191. Sinai, T., & Souleles, N. (2005). Owner-occupied housing as a hedge against rent risk. *Quarterly Journal of Economics*, 120(2), 763–789.
192. Spiegel. (2007, 13. december). Saxony State Bank Saved from Possible Collapse by Sale. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,523170,00.html>
193. Shefrin, H., & Thaler, R. (1988). The behavioral life-cycle hypothesis. *Economic Inquiry*, 26(4), 609–643.
194. Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
195. Shiller, R. J., & Laing, J. R. (2005, 20. junij). The Bubble's New Home. *Barron's Magazine*. Najdeno 6. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.4sarasotahomes.com/images/6-20-05Barrons-Bubble.pdf>
196. Shiller, R. J., (2008, julij). Infectious Exuberance. *The Atlantic*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.theatlantic.com/doc/200807/housing>
197. Skidelsky, R. J. A. (2009). *Keynes: the return of the master*. PublicAffairs.
198. Slovik, P. (2011, 12. december). Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges. *OECD*. Najdeno 28. decembra 2011 na spletnem naslovu http://www.oecd-ilibrary.org/economics/systemically-important-banks-and-capital-regulation-challenges_5kg0ps8cq8q6-en
199. Sousa, R. M. (2009). Wealth effects on consumption evidence from the euro area. *ECB*. Najdeno 20. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1050.pdf>
200. Sousa, R. M. (2010). How do Consumption and Asset Returns React to Wealth Shocks? Evidence from the U.S. and the U.K. *NIPE Working paper 14*. Najdeno 20. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/docs/2010/NIPE_WP_14_2010.pdf
201. Story, L., & Creswell, J. (2009, 7. februar). For Bank of America and Merrill, Love Was Blind. *The New York Times*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2009/02/08/business/08split.html?pagewanted=3&r=1>
202. Steverman, B., & Bogoslaw, D. (2008, 18. oktober). The Financial Crisis Blame Game. *Businessweek*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.businessweek.com/investor/content/oct2008/pi20081017_950382.htm?chan=top+news_top+news+index+-+temp_top+story
203. Stiglitz, J. E. (2006, 08. junij). Stiglitz Says U.S. May Have Recession as House Prices Decline. *Bloomberg*.
204. Stiglitz, J. E. (2008, 17. septembra). Stiglitz Recommendations. *CNN*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.cnn.com/2008/POLITICS/09/17/stiglitz.crisis/index.html>
205. Stiglitz, J. E. (2009, 20. oktober). Capitalist Fools. *Vanity Fair*. Najdeno 21. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.vanityfair.com/magazine/2009/01/stiglitz200901>
206. Strauss-Kahn, D. (2009). Intervju Batra Ravi. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.youtube.com/watch?v=6S0rJ4JPA1I>
207. S&P – S&P/Case-Shiller. (2009, november). *Home Price Indices. Index Methodology*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.standardandpoors.com/>

servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DMethodology_SP_CS_Home_Price_Indices_Web.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243624745188&blobheadervalue3=UTF-8

208. S&P – S&P/Case-Shiller. (2011, marec). *U.S. Indices. Index Methodology*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?Blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DMethodology_SP_US_Indices_Web.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243874046601&blobheadervalue3=UTF-8
209. te Velde, D. W. (2009). The global financial crisis and developing countries: taking stock, taking action. *Briefing Paper 54. London, Overseas Development Institute*. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.odi.org.uk/resources/details.asp?id=2822&title=global-financial-crisis-developing-countries-crisis-resilient-growth>
210. *The Australian*. (2008, 30. september). Blame the bubble on FDR, Jimmy Carter and Bill Clinton. Najdeno 22. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.theaustralian.com.au/news/blame-the-bubble-on-fdr-jimmy-carter-and-bill-clinton/story-e6frg71f-1111117620417>
211. *The Economist*. (2005, 16. junij). After the fall. Najdeno 6. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.economist.com/printedition/displaystory.cfm?Story_ID=4079458
212. *The Economist*. (2008, 11. december). Cracks in the crust. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.economist.com/world/europe/displaystory.cfm?story_id=12762027
213. *The GovMonitor*. (2009, 7. oktober). Australia's financial markets remain resilient in spite of global recession. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.thegovmonitor.com/economy/australias-financial-markets-remain-resilient-in-spite-of-global-recession-8822.html>
214. *The Los Angeles Times*. (2006, 16. julij). Will dotcom bubble burst again. Najdeno 9. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.qctimes.com/business/article_114ea0f5-677a-5487-8f16-de1faca2dddd.html
215. *The Times*. (2010, 11. februar). Greek tragedy won't end in the euro's death. Najdeno 22. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.timesonline.co.uk/tol/comment/columnists/anatole_kaletsky/article7022509.ece
216. The White House. (2008, 15. noember). Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. Najdeno 22. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>
217. Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1(1), 15–29.

218. Traynor, I. (2008, 29. september). Fortis: Belgium acts to prevent financial group's collapse. *Guardian*. Najdeno 1. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.guardian.co.uk/money/2008/sep/29/insurance.europeanbanks>
219. Yamashita, T. (2007). House Price Appreciation, Liquidity Constraints, and Second Mortgages. *Journal of Urban Economics* 62, 424–440
220. U.S. Business. (2008, 15. avgust). Bank of America to purchase Merrill Lynch. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.msnbc.msn.com/id/26708958/ns/business-consumer_news/
221. U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics. (2009, 5. junij). Alternative measures of labor underutilization (U6, not seasonally adjusted). Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bls.gov/webapps/legacy/cpsatab12.htm>
222. U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics. (2010, 8. januar). Table A-12. Alternative measures of labor underutilization. Najdeno 23. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bls.gov/news.release/empsit.t12.htm>
223. U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics. (2010, 20. september). *Databases, Tables & Calculators by Subject*. Najdeno 12. marca 2011 na spletnem naslovu http://data.bls.gov/PDQ/servlet/SurveyOutputServlet?data_tool=latest_numbers&series_id=LNU04000000&years_option=all_years&periods_option=specific_periods&periods=Annual+Data
224. US Treasury. (2009, 29. oktober). *Secretary Geithner Testimony to House Financial Service Committee*. Najdeno 18. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg335.htm>
225. Valdez, R.M. (2010). *The housing bubble and the GDP: a correlation perspective*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.aabri.com/manuscripts/10490.pdf>
226. van Reisen, M., Stocker, S., & Vogiazides, L. (2009). Eurostep Europe's response to the global financial and economic crisis. *Social Watch Report 2009*. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.socwatch.org/node/815>
227. Vidal, J. (2009, 6. oktober). Carbon emissions will fall 3% due to recession, say world energy analysts. *The Guardian*. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.guardian.co.uk/environment/2009/oct/06/carbon-cuts-recession-iea>
228. Volcker, P. (2010, 24. junij). The Time We Have Is Growing Short. *The New York Times. Review of Books*. Najdeno 22. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.nybooks.com/articles/archives/2010/jun/24/time-we-have-growing-short/>
229. Ward, J. (2004, 2. junij). Countrywide Extends Its Automated Underwriting System. *Bank Systems & Technology*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.banktech.com/story/featured/showArticle.jhtml?articleID=21401117>
230. Wearden, G., Teather, D., & Treanor, J. (2008, 15. september). Banking crisis: Lehman Brothers files for bankruptcy protection. *The Guardian*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/15/lehmanbrothers.creditcrunch>

231. Witter, L. (2006, 21. avgust). The No-Money-Down Disaster. *Barron's*. Najdeno 10. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://chrisco.wordpress.com/2006/08/28/article-the-no-money-down-disaster/>
232. Wolf, M. (2010, 24. junij). Reform of Regulation and Incentives. *Financial Times*. Najdeno 24. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/095722f6-6028-11de-a09b-00144feabdc0.html>
233. World Financial Crisis (2009) V *Wikipedia*. Najdeno 17. septembra 2010 na spletnem naslovu http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/9/97/2007-2009_World_Financial_Crisis.svg
234. WTO – World Trade Organisation. (2009, 23. marec). *WTO sees 9% global trade decline in 2009 as recession strikes*. Najdeno 01. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/news_e/pres09_e/pr554_e.htm.
235. Zeldes, S. (1989). Optimal consumption with stochastic income: deviations from certainty equivalence. *Quarterly Journal of Economics*, 104(2), 275–298.
236. Zganh, Y., & Tong, S. Y. (2009, 14. april). *Hong Kong's economy in the financial crisis*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.eai.nus.edu.sg/BB448.pdf>