

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**AMERIŠKA FINANČNA KRIZA IN NJENA
RAZŠIRITEV V SVETOVNO FINANČNO IN
GOSPODARSKO KRIZO**

Ljubljana, marec 2009

ALENKA KRŽIŠNIK

IZJAVA

Študentka Alenka Kržišnik izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Draška Veselinoviča, in dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 AMERIŠKI MODEL HIPOTEKARNEGA BANČNIŠTVA	2
1.1 HIPOTEKA IN HIPOTEKARNA POSOJILA.....	2
1.1.1 Ameriški trg hipotekarnih posojil ter vloga državnih agencij in zasebnih izdajateljev	2
1.1.2 Vrste hipotekarnih posojil	4
1.1.2.1 Hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero – FRM.....	4
1.1.2.2 Hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero – ARM.....	5
1.2 LISTINJENJE (SEKURITIZACIJA).....	6
1.2.1 Tradicionalno listinjenje.....	6
1.2.1.1 Primarna faza v procesu listinjenja.....	6
1.2.1.2 Sekundarna faza v procesu listinjenja	7
1.2.2 Sintetično listinjenje	9
2 VZROKI TER POTEK FINANČNE KRIZE	10
2.1 NEUSTREZNA MAKROEKONOMSKA POLITIKA	10
2.2 PRESEŽNA LIKVIDNOST	11
2.3 ISKANJE VIŠJIH DONOSOV TER PLENILSKE PRAKSE POSOJANJA	12
2.3.1 Vloga države.....	13
2.3.1.1 Politika spodbujanja lastništva nepremičnin in uporabe finančnih inovacij.....	13
2.3.1.2 Deregulacija	13
2.3.2 Ameriški nepremičninski balon.....	14
2.3.3 Drugorazredna hipotekarna posojila.....	15
2.3.4 Uporaba ARM posojil s prilagodljivo obrestno mero	16
2.4 NEUSTREZNO UPRAVLJANJE S TVEGANJI	17
2.4.1 Odpoved modelov za ocenjevanje tveganj ter pomanjkanje nadzornih mehanizmov	18
2.4.1.1 »Bančni sistem v senci«	18
2.4.1.2 Filozofija prostega trga	19
2.4.2 Nezanesljivost bonitetnih agencij	20
2.5 PRENOS KRIZE V MEDNARODNO FINANČNO OKOLJE	21
2.5.1 Preskok krize od segmenta drugorazrednih hipotekarnih posojil na institucionalne investitorje	21
2.5.2 Preskok krize od institucionalnih investitorjev na medbančni trg.....	22
3 POSLEDICE IN RAZSEŽNOSTI KRIZE	23
3.1 SPLOŠNO NEZAUPANJE V FINANČNE TRGE	24
3.1.1 Zaostrovanje pogojev na posojilnih trgih - zviševanje premij za kreditno tveganje	25
3.2 POGLABLJANJE KRIZE NA TRGU NEPREMIČNIN IN HIPOTEKARNIH POSOJIL	25
3.2.1 Padanje cen nepremičnin in gradnje novih stanovanjskih objektov	25
3.2.1.1 Trg nepremičnin v Sloveniji.....	26
3.2.2 Nadaljevanje težav na hipotekarnem trgu in z njimi povezanih potencialnih obveznosti vpletenih finančnih institucij	27
3.2.2.1 Pričakovano nadaljevanje neplačil hipotekarnih dolgov	27
3.2.2.2 Pričakovano nadaljevanje odpisov terjatev in stečajev vpletenih finančnih institucij	27

3.3	VPLIV KRIZE NA DEPRECIACIJO AMERIŠKEGA DOLARJA	29
3.4	NAFTNI BALON.....	29
3.5	VPLIV KRIZE NA REALNO GOSPODARSTVO	30
3.5.1	Vpliv krize na gibanje borznih indeksov	31
3.5.2	Povečevanje brezposelnosti	31
3.5.3	Padanje gospodarske rasti.....	32
3.5.4	Napoved gospodarskih gibanj v letih od 2008 do 2010.....	33
4	REŠEVANJE KRIZE	35
4.1	UKREPI CENTRALNIH BANK.....	35
4.1.1	Operacije na odprtem trgu in ključna obrestna mera	35
4.1.1.1	<i>Reakcije Zveznih Rezerv (FED)</i>	35
4.1.1.2	<i>Reakcije Evropske centralne banke (ECB)</i>	36
4.1.2	Politika diskontne stopnje.....	37
4.1.3	Operacije začasne avkcije v ameriških dolarjih.....	37
4.1.4	Operacije začasnega posojanja vrednostnih papirjev	38
4.1.5	Novi ukrepi ECB	38
4.2	REŠEVANJE BANK S STRANI DRŽAVE	38
4.2.1	700 mrd ameriških dolarjev za odkup slabih dolgov	38
4.2.1.1	<i>Ustreznost ravnanja ameriške vlade</i>	39
4.2.2	Reševanje bank v EU.....	39
4.3	POMOČ POSAMEZNIKOM.....	40
4.3.1	Pomoč prezadolženim lastnikom nepremičnin	40
4.3.2	Povečanje jamstev za bančne vloge.....	40
4.4	UKREPI SVETA ZA EKONOMSKE IN FINANČNE ZADEVE (ECOFIN)	41
4.4.1	Štirje stebri ukrepov.....	41
4.4.2	Okrepitev okvira finančne stabilnosti	41
	SKLEP	42
	LITERATURA IN VIRI.....	43
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Hipotekarna posojila in MBS po posameznih letih 2001 – 2006.....	15
Tabela 2: Deleži (v %) in primerljive vrednosti posameznih vrst hipotekarnih posojil (v mrd \$) aprila 2008.....	16

KAZALO SLIK

Slika 1: Segmentacija ameriškega trga hipotekarnih posojil	3
Slika 2: Ameriški nepremičninski balon	14

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Gibanje ključnih obrestnih mer ameriške in evropske centralne banke, valutnega para EUR/USD ter cene nafte	1
Priloga 2: Gibanje ključnih obrestnih mer ECB in FED ter medbančnih obrestnih mer EURIBOR in LIBOR.....	3
Priloga 3: Napovedi gospodarske rasti v letih 2008 – 2010.....	4
Priloga 4: Slovenski prevodi (in razlage) tujih izrazov (okrajšav).....	6

UVOD

V Združenih državah Amerike je julija 2007 izbruhnila kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, ki se je razširila v svetovno finančno in gospodarsko krizo.

K nastanku krize je prispevalo več različnih dejavnikov, ki so se medsebojno dopolnjevali in spodbujali. Največjo odgovornost nosijo ameriške oblasti, saj so z vsakokratnim reševanjem finančnih institucij, zgrešeno denarno politiko, namernim spodbujanjem lastništva nepremičnin in finančnih inovacij, deregulacijo ter s pomanjkljivimi nadzornimi mehanizmi povzročile nastanek nepremičninskega balona. Njegov pok in zlom nepremičninskega trga spomladi leta 2007 je povzročil nastanek finančne krize, ki se je z ožjega segmenta drugorazrednih hipotekarnih posojil razširila še na druge finančne trge povsod po svetu ter nazadnje vplivala na svetovno gospodarstvo.

Finančne institucije so v želji po doseganju visokih donosov razvijale vedno nove tehnike za prenos kreditnega tveganja¹ ter različice hipotekarnih posojil in izvedenih finančnih instrumentov, ki so temeljili na teh posojilih. Pogoji za pridobitev hipotekarnih posojil so postajali vedno bolj ohlapni in tako so na ta način prišli do posojil tudi posojilojemalci, ki si jih v preteklosti niso mogli privoščiti. Vedno več je bilo drugorazrednih hipotekarnih posojil, to je najbolj tveganih posojil posojilojemalcev s slabo kreditno sposobnostjo, ki so izpodrivala dobra posojila. Popularna so postala hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero, ki so na začetku posojilojemalcem omogočala tudi odplačevanje le obresti po zelo nizki obrestni meri, s čimer se je število slabih posojil samo še večalo.

Z listinjenjem, ki v našem primeru pomeni izdajanje vrednostnih papirjev na podlagi posojil, se je kreditno tveganje s prodajo posojil prenašalo naprej, bankam pa je omogočalo doseganje tudi drugih ciljev, in sicer financiranje z nižjimi stroški, usklajevanje ročnosti sredstev in obveznosti, izločitev nelikvidnega premoženja iz bilance ter izboljšanje finančnih kazalcev (Janevska, 2004, str. 3).

Dokler je bilo naraščanje cen nepremičnin pričakovano, je vladalo optimistično vzdušje in vse je potekalo dobro. Z naraščanjem obrestnih mer in padanjem cen nepremičnin pa so se stvari začele zapletati. Ljudje so v preteklosti svoja posojila odplačevali z refinanciranjem preko prodaje svojih nepremičnin, v takšnih okoliščinah pa to ni bilo več mogoče. Pri posojilih s prilagodljivo obrestno mero so obroki ob spremembi iz fiksne v prilagodljivo obrestno mero silno narasli, in tako so imeli posojilojemalci vedno večje težave z odplačevanjem svojih posojil.

Namen diplomske naloge je prikazati ozadje nastanka svetovne finančne in gospodarske krize ter razloge za prenos krize z relativno ozkega segmenta drugorazrednih hipotekarnih posojil na druge finančne trge in institucije ter v mednarodno finančno okolje. Pomembno je prikazati tudi to, kakšen vpliv ima oziroma bo imela kriza na realno gospodarstvo.

Diplomska naloga je razčlenjena na štiri vsebinske sklope. Uvodu sledi prvo poglavje. Njegov namen je povečati razumevanje ameriškega hipotekarnega bančništva, pri čemer se

¹ Kreditno tveganje (angl. *credit risk*) je tveganje nastanka izgube zaradi neizpolnitve obveznosti dolžnika do banke (Zakon o bančništvu, 2006).

osredotočamo na hipotekarna posojila in razlago pomena listinjenja, saj je poznavanje le-tega ključno tudi za razumevanje nastanka finančne krize. V drugem poglavju predstavljamo vzroke za nastanek finančne krize, njen potek ter razloge za njeno razširitev v mednarodno finančno okolje. Tretje poglavje je razčlenjeno na glavne posledice nastale krize, prikažemo pa tudi vpliv na realno gospodarstvo ter napovedi gospodarske rasti do leta 2010. Zadnjemu poglavju, ki opisuje reševanje krize, sledi sklep, v katerem podajamo glavne misli in ugotovitve. Preučevanje krize v tej diplomski nalogi temelji na literaturi in virih, ki so bili objavljeni do sredine meseca oktobra 2008.

1 AMERIŠKI MODEL HIPOTEKARNEGA BANČNIŠTVA

V tem poglavju bomo na kratko opisali glavne značilnosti hipotekarnih posojil in ameriškega modela hipotekarnega bančništva ter s tem trga hipotekarnih obveznic, kar nam bo v pomoč pri razumevanju nastanka obravnavane finančne krize.

1.1 Hipoteka in hipotekarna posojila

Hipoteka (angl. *mortgage*) je z nepremičnim premoženjem zavarovana terjatev in predstavlja eno od oblik zastavne pravice. Na podlagi hipoteke ima upravičenec (zastavni upnik) pravico zahtevati poplačilo svoje veljavne zapadle terjatve iz vrednosti zastavljene nepremičnine. Osnovna funkcija hipoteke je varstvo upnika, da bo njegova, s hipoteko zavarovana terjatev, poplačana. V primeru, da dolžnik ob zapadlosti terjatve ne plača, lahko upnik s hipotekarno tožbo od sodišča zahteva, da se nepremičnina proda, sam pa se poplača iz kupnine (Cirman et al., 1999, str. 52).

Hipotekarno posojilo, ki ga pridobi fizična oseba, je dolgoročno posojilo in je namenjeno za nakup, gradnjo ali prenavo nepremičnine. Posojilo se zavaruje z zastavo v zemljiško knjigo vpisane nepremičnine, s katero posojilodajalec razpolaga ali jo s pridobljenimi sredstvi posojila kupuje (Mejač Krassnig, 1998, str. 9). Je s hipoteko zavarovano posojilo, torej upnikova terjatev (Ribnikar, 1991, str. 386).

1.1.1 Ameriški trg hipotekarnih posojil ter vloga državnih agencij in zasebnih izdajateljev

Trg hipotekarnih posojil se deli na primarni in sekundarni trg hipotekarnih posojil. Na primarnem trgu različne finančne institucije odobravajo hipotekarna posojila, preko sekundarnega trga pa se te institucije financirajo.

V svetu obstaja več različnih sistemov oziroma modelov financiranja finančnih ustanov, od najbolj klasičnih bančnih oblik depozitnega financiranja do bolj specialnih modelov, kot so model hipotekarne obveznice (angl. *mortgage bond*), model sekuritizacije ali namensko varčevanje (More, 2001, str. 2). Osredotočili se bomo le na ameriški model oziroma model sekuritizacije ali listinjenja, ki se je še najbolj uveljavil in razvil v ZDA kot posledica dobro razvitega sekundarnega hipotekarnega trga.

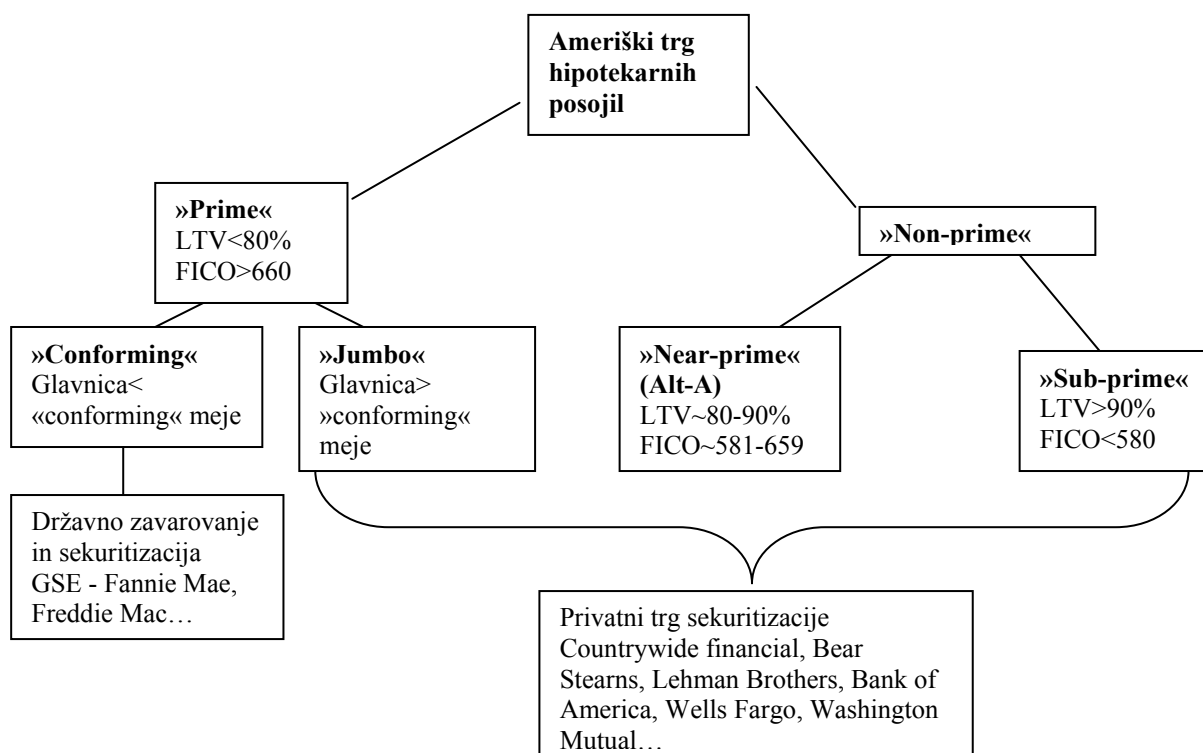
Sekundarni trg zagotavlja večjo likvidnost na osnovi zelo dolgoročnega hipotekarnega posojila. Posojilodajalci lahko posojila na sekundarnem trgu odprodajo posebnim finančnim institucijam, ki so v državah z razvitim sekundarnim trgom predvsem institucionalni investitorji, in zanje

dobijo takojšnja likvidna sredstva, s katerimi lahko potem odobravajo nova posojila. Na takšen način lahko hipotekarne ustanove odobravajo več hipotekarnih posojil in njihova ročnost je lahko precej daljša. V pravno in regulatorno razvitih sistemih so tudi stroški posojil nižji, saj hipotekarna posojila zajemajo nizko kreditno tveganje. Likvidnostno in obrestno tveganje hipotekarnih ustanov je v primerjavi s klasičnimi bankami, ki se financirajo depozitno, zato manjše (More, 2002, str. 3).

Ključni dejavnik za razvoj hipotekarnega bančništva v ZDA predstavlja vloga države. Ameriška vlada je oblikovala tri hipotekarne agencije. Njihov namen je pripomoči k oblikovanju posojil, ki so dostopna širšemu krogu gospodinjstev, ter s tem k oblikovanju sekundarnega hipotekarnega trga. To so Ginnie Mae (Government National Mortgage Association - GNMA), Fannie Mae (Federal National Mortgage Association - FNMA) in Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation - FHLMC). Za odobrena posojila nudijo garancijo, kar je njihova glavna prednost (Davidson et al., 2003, str. 75).

Pomembno vlogo na sekundarnem trgu imajo tudi zavarovalnice, ki opravljajo nalogo zavarovanja hipotekarnih posojil ter tako zmanjšujejo tveganje posojilodajalcev. V ZDA so za to pristojne Federal Housing Administration (FHA), Vladna služba za veterane (VA) in zasebne zavarovalnice (Koračin, 2005, str. 12).

Slika 1: Segmentacija ameriškega trga hipotekarnih posojil



Vir: Ameriška finančna kriza 2007/08, 2008.

Hipotekarna posojila se glede na kakovost posojilojemalca ločijo na t.i. »prime« posojila oziroma prvovrzelna posojila ter »non-prime« posojila oziroma druga, bolj tvegana posojila posojilojemalcev z nižjo in slabo kreditno oceno. Kriteriji, ki se uporabljajo za razvrstitev posojila so: kreditna ocena glede na pretekla posojila in njihova vračila, razmerje posojilojemalca med dolgom in dohodkom (v nadaljevanju DTI) in dokumentacija, ki dokazuje

dohodke posojilojemalca. Cena posojila (višina obrestne mere) pa se določi glede na oceno kreditnega tveganja po metodi FICO in višino lastne udeležbe v vrednosti stanovanja ali hiše (Zupančič, 2008, str. 10).

Za posojilodajalce predstavljajo »prime« posojila zelo majhno tveganje, saj jih najemajo posojilojemalci z visoko kreditno sposobnostjo in ustrezno visokim deležem lastne udeležbe po splošni obrestni meri, ki velja za hipotekarna posojila (Crouhy & Turnbull, 2008, str. 5). Najboljša posojila pa so tudi zavarovana. »Non prime« segment trga hipotekarnih posojil se naprej deli na »Near-prime« ali »Alt-A« in »Sub-prime« oziroma drugorazredna hipotekarna posojila. »Alt-A« posojila so posojila z relativno dobro kreditno oceno (iz preteklih posojil), vendar s pomanjkljivo dokumentacijo o dohodkih oziroma visokim DTI. So bolj tvegana od »prime« in hkrati najmanj tvegana od »non-prime« posojil. »Sub-prime« pa sestavljajo posojilojemalci s slabo kreditno oceno, dokumentacije o dohodkih ni, zato zaradi višjega tveganja posojil plačujejo tudi za dva do tri odstotne točke višjo obrestno mero in višje stroške odobritve posojila (Zupančič, 2008, str. 11).

Državna agencija Ginnie Mae se ukvarja z listinjenjem hipotekarnih posojil z najkakovostnejšim zavarovanjem, in sicer s strani FHA in VA. Agenciji Freddie Mac in Fannie Mae pa listinita le hipotekarna posojila, ki izpolnjujejo določene pogoje. Posojila, ki niso zavarovana pred kreditnim tveganjem, so listinjena s strani zasebnih izdajateljev (Davidson et al., 2003, str. 75).

Posojila v visokih zneskih (angl. *jumbo loans*), ki jih izdajo posojilojemalcem z visoko boniteto, so najpogostejša oblika posojil, na podlagi katerih zasebni izdajatelji izdajajo vrednostne papirje. Pogosta so tudi gospodinjstva posojila HEL (angl. *home equity loans*), ki so podlaga za oblikovanje paketa za izdajo privatnih vrednostnih papirjev. Omenjeni trg posojil je zelo heterogen, saj ga sestavljajo hipotekarna posojila z visokim razmerjem vrednosti posojila glede na vrednost nepremičnine LTV (angl. *loan-to-value ratio*), hipotekarna posojila, pri katerih ima posojilodajalec drugotno pravico do zaplembe, posojila za oplemenitenje nepremičnine HIL (angl. *home improvement loans*) ter hipotekarna posojila drugotnega pomena. Trg gospodinjstvih posojil sestavljajo posojilojemalci z nižjo kreditno boniteto, najpogosteje označeno z oceno B, C ali D, zato tudi posojila vsebujejo višjo stopnjo tveganja (Davidson et al., 2003, str. 288).

1.1.2 Vrste hipotekarnih posojil

Trg hipotekarnih posojil v ZDA se glede na tip produktov deli na hipotekarna posojila s fiksno (angl. *fixed rate mortgage*; v nadaljevanju FRM) ter prilagodljivo obrestno mero (angl. *adjustable rate mortgage*; v nadaljevanju ARM) (Kiff & Mills, 2007, str. 8). Od tega se produkti s prilagodljivo obrestno mero naprej delijo na navadni ARM, ARM z možnostjo plačila (angl. *ARM payment option*), ARM samo s plačilom obresti (angl. *Interest Only mortgage payment*) ter hibridni ARM (angl. *hybrid ARM*).

1.1.2.1 Hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero – FRM

FRM hipotekarna posojila imajo obrestno mero nespremenljivo ves čas trajanja posojila. Dokler se posojilo ne refinancira, se obrestna mera ne sme spremeniti. V preteklosti je bilo najbolj pogosto »klasično« posojilo za hišo oziroma 30-letna hipoteka s fiksno obrestno mero, kjer anuiteta ne sme presežati 30% prihodkov. Na razpolago pa so tudi posojila za dobo 15, 25, 20 in

celo 10 let. Krajše kot je obdobje, nižja je obrestna mera in primerljivo višji je znesek, v kolikor gre za poplačilo celotne glavnice v precej krajšem času. Nekatera 30-letna FRM posojila so na voljo tudi v različici »interest only« za določeno obdobje. Ponavadi gre za obdobje petih let, kar pomeni, da se v tem obdobju plačujejo le obresti, odplačilo glavnice skupaj z obrestmi pa se amortizira na preostanek trajanja posojila. Ljudje so to možnost zelo radi izkoriščali zaradi višjih pričakovanih dohodkov, nekateri pa tudi samo zaradi zaslužka pri prodaji oziroma refinanciranju posojila v teh petih letih (Adjustable rate mortgage, 2008).

1.1.2.2 Hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero – ARM

ARM posojila so nastala kot odziv na pojav inflacije in njeno nenadzorovano povečevanje v sedemdesetih letih. Koncept hipotekarnih posojil s fiksno nominalno obrestno mero za takšne razmere ni bil več ustrezen. Pri nespremenjeni in na dolgi rok fiksni obrestni meri za hipotekarna posojila so morale različne finančne institucije, ki so odobravale ta dolgoročna stanovanjska posojila za nakup hiš, na podlagi kratkoročnih vlog, plačevati vse višje pasivne obrestne mere, kar je pogosto vodilo v njihovo izgubo ali celo propad (Košmerlj, 2002, str. 15). Značilnost ARM posojil je, da prenašajo tveganje spremembe obrestnih mer od posojilodajalca k posojilojemalcu, kar omogoča posojilodajalcu, da ponudi posojila po nižji obrestni meri. Posojilojemalec ima dobiček v primeru padanja obrestnih mer in izgubo, ko obrestne mere narastejo.

Pri ARM hipotekarnih posojilih se obrestna mera periodično spreminja v skladu z indeksom, na katerega je vezana. V Zahodni Evropi je ta indeks lahko TIBOR ali EURIBOR (angl. *Euro Interbank Offered Rate*). V ZDA pa so najpogostejši naslednji indeksi: 11th District Cost of Funds Index (COFI), London Interbank Offered Rate (LIBOR), 12-month Treasury Average Index (MTA), Constant Maturity Treasury (CMT), National Average Contract Mortgage Rate in Bank Bill Swap Rate (BBSW) (Adjustable rate mortgage, 2008).

Hipotekarna posojila vsebujejo možnost, ki posojilojemalcu omogoča, da predčasno odplača del ali pa celotno hipotekarno posojilo v času trajanja posojila. Na ta način lahko posojilojemalci v določenem časovnem zamiku od trenutka, ko tržne obrestne mere padejo pod raven prvotnih obrestnih mer, z refinanciranjem poplačajo svoje dolgove, tako da najamejo cenejše posojilo po nižji obrestni meri. Pri tem pa mora obstajati dovolj velika razlika med staro in novo obrestno mero, da se pokrijejo tudi vsi stroški refinanciranja obstoječega posojila (Košmerlj, 2002, str. 28).

Za **ARM posojila z možnostjo plačila** je značilno, da posojilojemalcu omogočajo, da se vsak mesec znova odloči med različnimi načini dinamike odplačevanja posojila. Ta posojila vključujejo možnost običajnega odplačevanja glavnice in obresti za dobo petnajst ali trideset let, samo plačilo obresti ali minimalno plačilo. Običajno so začetne obrestne mere zelo nizke, s tem pa tudi začetna plačila. Vendar pa moramo upoštevati, da se preostanek neplačanega dolga prišteje k glavnici, zato obstaja velika nevarnost drastičnega povečanja plačil v relativno kratkem času. Ko skupni dolg preseže določen odstotek glavnice (običajno od 110 do 125%), ali po preteku določenega časa, ponavadi na vsakih pet let, veljajo namreč enaka pravila kot pri navadnem ARM posojilu (Adjustable rate mortgage, 2008).

ARM samo s plačilom obresti pomeni, da se v določenem časovnem obdobju plačuje samo obresti po prilagodljivi obrestni meri, potem pa je potrebno tako odplačevanje glavnice kot tudi obresti.

Hibridna ARM posojila so kombinacija hipotekarnih posojil s fiksno in prilagodljivo obrestno mero. Obrestna mera je v določenem časovnem obdobju fiksna, nato pa prilagodljiva. V določenem času se razmerje plačevanja obrokov spremeni iz fiksne v prilagodljivo obrestno mero (angl. *reset date*). Obrestna mera se nato veže na določen izbran indeks, tako kot pri navadnih ARM posojilih. Ta posojila so na voljo za dva, tri, pet, sedem in desetletno obdobje s fiksno obrestno mero, prav tako pa je na voljo različica »*interest only*« v okviru obdobja fiksne obrestne mere, vendar po nekoliko višji obrestni meri. Hibridni ARM 3/1 ima npr. prva tri leta fiksno obrestno mero, nato pa eno leto prilagodljivo. Dveletno obdobje s fiksno obrestno mero je značilno za drugorazredna hipotekarna posojila. Pet, sedem in desetletna obdobja so značilna predvsem za vrednostne papirje razreda A, triletno obdobje pa je značilno tako za drugorazredna posojila kot tudi za prvovrstne vrednostne papirje (Adjustable rate mortgage, 2008).

ARM posojila so postala v času padanja obrestnih mer zelo popularna in iskana, saj so bila zaradi nizkih obrestnih mer izrazito cenejša, njihov odstotek je tako v času nepremičninskega balona (od leta 2000 do 2006/7) strmo porasel. Pred letom 2000 pa jih je bilo zanemarljivo malo, prevladovala so že prej omenjena 30-letna FRM posojila. V letu 1998 je bilo hibridnih ARM posojil dva odstotka glede na vsa posojila s fiksno obrestno mero, vezano na dobo trideset let, v naslednjih šestih letih pa je ta odstotek narasel že na 27,5 (Adjustable rate mortgage, 2008).

1.2 Listinjenje (sekuritizacija)

Pojem listinjenja (angl. *securitization*) ima tri pomene, njihova skupna lastnost pa je pridobivanje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev (Ribnikar, 1996, str. 48-51). V našem primeru gre za listinjenje v drugem (tradicionalno listinjenje) in tretjem pomenu besede (sintetično listinjenje), kar bomo obravnavali v nadaljevanju, kjer se vrednostni papirji izdajajo na osnovi posojil ali terjatev. Gre za listinjenje v pravem pomenu besede.

Listiniti je mogoče katerokoli dovolj veliko in homogeno premoženje z napovedljivim denarnim tokom, v vseh primerih pa gre za prenos in razpršitev kreditnega tveganja skozi kapitalski trg (Janevska, 2004, str 2). Poleg prenosa kreditnega tveganja pa bankam omogoča tudi doseganje drugih ciljev, kot je financiranje z nižjimi stroški, usklajevanje ročnosti sredstev in obveznosti, izločitev nelikvidnega premoženja iz bilance, izboljšanje finančnih kazalcev (predvsem donosnost na kapital – ROE) ter kapitalsko arbitražo² (Janevska, 2004, str. 3).

1.2.1 Tradicionalno listinjenje

Namen tradicionalnega listinjenja je, da se z izdajanjem vrednostnih papirjev na osnovi posojil ali terjatev banke znebijo teh posojil in kakšnega drugega finančnega premoženja, tako da jih izločijo iz svoje premoženjske bilance in jih prenesejo na investitorje.

1.2.1.1 Primarna faza v procesu listinjenja

² Proces, pri katerem banka zmanjša svojo regulatorno kapitalsko zahtevo (npr. s pretvarjanjem svojih bilančnih transakcij v zunajbilančne, ki so deležne nižjih uteži, vendar nosijo podobno tveganje), tveganost njenega poslovanja pa se s tem ne zmanjša (Urbanc, 2004, str. 13).

Proces listinjenja se prične z združevanjem hipotekarnih posojil v pakete ali bazene (angl. *pooling*), ki imajo skupne lastnosti glede višine obrestne mere in glavnice, dobe zapadlosti, preostale dobe odplačevanja itd. Te pakete lahko posojilodajalec oziroma originator izloči iz svoje premoženjske bilance stanja tako, da jih proda posebnim finančnim institucijam. Morebitne obveznosti, ki jih bo imel do teh paketov posojil, pa bo odslej vodil izvenbilančno. V ZDA kot kupci terjatev nastopajo predvsem vladne institucije. Le-te zberejo kupnino z izdajo vrednostnih papirjev, imenovanih pretočne hipotekarne obveznice (angl. *mortgage-backed securities*; v nadaljevanju MBS), ki jih zavarujejo s kupljenim premoženjem. Gre za obveznice, ki jih izdajo na podlagi določenega premoženja. Zanje je značilno, da imajo enake lastnosti kot paket posojil, na podlagi katerih se izplačujejo obresti (Košmerlj, 2002, str. 12). Originatorji z novim lastnikom posojil običajno sklenejo pogodbo o njihovem servisiranju, za plačilo pa prejemajo določen odstotek od preostale vrednosti posojil. Izdajatelji nato te obveznice naprej prodajo investitorjem za gotovino. Denarni tok iz obveznic pa je lahko, poleg s plačili posojilodajalcev, sekundarno zavarovan tudi z različnimi vrstami zavarovanja. Pomembno vlogo v procesu listinjenja pa igrajo tudi bonitetne agencije, ki imajo nalogo, da ocenijo boniteto obveznic (Ljubanović, 2005, str. 10).

Kot smo že omenili, lahko v vlogi izdajateljev s premoženjem zavarovanih finančnih instrumentov nastopajo tako državne kot tudi zasebne institucije, ki se imenujejo tudi posebna specializirana podjetja (angl. *special purpose entity - SPE: special purpose vehicle – SPV, special investment vehicle – SPE, special purpose corporation – SPC*; v nadaljevanju SIV, SPV). Namen SPV je praviloma le odkup finančnega premoženja, njeno poslovanje je običajno precej omejeno, pomembno pa je, da posluje z majhno možnostjo stečaja, saj v primeru stečaja originatorja ne pride do zahtev po sredstvih, prenesenih na SPV, kar nudi vlagateljem zaščito in manjše tveganje. SPV je lahko ustanovljena kot podružnica originatorja z izvenbilančno strukturo, s čimer se pospeši prenos premoženja od originatorja na SPV in ustvari produkte za prodajo investitorjem (Fabozzi, 2001, str. 8).

Značilnost pretočnih obveznic (angl. *pass-through security*) je, da se ves denar, ne glede na to, kaj je njegov vir (plačilo obresti in odplačilo glavnice ali predčasno odplačilo posojila), sorazmerno izplača vsem imetnikom obveznic, gre za t.i. pretočno metodo. Vsi investitorji imajo enake donose in nosijo enako tveganje predplačil. Vse te obveznice so si namreč med seboj po svojih značilnostih enake, zato vsaka dobi enak znesek (Ribnikar, 1996, str. 49). Zaradi možnosti predčasnih odplačil hipotekarnih posojil, pri čemer se glavnica za posamezno hipotekarno posojilo lahko predčasno odplača brez kakršnih koli kazni še pred zapadlostjo hipotekarne obveznice, so investitorji izpostavljeni kar precejšnjemu tveganju (gre za tveganje reinvestiranja), saj to lahko pomembno vpliva na določanje cene in donosnosti omenjenih obveznic. Mesečni prejemki investitorjev niso več enaki, predčasno odplačilo glavnice pomeni manjše tokove iz obresti in glavnice v prihodnjih obdobjih, saj se obresti plačujejo na neodplačano glavnico (Košmerlj, 2002, str. 26).

1.2.1.2 Sekundarna faza v procesu listinjenja

V sekundarni fazi listinjenja se na podlagi vrednostnih papirjev, podprtih s hipoteko, oblikujejo številne različice izvedenih finančnih instrumentov, ki upoštevajo specifične potrebe tveganja in

donosa potencialnih investitorjev. Vsak vrednostni papir naj bi bilo namreč moč oblikovati povsem v skladu z želeno strukturo denarnih tokov, ki naj bi jih ta instrument prinašal (Koračin, 2005, str. 14). Gre za nepretočne obveznice in plačilno metodo, katerih namen je ustvariti razrede obveznic, ki so za investitorje bolj privlačni kot pretočne obveznice, ustvarjene na podlagi preprostejše pretočne metode (Hull, 2003, str. 587). Na podlagi pretočnih hipotekarnih obveznic nastajata dve vrsti s hipotekami kritih obveznic, katerih donos je zavarovan z denarnim tokom paketa kupljenih hipotekarnih posojil, in sicer **sekundarno zavarovane hipotekarne obveznice** (angl. *collateralised mortgage obligation*; v nadaljevanju **CMO obveznice**) ter »**STRIP**« **obveznice**³ (angl. *stripped mortgage-backed securities*) (Ljubanovič, 2005, str. 12).

Glavna razlika med pretočnimi in nepretočnimi obveznicami je torej v tem, da se pri slednjih oblikujejo različni razredi z različnimi pričakovanimi donosi. Te obveznice so nastale zaradi težav, povezanih s pretočnimi hipotekarnimi obveznicami, kot so predčasna odplačila in tveganje določitve roka dospelja obveznic. Namen oblikovanja različnih razredov je namreč v tem, da se v primeru predčasnih denarnih tokov, ki so posledica predčasnih odplačil posojil, vsa predčasna odplačila uporabijo izključno za poplačilo enega samega razreda obveznic oziroma investitorjev, ostali razredi pa ostajajo za določeno obdobje zavarovani pred predčasnimi odplačili (Košmerlj, 2002, str. 30). Pri tej metodi nosijo imetniki prve tranše (tranša A) ali razreda obveznic največje tveganje predplačil (Hull, 2003, str. 587). Oblikujejo se obveznice, katerih lastniki prejemajo le obresti ali le glavnico, ali pa oboje (Davidson et al., 2003, str. 185).

CDO finančni produkti (angl. *collateralised debt obligations*) pa so zavarovani s paketom kupljenih posojil, ki temeljijo na izdanih hipotekarnih obveznicah in ostalih terjatvah. Izdani so v različnih tranšah, ki se razlikujejo po tveganosti in posledično donosnosti in tako ustrezajo različnim profilom investitorjev (Janevska, 2004, str. 3):

- **nadrejena tranša** (angl. *senior tranche*) – najbolj kakovostni vrednostni papirji najvišje bonitetne ocene; so najmanj tvegane tranše, ki imajo običajno bonitetno oceno od Aaa do A, zaradi nizke tveganosti so premije na nadrejene tranše relativno nizke;
- **srednja tranša** (angl. *mezzanine tranche*) – vrednostni papirji srednje kakovosti, običajno jim je dodeljena bonitetna ocena od Bbb do B, pred izgubami so zaščitene do vrednosti podrejene tranše;
- **podrejena tranša** (angl. *junior, equity ali first loss tranche*) – tranša najslabše kakovosti, ki generira izgube prvih dveh tranš. Posledično so ti vrednostni papirji tudi najbolj donosni. Ta tranša nosi prve izgube, povezane z neplačili terjatev v portfelju, v največ primerih nima bonitetne ocene in jo zaradi visoke tveganosti ter posledično visoke premije, ki bi jo izdajatelj moral plačati, zadrži izdajatelj sam.

Najširši segment predstavljajo **s premoženjem krite obveznice** (angl. *asset-backed securities*; v nadaljevanju **ABS obveznice**), ki so krite z vsemi posojili, razen s hipotekarnimi posojili s prvo (prednostno) pravico do zaplembe premoženja (Fabozzi, 2000, str. 319). Opirajo se na precej širšo paleto terjatev, vključno z obveznicami podjetij, bančnimi posojili, avtomobilskimi krediti

³ Obstajajo tri vrste teh obveznic: «*synthetic-coupon pass-throughs, interest-only/principal-only obveznice in CMO strips*» (Ljubanovič, 2005, str. 12).

in kreditnimi karticami. ABS obveznice so tudi strukturirane po plačilni metodi in imajo več razredov. Od pretočnih in nepretočnih obveznic se razlikujejo po tem, da le-te običajno ostanejo pri banki v bilanci stanja, medtem ko že opisani vrsti obveznic omogočata, da se banke hipotekarnih posojil znebijo. Pri pretočnih in nepretočnih obveznicah obstaja neposredna povezava med denarnim tokom primarnega premoženja in denarnim tokom imetnikom obveznic, katere pa pri teh obveznicah ni, saj primarno premoženje služi le za zavarovanje, da bodo obresti in glavnica izplačane pravočasno in v celotnem znesku. Imetniki s premoženjem kritih obveznic imajo tako v primeru stečaja izdajatelja prednostno pravico do premoženja, s katerim so te obveznice zavarovane (Ljubanović, 2005, str. 13).

Tradicionalno listinjenje pa ima poleg številnih prednosti, med njimi tudi znižanje obveznega kapitala, tudi nekatere pomanjkljivosti, ki se kažejo predvsem v prenosu lastništva posojil na SPV podjetja, ki zahteva obvestilo in pogosto tudi strinjanje posojilojemalcev, kar lahko v njihove odnose s strankami prinese dodatno tveganje ter tudi časovni zastoj pri prenosu lastništva. Poleg tega imajo banke, z visoko bonitetno oceno in zelo nizko obrestno mero financiranja svoje aktivnosti, ponavadi previsoke stroške financiranja takšne transakcije. Celo vrednostni papirji v nadrejeni tranši, ocenjeni s trojnim A, se prodajajo po relativno visokem LIBOR plus marža, banke pa so tako, v želji po doseganju znižanja obveznega kapitala, primorane sprejeti višje stroške financiranja (Bolčina, 2006, str. 22).

1.2.2 Sintetično listinjenje

Kot odgovor na pomanjkljivosti tradicionalnega listinjenja se je razvilo sintetično listinjenje (angl. *synthetic securitisation*), pri čemer lahko SPV namesto dejanskega nakupa paketa posojil banki proda samo kreditno zaščito za tveganje iz naslova teh posojil. V tem primeru torej ne gre za prenos oziroma za prodajo posojil, temveč le za prenos kreditnega tveganja v zvezi s temi posojili s pomočjo kreditnih izvedenih finančnih instrumentov oziroma kreditnih derivativov ali zamenjav (angl. *credit derivatives*)⁴.

Prenos tveganja v tem primeru poteka preko privatnih pogajalskih transakcij, kar omogoča originalni banki, da se izogne legalnim in strukturnim tveganjem tradicionalnega listinjenja ter na ta način ohrani strankino in tržno zaupnost. Uporaba kreditnih derivativov v procesu listinjenja bankam omogoča znižanje obveznega kapitala zaradi prenosa kreditnega tveganja, ohranja nizke stroške financiranja in odpravlja morebitne težave v zvezi s prenosom terjatev na SPV ter vzdržuje posojilojemalčevo in tržno zaupnost, zaradi česar je postajal ta trg vse bolj privlačen (Bolčina, 2006, str. 23). Potrebno pa se je zavedati, da nepoznavanje realnih tveganj pri uporabi kreditnih derivativov lahko pripelje do več stot milijonskih izgub. Posledica njihove uporabe je poleg napihovanja kreditnega balona tudi velika koncentracija tveganja med majhnim številom udeležencev (Bolčina, 2006, str. 9).

⁴ Sintetično listinjenje v praksi poteka z uporabo kreditnih zapisov (angl. *fully funded synthetic CDO*), struktur kreditnih zamenjav (angl. *fully unfunded synthetic CDO*), najpogosteje pa se za prenos tveganja uporabljajo delno krite strukture (angl. *partially funded synthetic CDO*) (Bolčina, 2006, str. 23).

2 VZROKI TER POTEK FINANČNE KRIZE

Vsaka kriza nastane zaradi določenega vzroka ali pa jo sproži zaporedje različnih vzrokov. Današnja finančna kriza, ki se je začela na ameriškem trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, je posledica treh temeljnih postavk, in sicer neustrezne ameriške denarne in fiskalne politike, iskanja višjih donosov in plenilskih praks posojanja finančnih institucij ter neustreznega upravljanja s tveganji (Kovač, 2007). Dodatno pa so k nastanku krize pripomogli presežna likvidnost, nepreglednost trgov zaradi velikega števila igralcev in finančnih instrumentov, pomanjkanje nadzornih mehanizmov ter država s spodbujanjem lastništva nepremičnin, uporabe novih, zapletenih finančnih inovacij in deregulacijo.

Med letoma 2001 in 2007 so nosilci denarne politike, posojilodajalci ter kupci nepremičnin z napačnimi odločitvami povzročili nastanek največjega nepremičninskega balona v zgodovini ZDA (Larson, 2007). Njegov pok (marca 2007) in zlom nepremičninskega trga je v juliju 2007 povzročil nastanek največje svetovne finančne krize po veliki depresiji v 30. letih prejšnjega stoletja, ki je po več kot enem letu šele dobila pravi zalet in ji še ni videti konca.

2.1 Neustrezna makroekonomska politika

Korenine za nastanek globalne svetovne finančne krize izvirajo že iz leta 1998, ko je državno reševanje ameriškega zasebnega (»hedge«)⁵ sklada Long Term Capital Management Fund (LTCM) povzročilo nastanek moralnega hazarda⁶ (Jenko, intervju: Masten, 2008, str. 4). Sklad, ki so ga ustanovili priznani ekonomisti, je namreč ustvaril ogromno izgubo. Zaradi izpostavljenosti velikih ameriških bank do tega sklada je bil ogrožen celotni bančni sistem, zaradi česar je bila ameriška centralna banka, Zvezne rezerve (angl. *Federal Reserve System*; v nadaljevanju tudi Fed), prisiljena v nekaj več kot 3,6 milijard (v nadaljevanju mrd) dolarjev vredno intervencijo (Janevska, 2004, str. 6). Za zasebne finančne institucije in trge je bil to pomemben znak, da so v primeru težav večjih razsežnosti v dobrih rokah, da jih bo reševala država z davkoplačevalskim denarjem, zato so se tudi obnašali bolj tvegano, kot bi se sicer.

Po letu 2000 je ameriška centralna banka zaradi nastale kratkotrajne borzne krize, ko je počil balon tehnoloških podjetij (dot. com), problem moralnega hazarda samo še povečala z agresivnim znižanjem obrestnih mer (Jenko, intervju: Masten, 2008, str. 4), ki pa se je nadaljevalo predvsem zaradi kasnejšega terorističnega napada na New York, septembra 2001. Vodilni možje ameriške vlade in centralne banke so z namenom lažje dostopnosti do denarja ter pospešitve potrošnje, kar naj bi spodbudilo gospodarsko rast in oživilo borzne trge, začeli postopoma zniževati ključno obrestno mero ter zmanjševati davke, ostali svet pa jim je sledil. Ključna obrestna mera se je z začetne 6,5% januarja 2001 znižala na le 1% junija 2003 (Priloga 1), kar je bila najnižja vrednost v več kot štirih desetletjih (Larson, 2007).

Posledica so bili večji dohodki in poceni kreditiranje, kar pa ni povečalo podjetniških investicij, temveč predvsem povpraševanje na nepremičninskem trgu. Lahko dostopen in poceni vir denarja je povzročil visoko zadolženost predvsem gospodinjstev, zaradi česar so cene nepremičnin hitro

⁵ Sklad tveganega kapitala

⁶ »Moralni hazard je v tem, da država v imenu splošnih interesov in na račun vseh pomaga zasebnemu kapitalu. To so poteze zunaj liberalnih standardov klasične tržne ekonomije in denarne politike« (Kovač, 2008).

rasle (Grm, 2008). Rast cen nepremičnin je bila pričakovana do sredine leta 2003, od tega leta dalje pa se je že začelo napovedovati padanje teh cen in višanje obrestnih mer. Ameriško gospodarstvo si je postopoma opomoglo in tako je zaradi pozitivne proizvodne vrzeli in inflacijskih strahov Fed začela voditi restriktivno denarno politiko. Ključna obrestna mera se je tako od leta 2004 do leta 2006 povišala kar sedemnajstkrat, z 1 na 5,25% (Priloga 1), kar pa je nehote sprožilo negativno verižno reakcijo na tveganih finančnih trgih. Pomembni dve stvari v denarni politiki, ki jih je ameriška centralna banka očitno spregledala, so bile likvidnostne težave na nepremičninskem trgu in nevarnost prenizkega varčevanja (Kovač, 2007).

Glavni razlog za zelo stimulatívno denarno politiko v času recesije⁷ naj bi bil velika verjetnost, da bi svet zapadel v deflacijo. Za gospodarstvo je najbolj usodna kombinacija deflacije in denarne politike, kjer nominalne obrestne mere padejo na ničlo. To se je zgodilo Japonski, ki se je z deflacijo ujela v t.i. likvidnostno past in že desetletje in pol stagnira (Usenik, Intervju: Zakrajšek, 2007).

Likvidnostna past izvira iz Keynesovega razmišljanja o likvidnostni preferenci. Prikazana je v Hicksovem IS-LM modelu z vodoravno LM krivuljo. Monetarna politika v tem primeru ne more stimulirati ekonomske aktivnosti, saj je nominalna obrestna mera nič in nadaljnje znižanje ni mogoče. Ob deflaciji je realna obrestna mera pozitivna, za učinkovitost monetarne politike pa bi bilo potrebno znižanje obrestne mere oziroma višanje ravni cen. V likvidnostni pasti rast denarja ne more dvigniti ravni cen, povpraševanje po denarju je namreč neskončno elastično na oportunitetni strošek držanja denarja⁸. Pri sestavi finančnega premoženja so investitorji indiferentni med denarnim in nedenarnim premoženjem (Pfajfar, 2002, str. 16).

2.2 Presežna likvidnost

Hitra rast novih razvijajočih se trgov (angl. *emerging markets*) je povzročila nastanek prenasičenosti varčevanja, kar je tudi vplivalo na nižanje obrestnih mer. Te države so obogatele zaradi neenakomerne in redke porazdelitve energijskih virov (nafta in zemeljski plin) ter surovin. Z na novo odkritim bogastvom so namreč nastale presežne kapacitete. Problem pa je, ker same države ponavadi nimajo dovolj dobičkonosnih investicijskih priložnosti, privlačnih finančnih sredstev in razvitega kapitalskega trga, ki bi to odvečno kapaciteto vsrkal, zato je potrebno odvečne prihranke reinvestirati drugje (Rupnik, 2008, str. 19). To s strani držav, ki so velike varčevalke, pomeni povečanje povpraševanja po netveganih finančnih instrumentih, kot so ameriške državne obveznice, kar vpliva na masovno in presežno porast likvidnosti (Buiter, 2007, str. 8). Zaradi presežne likvidnosti, ki išče dobičkonosne investicijske priložnosti, se poveča povpraševanje po instrumentih z višjo donosnostjo, to pa vzpodbudi finančne institucije, da zadovoljijo omenjeno povpraševanje in ponudijo določene finančne inovacije (Mah-hui Lim, 2008, str. 10-12).

⁷ Recesija po definiciji pomeni znižanje BDP ali negativno gospodarsko rast v dveh zaporednih četrtletjih. V ZDA se pojmovanje recesije nekoliko razlikuje od zgornje definicije, označujejo jo kot pomemben padec ekonomske aktivnosti v celotnem gospodarstvu, ki traja več kot nekaj mesecev (Grm, 2008).

⁸ Ta je izražen z razliko med denarnim donosom nedenarnega premoženja in denarnim donosom samega denarja (Pfajfar, 2002, str. 16).

2.3 Iskanje višjih donosov ter plenilske prakse posojanja

Ekspanzivna denarna politika z zniževanjem obrestnih mer, presežna likvidnost ter država z rahljanjem bančnih predpisov, spodbujanjem lastništva nepremičnin in uporabe finančnih inovacij (razlaga sledi v prvi točki tega podpoglavja) ter z vsakokratnim reševanjem podjetij v težavah so povzročili olajševalne okoliščine, v katerih so finančne institucije videle priložnost doseganja višjih donosov ter prevzemale veliko več tveganja. Banke in druge finančne ustanove so izkoristile obilo kapitala in cenen denar ter razvijale finančne inovacije, ki so povečevale kapacitete izdanih posojil. Množično so izdajale hipotekarne kredite pod nerealnimi in zelo ohlapnimi pogoji tudi strankam z nižjo ali slabo kreditno boniteto, to je t.i. »sub-prime« ali sektorju drugorazrednih posojilojemalcev z nižjimi dohodki.

Posojilodajalci so v želji, da čim hitreje dobijo povrnjena likvidna sredstva in da se spretno izognejo težavam pri morebitnih neplačilih posojil, pakete danih hipotekarnih posojil, med njimi tudi slabe, prodajale drugim finančnim ustanovam, ki so te pakete z listinjenjem preoblikovale v obveznice in jih tudi z uporabo različnih izvedenih finančnih instrumentov naprej prodajale drugim bankam in investitorjem. Ti so v iskanju višjih donosov samo še bolj spodbujali banke v takšno tvegano in nepreudarno ravnanje. Zaradi dobrih investicijskih priložnosti so namesto klasičnih bank nepremičninska posojila začeli vedno intenzivneje tržiti posojilodajalci oziroma hipotekarni posredniki, ki so se ukvarjali samo s hipotekarnimi posojili in niso sprejemali vlog ali imeli svojega kapitala⁹. Ker so bili plačani v odstotkih od odobrenih posojil, je bilo v njihovem interesu, da jih izdajo čim več, saj se je kreditno tveganje ob prodaji teh posojil v obliki vrednostnih papirjev v večjem delu preneslo naprej. Standardi posojanja originatorjev so se tako zaradi povpraševanja vlagateljev po donosnejših sredstvih in zaradi nižjega tveganja neizpolnjevanja finančnih obveznosti nižali. Zaradi povečanega povpraševanja po nepremičninah so cene nepremičnin v ZDA hitro rasle.

Po zgledu finančnih verig so se množile institucionalne finančne mreže in piramida slabih finančnih posojil, slabi krediti pa so izpodrivali dobre (Kovač, 2007). Tvegani drugorazredni hipotekarni krediti so obljubljali velike donose in so na borzo privabljali velike investicijske in hedge sklade. Hitra rast cen nepremičnin je privabljala vse več ljudi, ki so videli priložnost v dobičkonosnem trgovanju z nepremičninami na podlagi pridobljenega posojila. Začarani krog »posojilo-nakup-prodaja« se je drastično stopnjeval, saj so se ob prodaji ustvarjali veliki donosi. Dokler je bila rast cen nepremičnin pričakovana in je vladalo optimistično vzdušje, je vse delovalo brežhibno.

Od sredine leta 2003 naprej so že začeli pričakovati padanje cen nepremičnin in rast obrestnih mer. Zaradi pozitivne proizvodne vrzeli in namena ohlajanja konjunktura ter strahu pred inflacijo je centralna banka leta 2004 začela postopoma zviševati ključno obrestno mero, ki je bila še leta 2003 na ravni enega odstotka. Posojilodajalci pa so z višanjem obrestnih mer še bolj zniževali standarde posojanja. Posojila so odobraval le na podlagi posojilojemalčeve izjave o dohodku. Bila so tako rekoč brez kreditne ocenitve. Dohodkov, premoženja ali zaposlitve niso preverjali, prav tako tudi namen najetja ni bil pomemben. Obstajala so t.i. posojila »ninja« (angl. *no income, no job, no asset*), kar pomeni, da za pridobitev posojila ni bilo potrebno imeti nobenih

⁹ Razvil se je model finančnega posredništva »ustvari in prenesi« (Rupnik, 2008, str. 27).

dohodkov, službe ali kakšnega drugega premoženja. Vse bolj privlačna za posojilojemalce so postajala hibridna drugorazredna ARM posojila, ki so jih posojilodajalci ponujali z ugodnimi plačilnimi pogoji (Kregel, 2008, str. 14).

V letu 2006 so cene nepremičnin začele padati, kar je najprej vplivalo na drugorazredni hipotekarni trg. S povečanjem višine anuitet se je pri poravnavanju pogodbenih obveznosti začel občuten porast zamud (angl. *delinquency rates*). Število predčasnih prekinitev hipotekarnega financiranja (angl. *foreclosures*) se je začelo strmo povečevati, saj mnogi lastniki nepremičnin niso bili več zmožni poravnati svojih obveznosti (Rupnik, 2008, str. 28). S tem pa se je odzval tudi nepremičninski trg, saj je po silni rasti cen v letih 2004 in 2005 (po več kot 10% na leto) ponudba nepremičnin narasla celo za polovico (P. Damijan, 2007). Nepremičninski trg se je tako spomladi leta 2007 ob vse višjih obrestnih merah in ob povečani ponudbi nepremičnin zlomil. Cena nepremičnin je čez noč drastično upadla. Vse več gospodinjstev je začelo izgubljati svoje domove, ker niso bili zmožni odplačevati vse višjih obrokov. V veliko primerih pa tudi niso bili več motivirani za odplačevanje posojil, saj je njihov dolg postal večji od vrednosti njihove nepremičnine.

2.3.1 Vloga države

2.3.1.1 Politika spodbujanja lastništva nepremičnin in uporabe finančnih inovacij

V devetdesetih letih se je oblikovala Nacionalna strategija za lastništvo nepremičnin (angl. *National Homeownership Strategy*), javno-zasebni sporazum podjetij, bank, združenj in vladnih agencij, kot odgovor na nastalo finančno krizo ob koncu osemdesetih let prejšnjega stoletja. Takrat se je namreč zrušil trg zemljišč, nastala je kriza varčevanja in posojanja, s tem pa je vrednost zemljišč v ZDA močno padla. Z oslabitvijo finančnega sistema in trga z nepremičninami je kriza prerasla v splošno finančno krizo. Z nastankom tega sporazuma je lastništvo nepremičnin postalo ključni dejavnik vzpodbujanja gospodarske dejavnosti, saj je prispevalo k večji zaposlenosti in višji gospodarski rasti. Glavni namen Nacionalne strategije je povečevanje lastništva nepremičnin s spodbujanjem bančnega sistema za zniževanje zahtev in stroškov hipotekarnih posojil posojilojemalcem z nižjimi dohodki in uporabo kreativnih finančnih tehnik (Whalen, 2008, str. 2-3).

2.3.1.2 Deregulacija

Na spremenjeno politiko poslovanja bank, kot je prekomerno odobravanje drugorazrednih hipotekarnih posojil, uporaba instrumentov za prenos kreditnega tveganja in trgovanje s strukturnimi produkti, so pomembno vplivali tudi določeni zakoni s področja bančne zakonodaje, ki so postajali od leta 1980 vse bolj ohlapni.

Zakona *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (DIDCMA) iz leta 1980 in *Depository Institution Act* (DIA) iz leta 1982 sta odpravila zgornjo mejo obrestnih mer in omogočila zaračunavanje premije za tveganje posojilojemalcem z večjim kreditnim tveganjem v obliki višjih obrestnih mer in stroškov. Za hranilnice pa so odpravili vstopne ovire za opravljanje finančnih storitev, ki so bile pred tem rezervirane le za poslovne banke. S tem sta zakona vplivala na povečanje konkurence in tveganja v bančništvu (Swary & Topf, 1992, str. 466). Tudi *Alternative Mortgage Parity Act* (AMPTA) iz leta 1982 naj bi spodbudil svobodno konkurenco s

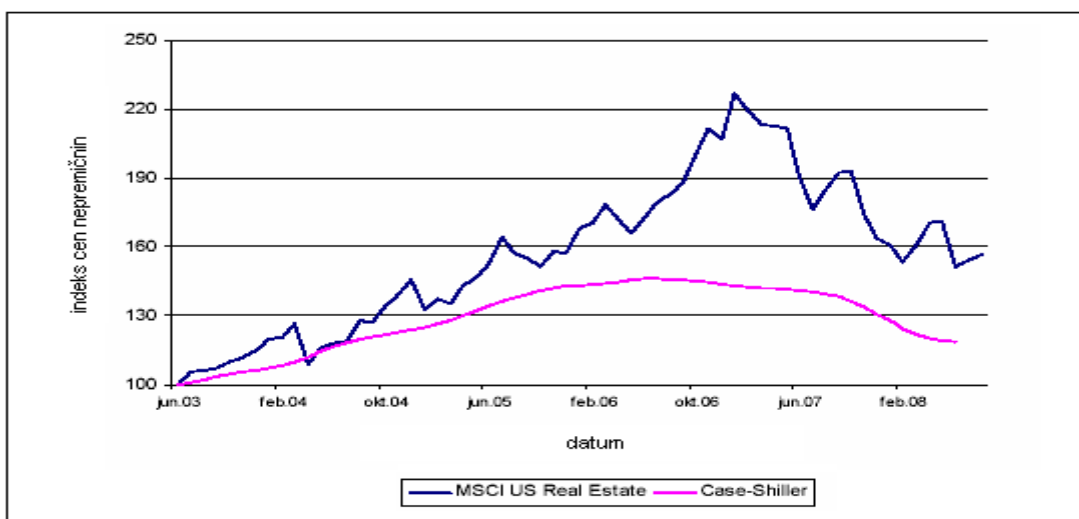
tem, da je dovolil uporabo kreativnega financiranja ter trgovanje z novimi, bolj zapletenimi produkti, vključno z izdajanjem hipotekarnih posojil s prilagodljivo obrestno mero (Brescia, 2008, str. 288). Leta 1987 je *Competitive Equality Banking Act* zmanjšal protekcijo poslovnih bank, ki so se zato znašle v konkurenci z investicijskimi bankami, finančnimi podjetji in ostalimi finančnimi institucijami, namenjen pa je bil spodbuditi večje in bolj poštene konkurence v finančnih storitvah (Swary & Topf, 1992, str. 467).

Največjo spremembo v zakonodaji je po krizi varčevanja in posojanja predstavljal *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* (FIRREA) iz leta 1989, ki je postavil višje kapitalske standarde glede hipotekarnih posojil v portfelju, in sicer tako za tradicionalne hipotekarne posojilodajalce kot tudi za poslovne banke, poostril pa je tudi regulacijo in nadzor hipotekarnih posojilodajalcev s strani nadzornih agencij. S tem so bile banke prisiljene zmanjšati svojo izpostavljenost visoko tveganim poslom in tako se je razširila uporaba instrumentov za prenos kreditnega tveganja, kot je listinjenje (Weicher, 2007, str. 3). *Financial Services Modernization Act* je v letu 1999 odstranil segmentacijo ameriškega finančnega sistema in dokončno odpravil zadnje omejitve glede povezovanja bančništva, zavarovanja in trgovanja z delnicami. Namen tega zakona je bil poslovnim bankam omogočiti investicijsko dejavnost, spodbuditi tekmovalnost in izboljšati poslovanje s potrošniki (Mah-hui Lim, 2008, str. 14-15).

2.3.2 Ameriški nepremičninski balon

Ameriške nepremičnine so v obdobju od 30.6.2003 do doseženega vrha poleti 2006 dosegle 46,1% rast, od doseženega vrha do 30.6.2008 pa so izgubile 18,8%. V zadnjih petih letih (od 30.6.2003 do 30.6.2008) so tako na svoji vrednosti pridobile 18,6%. Padci cen nepremičnin v zadnjih dveh letih ne bi smeli resneje ogroziti poslovanja bank, v kolikor bi le-te posojila odobravale bolj preudarno (Abramovič, 2008b).

Slika 2: Ameriški nepremičninski balon



Vir: Abramovič, *Nepremičnine v ZDA: vzrok začetka in razpleta finančne krize*, sept. 2008b.

Zgornji graf prikazuje gibanje cen nepremičnin v ZDA, od leta 2003 do 2008, po Case-Shillerjevem indeksu ter indeksu MSCI US Real Estate. Ta prikazuje gibanje tečajev naložb

ameriških družb, ki nalagajo v nepremičnine. Uporaba Case-Shillerjevega indeksa¹⁰ je za merjenje cen nepremičnin kot izrazito heterogenega produkta, s katerim se redko trguje, precej nezanesljiva, saj indeks na mesečni ravni ne kaže nobenih nihajev, zato se posledično nepremičnine zdijo manj tvegane. Po drugi strani pa cene naložb družb, ki nalagajo v nepremičnine (merjeno po indeksu MSCI US Real Estate), na katere najbolj vplivajo pričakovanja o prihodnjih gibanjih cen nepremičnin, nihajo precej burno.

Delniški trgi so v drugi polovici leta 2006 izrazito narobe ocenili znižanje cen nepremičnin kot dogodek prehodnega značaja. Tega so se zavedli šele v letu 2007, padec naložb v delnice nepremičninskih podjetij pa je bil znaten. V enem letu so delnice teh podjetij izgubile tretjino svoje vrednosti.

2.3.3 Drugorazredna hipotekarna posojila

Drugorazredna hipotekarna posojila so postala bolj razširjena v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Njihov nastanek so spodbudili presežna likvidnost, ekspanzivna denarna politika, naraščajoče cene nepremičnin in naraščajoča konkurenca (Dell'Aricea, Igan & Leaven, 2008, str. 1). Velik krivec so ameriške oblasti, ki so s tem, ko so posredovale vsakič, ko je bil finančni sistem ogrožen, omogočile likvidnost in gospodarstvo spodbudile še na druge načine. Povzročile so nastanek sistema asimetričnih stimulacij oziroma moralnega tveganja, pri čemer so finančni trgi posojilojemalce spodbujali k izposojanju denarja z vse bolj ugodnimi pogoji ter prevzemali večja tveganja. Zanašali so se na to, da jih bodo državne ustanove v primeru njihovih napak vedno pripravljene reševati. Ameriška zakonodaja je tudi od leta 1980 naprej postopoma sproščala pogoje, bančni predpisi so postopoma postajali vse bolj ohlapni, na koncu pa jih praktično ni bilo več (Soros, 2008).

Tabela 1: Hipotekarna posojila in MBS po posameznih letih 2001 – 2006

	Hipotekarna posojila (v mrd USD)	Drugorazredna hipotekarna posojila (v mrd USD)	Delež drugorazrednih v vseh hipotekarnih posojilih (v %)	Drugorazredni MBS (v mrd USD)	Delež listinjenih drugorazrednih hipotekarnih posojil (v %)
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Vir: Kregel, Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis, 2008, str. 16.

Do leta 2003 je bila večina posojil prvorazrednih, do leta 2006 pa jih že 50% ni izpolnjevalo teh kriterijev. V času od leta 2003 do 2006 so se bistveno povečala »Alt-A« in »sub-prime« oziroma drugorazredna hipotekarna posojila (Kiff & Mills, 2007, str. 6).

¹⁰ Case-Shillerjev indeks meri spremembe cen obstoječih (istih) nepremičnin, zato verjetno precenjuje padce in podcenjuje stopnje rasti (Abramovič, 2008b).

Tabela 2: Deleži (v %) in primerljive vrednosti posameznih vrst hipotekarnih posojil (v mrd \$) aprila 2008

Tip	Delež (v %)	Vrednost (v mrd \$)
»Prime«	80	10.700
»Sub-prime«	15	2.000
»Alt-A«	5	670
Skupaj	100	13.370

Vir: Zupančič, Bančno finančna kriza, april 2008, str. 12.

Posojilodajalci so z namenom, da bi povečali prihodke iz provizij, iskali nove hipotekarne posojilojemalce, kar je še posebej po letu 2004 vodilo v zmanjšanje kreditnih standardov odobrevanja drugorazrednih posojil, v prekomerno prevzemanje tveganja posojilodajalcev in v porast drugorazrednih hipotekarnih posojil (Kregel, 2008, str. 13).

Drugorazrednih hipotekarnih posojil je bilo leta 2001 na celotnem trgu hipotekarnih posojil 8,6%, njihov delež pa je do leta 2006 narasel kar na presenetljivih 20,1%. V skladu s tem se je povečalo tudi število »sub-prime« ali drugorazrednih MBS, od leta 2001 do 2006 se je povečalo kar za petkrat, s 95 mrd USD v letu 2001 na 483 mrd USD v letu 2006 (Kregel, 2008, str. 16).

2.3.4 Uporaba ARM posojil s prilagodljivo obrestno mero

Zaradi padca obrestnih mer in nereálnih standardov odobritve posojil so cene nepremičnin vztrajno naraščale. Za majhno anuiteto oziroma znesek vračila dolga in pripadajočih obresti so ljudje lahko najeli večji znesek denarja. Nepremičnine pa so sčasoma postale tako drage, da si je vedno manj ljudi lahko privoščilo »klasično« fiksno tridesetletno hipotekarno posojilo. Ta posojila so nadomestila ARM posojila s prilagodljivo obrestno mero, ki so bila cenejša. Finančne ustanove so v iskanju visokih donosov in v želji po tem, da na trg plasirajo čim več posojil, iskale vedno nove ideje oziroma nove različice teh posojil ter na ta način privabliale in odobravale posojila tudi posojilojemalcem z najslabšo kreditno sposobnostjo.

Kot smo že omenili, so ta posojila za posojilojemalce dosti bolj tvegana, saj je obrestna mera prilagodljiva, njihov položaj pa tako odvisen le od pričakovanega prihodnjega gibanja obrestnih mer. V obdobju padajočih obrestnih mer in tudi naraščajočih cen nepremičnin, to je od leta 2001 do 2004, ljudje z odplačevanjem svojih posojil niso imeli težav, saj so stara posojila z refinanciranjem odplačevali preko prodaje svojih nepremičnin, pri tem pa še nekaj zaslužili. Stvari pa so se začele zapletati z zviševanjem obrestnih mer ter padanjem cen nepremičnin, saj se je vrednost anuitet zaradi porasta LIBOR-ja močno povečala. Za refinanciranje pa vemo, da v teh zaostrenih razmerah ni več možno.

Banke in druge hipotekarne ustanove so ljudem ponujale refinanciranje že delno odplačanih hiš s fiksno hipoteko na ARM hipoteko. V okviru hibridnih ARM posojil so obstajale t.i. »teaser rates«, ki so bile v začetnem obdobju fiksne obrestne mere izredno nizke in zato zelo vabljive. Past pa je bila v tem, da so se zahtevana plačila za odplačilo posojil zaradi višanja obrestnih mer ob spremembi iz fiksne na prilagodljivo obrestno mero, povečala tudi za več deset odstotkov. Tudi druge različice teh posojil, kot so npr. ARM posojila z možnostjo plačila, so bila na začetku za posojilojemalce precej ugodna in mikavna, vendar zavajajoča ter s tem zanje usodna. Nudila

so namreč možnost, da jih na začetku, to je prvih nekaj let, plačujejo v okviru svojih zmožnosti oziroma želja, preostanek pa se prišteje k glavnici. Plačati ni bilo potrebno niti celotnih obresti. Začetne obrestne mere so bile le 1% in tako se je bilo takšni ponudbi zares težko odreči. Po izteku določenega časa ali pa takrat, ko skupen dolg preseže določen odstotek glavnice, pa veljajo enaka pravila kot pri navadnem ARM posojilu. Ocene kažejo, da 16% posojiljemalcev posojil »Alt-A«, ki so bila odobrena od januarja 2006, zamuja z odplačili za več kot dva meseca, zamude pa bodo naslednje leto še večje ter se bodo nadaljevale do leta 2011, kolikor traja obdobje prilagajanja obrestnih mer, to je tri do pet let (Lordon, 2008, str. 6).

Veliko posojilodajalcev je zaradi doseganja večjega zaslužka ponujalo možnost predčasnega odplačila hibridnega hipotekarnega posojila, z začetno dveletno fiksno obrestno mero, šele v tretjem ali petem letu. Posojiljemalci so bili tako izpostavljeni obdobju, za katerega niso vedeli, kako se bo obrestna mera dejansko gibala, saj je bila takrat že prilagodljiva, in ko se je obrestna mera začela zviševati in so ARM obroki silno narasli, so bili ljudje v veliki dilemi, ali še naprej odplačevati posojilo, ki si ga ne morejo privoščiti, ali pa plačati visoko premijo za predčasno odplačilo. V vsakem primeru je koristila imela banka (Adjustable rate mortgage, 2008).

Zaradi padanja cen nepremičnin refinanciranje hipotekarnih posojil ni bilo več možno tako kot v preteklosti, zato so posojiljemalci z možnostjo refinanciranja odlašali, nazadnje pa so imeli mnogo višje stroške hipotekarnega posojila, kot so jih pričakovali ob sklenitvi posojilne pogodbe (Crouhy & Turnbull, 2008, str. 6-7). Posojiljemalci so tako imeli vse večje težave z odplačevanjem svojih posojil. Za veliko hibridnih ARM posojil, ki so bila izdana v letu 2005, je nastopil datum preoblikovanja iz fiksne v prilagodljivo obrestno mero v letu 2007, kar je še povečalo zamude in predčasne prekinitve hipotekarnega financiranja drugorazrednih posojil. V težavah so se znašle različne strukture, ki so lahko delovale le v razmerah trajne rasti povpraševanja in cen (Kregel, 2008, str. 18).

2.4 Neustrezno upravljanje s tveganji

Verjetno najbolj usodno pa je to, da so trgi ranljivi na obnašanje ljudi, ekonomski subjekti pa se zdi, da so v globalni mreži ugodnih poslovnih priložnosti pozabili na upravljanje s tveganji. »Vse skupaj poganja zgolj sla po donosih in strah pred upadom trgov« (Kovač, 2007). Dodatno težavo pa predstavlja tudi pomanjkanje nadzornih mehanizmov in nepreglednost trgov zaradi velikega števila igralcev in instrumentov (Kovač, 2007).

Rast borznih indeksov je bila v letu 2007 rekordna, negativni zdrs vsaj dvakrat na leto pa je normalna reakcija uravnoteženja. V nasprotju s preteklimi izkušnjami in velika težava pa je v tem, da so zdrsi dramatični, vzponi pa postopni. Posamezniki in profesionalni investitorji so pripravljene več tvegati, ker menijo, da je globalno gospodarstvo zdravo, da imajo več informacij in lažje izhode, kar dokazuje tudi ekonomska psihologija na globalnih finančnih trgih. Na morebitne težave reagirajo bolj nervozno in hitro, ker verjamejo v globalne izhode (Kovač, 2007).

Cena tveganja vrednostnih papirjev je vzporedno z okrevanjem ameriškega gospodarstva začela padati. Kot smo omenili, so vzroki za spreminjanje cene tveganj tudi psihološki, saj so vlagatelji postali bolj optimistični in pripravljene prevzeti večje tveganje. V tržni ceni vrednostnih papirjev

se natančne vrednosti tveganja seveda ne vidi, ocenjeno pa je bilo, da je upadla na zgodovinsko najnižje ravni (Usenik, Intervju: Zakrajšek, 2007).

2.4.1 Odpoved modelov za ocenjevanje tveganj ter pomanjkanje nadzornih mehanizmov

Več mesecev po nastanku krize še vedno ni bilo ocen o njenih razsežnostih. Ta nepreglednost pa je preprečila tudi učinkovit krizni menedžment. Preveč optimistična pričakovanja glede dobičkov, obrestnih mer ter makroekonomskih kazalcev so bila razlog za ohlapne pogoje pri izdajanju posojil. Banke so prevzele tveganja, za katera niso imele ustreznega kapitalskega kritja, preglednost pri objavi podatkov o prevzetih tveganjih pa ni bila zadostna. Zdi se, da je odpovedal notranji nadzor bank in da sistemi, po katerih banke ocenjujejo tveganja, niso več ustrezni. Vprašanje je, ali imamo neustrezne zakone in predpise, ki določajo postopke upravljanja in način delovanja bank, in ali jih je premalo, ali pa jih le-te ne upoštevajo dovolj dosledno. Prav tako je vprašanje, ali bi doslednejša uveljavitev zakonodaje res omogočila, da bi te težave zaznali. Že sedanja evropska zakonodaja naj bi zadovoljivo urejala veliko področij, vendar pa je težava v tem, da veliko bank ni ustrezno izvajalo predpisov, nadzor pa je očitno ostal le želja (Kocbek, 2008).

Zadnja leta se je finančni sektor zelo intenzivno razvijal, predvsem v ZDA, kjer je že dolgo v ospredju tržni model financiranja. Temu bi morali slediti tudi predpisi. Poznamo dva modela financiranja prebivalstva. Prvi je klasični način financiranja. To je model kreditnega odnosa, kjer banka zbira depozite ter daje kredite prebivalstvu in podjetniškemu sektorju. Drugi pa je tržni model, ki se izvaja s prenosom terjatev na druga podjetja, ki te terjatve listinijo, kar smo razložili že v prejšnjem poglavju. Večinoma izdajajo obveznice, ki jih prodajajo na sekundarnem finančnem trgu. Tako imamo na eni strani klasične bančnike, ki upoštevajo, da bodo banke same plačale stroške, če bodo odobravale slaba posojila, na drugi strani pa finančnike, ki oblikujejo vedno nove proizvode v skladu s potrebami investitorjev. Ti finančni instrumenti pa so tako zapleteni, da je skoraj nemogoče ugotoviti, kakšno je njihovo tveganje. Problem je v tem, da oboji finančniki delajo v isti banki, medseboj pa ne komunicirajo in se ne usklajujejo, kar sega vse do uprave. Posledica tega je, da se nazadnje ne ve več, kakšna tveganja je banka dejansko prevzela, saj tveganja v bilanci do sedaj niso bila jasno razvidna (Kocbek, 2008).

2.4.1.1 »Bančni sistem v senci«

V zadnjih desetih letih se je predvsem na ameriškem in tudi evropskem finančnem trgu pojavilo veliko število novih finančnih institucij, ki ponujajo posojila ter finančne instrumente v najrazličnejših novih različicah. Februarja leta 2007 je širša javnost prvič slišala za t.i. »sub-prime« ali drugorazredni segment trga hipotekarnih posojil, prav tako se do poletja tega leta zunaj ozkih finančnih krogov ni dosti govorilo o ustanovah SIV in strukturiranih finančnih instrumentih CDO (Doles, Jelovčan & Kastelic, 2008, str. 58).

Gre namreč za t.i. »bančni sistem v senci« (angl. »*shadow banking system*«), kot ga nekateri imenujejo, ki je nekakšen parabančni sistem, ki po zakonu ne spada pod nadzor bančnih regulatorjev, kot so Zvezne Rezerve (Doles et al., 2008, str. 58). Sestavljajo ga nebančne finančne institucije, kot so SIV, investicijski skladi (skladi tveganega kapitala – hedge skladi in pokojninski skladi), skladi denarnega trga, zavarovalnice, investicijske banke, hipotekarni

posredniki itd., ki si prav tako kot banke kratkoročno sposojajo likvidna sredstva, na dolgi rok pa investirajo oziroma odobravajo nelikvidna posojila.

Zaradi razvoja tehnik za prenos kreditnega tveganja in izkoriščanja možnosti za kapitalsko arbitražo se je vse več bančnega tveganja prenašalo na nebančne finančne institucije. Finančni analitiki in regulatorji so potencialni dejavnik tveganja videli prav v izkoriščanju regulatornih razlik med bančnimi in nebančnimi institucijami, med katerimi je zaradi kapitalске arbitraže pretežno potekal prenos kreditnega tveganja. Nebančne institucije se lahko z uporabo kreditnih derivativov spretno izognejo običajnemu bančnemu nadzoru, pri čemer morajo banke izpolnjevati minimalne kapitalске zahteve za primer nepričakovanih izgub. Banke so namreč ključne za finančno stabilnost, zato so pod strogim nadzorom in regulativo centralne banke, ki jim v primeru likvidnostnih težav priskoči na pomoč kot posojilodajalec v skrajni sili, česar pa nedepozitne institucije niso deležne. Tako lahko v razmerah, ko na trgu primanjkuje likvidnosti, te ustanove, v kolikor ne morejo refinancirati oziroma obnoviti svojih kratkoročnih obveznosti, propadejo. Poleg tega so banke za ocenjevanje kreditnega tveganja ponavadi dobro usposobljene. Imajo posebne organizacijske enote, ki se ukvarjajo z ocenjevanjem in spremljavo kreditne sposobnosti strank, medtem ko nebančne institucije teh znanj in ljudi nimajo. Zato se ponavadi niti ne zavedajo, kakšna tveganja pravzaprav prevzemajo. Zaradi tega se zanašajo na bonitetne ocene agencij za ocenjevanje, pri čemer morajo poznati in razumeti metodologijo izbrane agencije in njene omejitve, za kar pa potrebujejo ustrezna znanja (Janevska, 2004, str. 6). Težava je torej v tem, da denarja niso posojale samo banke, temveč tudi te nebančne finančne ustanove, ki jih je zelo težko nadzirati, sam nadzor pa je bil tudi pomanjkljiv (Klemenčič, Intervju: Zakrajšek, 2008a). Ameriška centralna banka in drugi regulatorji so bili prepričani, da bo trg vse uredil sam. Zato so lahkomišelnost opustili regulacijo finančnega sistema.

V skladu z razvojem finančnega sektorja, pri čemer nastajajo vedno bolj komplicirani finančni instrumenti in tehnike za prenos kreditnega tveganja, bi se moral razvijati in izboljševati tudi sistem za upravljanje s tveganji, tako z vidika uporabe naprednih kreditnih modelov kot z vidika ustrezne tehnološke podpore, ki omogoča spremljavo in kontrolo tveganj, povezanih s prenosom kreditnega tveganja (Janevska, 2004, str. 6).

Zlom nepremičninskega trga je bil že nekaj časa napovedan, zato so centralne banke in finančni nadzorniki banke opozarjali, da bi morale biti pri sprejemanju tveganj previdnejše. Mednarodni denarni sklad – MDS (angl. *International monetary fund*; v nadaljevanju tudi IMF) je že leto poprej, preden je kriza dejansko izbruhnila, opozarjal, kakšne posledice ima lahko zlom na trgu nepremičnin v ZDA. Opozorila so bila sicer splošno znana, vendar pa jih ni nihče upošteval, saj niso vsebovala ocen tveganj finančnih svežnjev, ki so temeljili na tveganjih posojilih, ki so jih odobraval banke in druge hipotekarne ustanove (Kocbek, 2008). Novi finančni produkti so namreč postali tako zapleteni, da tudi same oblasti niso mogle oceniti tveganja in so se začele zanašati na metode ocenjevanja tveganja bank, podobno pa so tudi bonitetne agencije svoje ocene postavljale na ocenah izdajateljev teh papirjev (Soros, 2008).

2.4.1.2 Filozofija prostega trga

Zadnja desetletja, to je od začetka osemdesetih let prejšnjega stoletja, je v ZDA vladala politično - gospodarska filozofija z mešanico trdih konzervativnih vrednot in radikalnega neoliberalizma,

ki se je opiral na neoklasično ekonomsko teorijo Milтона Friedmana in drugih pristašev Čikaške šole, po kateri ima trg vedno prav, kakršnokoli državno omejevanje pa naj bi bilo a priori slabo. Ta filozofija je produkt pohlepnega in sebičnega menedžmenta, podprtega z neodgovornostjo politikov in sodelovanjem centralnih bankirjev, ki si je sčasoma prigrabil nenormalno velike dobičke. V zadnjih petindvajsetih letih se je delež profitov ameriške finančne industrije v ustvarjenem BDP pošesteril in dosegel tretjino vseh podjetniških dobičkov (Repovž, 2008). V t.i. »fundamentalističnem« kapitalizmu velja prepričanje, da trgi težijo k ravnovesju, za skupni interes pa je najboljšo prizadevanje za lastno korist. Pri tem pa naj bi šlo za napačno razumevanje, saj zlomov finančnih trgov niso preprečevali trgi, temveč intervencije oblasti (Soros, 2008).

Eden največjih teoretikov finančnih kriz¹¹, Hyman Minsky, je postavil hipotezo, da so vzroki za finančne krize v časih nadpovprečne gospodarske rasti, ko denarni tokovi podjetij začnejo presežati obveznosti do dolžnikov in delničarjev (Abramovič, 2008a). Tedaj je s strani menedžerjev prisotna nagnjenost k špekulativnemu investiranju. S presežnimi denarnimi sredstvi prevzemajo nadpovprečna tveganja, saj lahko le na ta način še naprej dosežajo nadpovprečne rezultate in pridobivajo visoke plače in nagrade, ob redkih odslovitvah pa visoke odpravnine ne glede na uspešnost bank. Pri nadaljnjem prevzemanju tveganj zaradi nadaljevanja zelo dobrih gospodarskih razmer pa tekoči denarni tokovi pogosto ne zadoščajo več za pokrivanje tekočih finančnih obveznosti (Ponzi financiranje). Tedaj za stečaj izdajatelja zadošča že zastoj v rasti novega zadolževanja in ne nujno slabše poslovanje, pri čemer je samo še vprašanje časa, kdaj pride do poka balona (Abramovič, 2008a).

2.4.2 Nezanosljivost bonitetnih agencij

Poslanstvo bonitetnih agencij je, da podajo neodvisno mnenje o kreditni sposobnosti različnih izdajateljev vrednostnih papirjev in posojilojemalcev ter na tej osnovi objavijo svojo oceno njihove sposobnosti, da bodo redno in v celoti izpolnili vse obveznosti (Kovač, 2002, str. 7). Njihova posebna vloga se kaže na trgih listinjenja, kjer zagotavljajo kreditno oceno primarnega premoženja, nudijo informacije o strukturnih značilnostih obveznic ter sodelujejo pri njihovem oblikovanju. Učinkovite, neodvisne in verodostojne bonitetne agencije, ki razvijajo modele za ocenjevanje in spremljanje kreditnih tveganj ter zagotavljajo ključne informacije, imajo tako prednostni pomen pri razvijanju teh trgov (Ljubanović, 2005, str. 22). Pri analiziranju posameznega posojila ali paketa posojil morajo običajno preučiti strukturo listinjenja, kvaliteto vodenja finančnega premoženja, kreditno tveganje konkretnega paketa finančnega premoženja in kombinacijo zvišanja bonitete ocene finančnega instrumenta (Bajraktarevič, 2001, str. 59). Visoke bonitetne ocene pomenijo za investitorje nizko stopnjo tveganja, zato izdajateljem omogočajo pridobitev ugodnejših finančnih sredstev po nižji obrestni meri (Ljubanović, 2005, str. 22).

V našem primeru velik del krivde za nastalo krizo nosijo tudi agencije za oceno tveganj. Vrednostnim papirjem, izdanim na podlagi hipotekarnih posojil, tudi najbolj tveganih

¹¹ Obstaja več definicij finančne krize: več kot 30% padci cen finančnih naložb; finančne naložbe postanejo nelikvidne; množičen »beg« vlagateljev in umik njihovih naložb s finančnega trga (panika); simultana kriza na več različnih finančnih trgih hkrati. Pogosta značilnost finančne krize, nujna za njeno dolgotrajnost, pa je tudi znaten vpliv na realno ekonomijo (Abramovič, 2008a).

drugorazrednih, so namreč dodeljevale ocene za prvovrstno boniteto, na katere pa so se vlagatelji preveč zanašali. Bonitetne hiše so nato pri natančni raziskavi ozadja omenjenih vrednostnih papirjev ugotovile svojo zmotu, in tako so razne CDO-strukture, ABS produkti in podobni vrednostni papirji čez noč postali slabše ocenjeni, kar je povzročilo pravi preplah na trgu, čeprav je bila zadeva nekako pričakovana (Špenko, 2008).

Bonitetne agencije postavljajo svoje ocene predvsem na izboljšani kakovosti izdaje strukturnih produktov, premalo pa na dejanski kreditni sposobnosti posojilojemalcev (Kregel, 2008, str. 16), saj njihove ocene temeljijo na podatkih in dokumentaciji o kreditni sposobnosti posojilojemalcev, ki jih pridobijo izdajatelji finančnih instrumentov, na katere se zanašajo in katerih kvalitete ponavadi same ne preverjajo (Crouhy & Turnbull, 2008, str. 10). Ne glede na drugačne značilnosti tveganja strukturiranih produktov v primerjavi s podjetniškimi obveznicami, bonitetne agencije uporabljajo iste ocenjevalne kategorije (Policy Statement on Financial Market Developments, 2008, str. 14). Potrebno je vedeti, da te agencije merijo možnost, da dolžnik dolga ne bo poravnal, ne odgovarjajo pa za podatke, ki jih dobijo za ocenjevanje, in tudi ne za uporabo svojih ocen. Tu je prisoten konflikt interesov, in prav zaradi tega so agencije odpovedale. Čeprav nastopajo kot neodvisni ocenjevalci, sodelujejo s finančnimi institucijami pri oblikovanju svežnjev, ki jih kasneje ocenjujejo (Kocbek, 2008).

Finančni instrumenti, ki nastajajo pri listinjenju, imajo ločeno in običajno tudi višjo bonitetno oceno od originatorja, saj so finančni instrumenti zavarovani s premoženjem in niso izpostavljeni stečaju originatorja. Hipotekarni finančni instrumenti, ki jih izdajajo vladne agencije imajo zaradi jamstva države najvišjo bonitetno oceno, katerim bonitetne agencije ne pripisujejo kreditnega tveganja (Rupnik, 2008, str. 26-27).

2.5 Prenos krize v mednarodno finančno okolje

Kriza ameriškega trga drugorazrednih hipotekarnih posojil se je hitro spremenila v globalno krizo likvidnosti, čeprav je bilo teh posojil dejansko razmeroma malo, le od trinajst do petnajst odstotkov. Razlog je bil v tem, da so se z listinjenjem drugorazrednih hipotekarnih posojil kreditna tveganja, povezana z njimi, razširila po vsem svetu.

2.5.1 Preskok krize od segmenta drugorazrednih hipotekarnih posojil na institucionalne investitorje

Z zlomom nepremičninskega trga se je zlomil tudi trg izvedenih finančnih instrumentov, ki so temeljili na drugorazrednih hipotekarnih posojilih. Ko je cena nepremičnin padla, je padla tudi vrednost hipotek, s tem pa tudi vrednost teh finančnih instrumentov.

Z nezmožnostjo odplačevanja posojil so se hipotekarna posojila od posojilojemalcev začela vračati k posojilodajalcem (Kregel, 2008, str. 19). Na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil je prihajalo do predčasnih prekinitev hipotekarnega financiranja, pri čemer so bili posojilojemalci prisiljeni prodajati svoje nepremičnine po nižji ceni od tržne. Zaradi predčasnih odplačil posojil in nezmožnosti poravnavanja finančnih obveznosti s strani posojilojemalcev, se je vrednost drugorazrednih hipotekarnih instrumentov znižala in tako so bili vlagatelji v podrejene razrede CMO prvi, ki so se soočili z izgubami (točka 1.2.1). Izguba zaupanja se je naprej prenesla tudi na vlagatelje prvovrstnih vrednostnih papirjev (AAA razredi), ki pa dejansko niso izgubili nobenega

denarja (Mah-hui Lim, 2008, str. 4). Vlagatelji s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev so bili razpršeni po vsem svetu. Nihče pa ni vedel, kje so dejansko bili ti instrumenti in z njimi povezana tveganja. Nadaljnje listinjenje hipotekarnih posojil je zaradi nezanimanja vlagateljev zamrlo, kar je povzročilo dodatne izgube (Kregel, 2008, str. 19). Zaradi likvidnostnih težav so morali v juniju in juliju 2007 številni »hedge« skladi ustaviti izplačila svojim vlagateljem, in tako so v teh okoliščinah propadli mnogi ponudniki drugorazrednih hipotekarnih posojil.

Z nadaljnjim padanjem vrednosti nepremičnin in cen CMO so postale bonitetne agencije bolj pozorne na situacijo. Pri natančnem pregledu ozadja omenjenih instrumentov so ugotovile svojo zmoto glede postavljanja previsokih bonitetnih ocen. Junija 2007 so se tako ocene številnih finančnih instrumentov, podprtih s hipotekarnimi posojili, znižale (Kregel, 2008, str. 19). Zaradi vsesplošnega zanašanja vlagateljev na bonitetne ocene agencij, je ob zniževanju bonitetnih ocen določenih produktov prišlo do splošnega nezaupanja oziroma sindroma okužbe, ki se je iz ožjega segmenta MBS in CMO razširilo na širši segment ABS (Ameriška finančna kriza 2007/08, 2008). Vlagatelji so izgubili zaupanje v bonitetne ocene tudi tistih zapletenih strukturiranih produktov, ki niso bili neposredno povezani s trgom drugorazrednih hipotekarnih posojil. Z umikanjem vlagateljev s trga strukturiranih produktov, se je le-ta krčil, s tem pa se je pokazal pomemben likvidnostni pritisk na večje ameriške in evropske finančne institucije (Policy Statement on Financial Market Developments, 2008, str. 8-9). Posledično se je povečalo povpraševanje po netveganih naložbah oziroma državnih obveznicah, kar je znižalo njihovo donosnost (beg h kakovosti investorjev) (Crouhy & Turnbull, 2008, str. 18).

Pomanjkljivo poznavanje obsega in lokacije tveganj je povzročilo zmanjšanje likvidnosti in negotovost med finančnimi ustanovami. Številne finančne ustanove so bile tudi zaradi pomanjkanja sekundarnega trga za nekatere vrednostne papirje prisiljene ponovno ovrednotiti svoje finančne naložbe, pri čemer so morale nekatere banke močno zmanjšati njihovo vrednost v svojih bilancah stanja. Zmanjšana likvidnost, ki jo je spodbudila negotovost na trgu, je povzročila zmanjšanje ponudbe kreditov najprej na ameriškem, nato pa še na evropskem kreditnem trgu.

2.5.2 Preskok krize od institucionalnih investitorjev na medbančni trg

Nezaupanje SIV in njihovo povečano povpraševanje po kreditnih linijah sta bila med poglavitnimi vzroki povpraševanja po likvidnosti (Doles et al., 2008, str. 59). Poglavitni del financiranja SIV ustanov predstavlja izdaja kratkoročnih komercialnih zapisov (v nadaljevanju ABCP), podprtih s terjatvami¹², od katerih je bil le del vezan na ameriške »sub-prime« hipotekarne obveznice. Investitorji so se v teh negotovih razmerah zatekli k državnemu dolgu, trg »ABCP« se je posledično krčil, SIV pa ob zapadlosti niso mogli poplačati kupcev svojega dolga. Zaradi pritiskov upnikov so se nekateri SIV odločili za razprodajo svojih naložb po zelo nizki ceni (ang. *fire sale*), ob tem pa se je pokazalo, da je ta trg zelo nelikviden, gre pa tudi za komplicirane instrumente, ki jih je težko vrednotiti (Doles et al., 2008, str. 59). Številni SPV, ki so izdajali ABCP, so tako zaradi bega h kakovosti s strani investitorjev, zašli v likvidnostne težave.

¹² »Program s premoženjem kritih komercialnih zapisov (program »ABCP«) pomeni program listinjenj, iz katerega izdani vrednostni papirji so pretežno v obliki komercialnih zapisov s prvotno zapadlostjo do enega leta ali manj« (Direktivi Evropskega parlamenta in Sveta, 2004, str. 106).

SPV, ki so izdajali ABCP, so imeli implicitno garancijo nekaterih evropskih bank (pogojne obveznosti (angl. *contingent liabilities*)¹³ bank do institucionalnih investitorjev) (Ameriška finančna kriza 2007/08, 2008). Banke so tem ustanovam na pomoč priskočile v obliki kreditnih linij ali pa s tem, da so vzele sredstva nazaj v svoje bančne bilance. Zaradi nižjih bonitetnih ocen in večje ponudbe je cena CDO finančnih produktov močno padla, njihovi kupci pa so finančne ustanove z vsega sveta, ki se sedaj spopadajo z velikimi izgubami. K nakupu teh vrednostnih papirjev so jih spodbudili višji obljubljeni donosi teh papirjev ter ugodne ocene bonitetnih agencij, na višja tveganja pa se je v tej lakomnosti po doseganju visokih donosov kar pozabilo. Odpisovanje sredstev zaradi izgub in prelaganje posojil nazaj v bilance pa ima za posledico nižjo kapitalsko ustreznost bank, zaradi česar se morajo banke z največjimi izgubami dokapitalizirati. (Doles et al., 2008, str. 59).

Zaustavitev trga sekuritizacije nekaterim bankam onemogoči, da bi se znebile finančnih tveganj, povezanih s financiranjem prevzemov in odkupov podjetij. Zaradi povečanja negotovosti glede potencialne realizacije dodatnih pogojnih obveznosti, so imele banke vse večje potrebe po likvidnosti. Kriza zaupanja med bankami (problem napačne izbire - angl. *adverse selection*) povzroči pomanjkanje ponudbe likvidnosti na medbančnem trgu in vodi v zaostrovanje pogojev kreditiranja. K večjim težavam pa v zaostrenih finančnih razmerah prispeva tudi večje povpraševanje po likvidnosti s strani nefinančnih podjetij (Ameriška finančna kriza 2007/08, 2008).

3 POSLEDICE IN RAZSEŽNOSTI KRIZE

Sedanja velika finančna kriza se od prejšnjih kriz loči že po dolžini, saj traja že od sredine leta 2007. Priča smo različnim pretresom in anomalijam na trgih, do katerih običajno ne prihaja in so zelo strah vzbujajoči, saj je zaradi tega na kocki celotno svetovno gospodarstvo in s tem nenazadnje tudi blaginja malega človeka.

Na finančnih trgih vlada splošna negotovost in pomanjkanje likvidnosti. Premije za tveganje so se močno povišale, borzni indeksi so povsod po svetu padli, na valutnih trgih smo bili priča padanju vrednosti dolarja. Ljudje niso zmožni odplačevati svojih posojil, banke in druge finančne institucije pa imajo velike likvidnostne težave. Zaradi velikih izgub ena za drugo propadajo ali so poddržavljene. Ameriško realno gospodarstvo je zapadlo v recesijo, nevarnost pa je predstavljal globalni inflacijski val, ki je dobival grozeče stagflacijske¹⁴ razsežnosti. Ameriška finančna kriza je postala globalna finančna in gospodarska kriza¹⁵, ki je za sabo potegnila ves svet. Sedaj recesija grozi Evropi, velik vpliv pa bomo posledično čutili tudi v Sloveniji.

¹³ »Pogojna obveznost je: možna obveza, ki izhaja iz preteklih dogodkov in katere obstoj potrdi samo pojavitev ali nepojavitev enega ali več negotovih prihodnjih dogodkov, ki jih podjetje ne obvladuje v celoti; ali sedanja obveza, ki izhaja iz preteklih dogodkov, vendar se ne pripozna, ker: ni verjetno, da bo pri poravnavi obveze potreben odtok dejavnikov, ki omogočajo gospodarske koristi; ali zneska obveze ni mogoče izmeriti dovolj zanesljivo« (Mednarodni računovodski standardi, 2003, str. 325).

¹⁴ »Stagflacija je stanje trgov, ko je gospodarska rast bistveno upočasnjena ob naraščajoči inflaciji in nezaposlenosti, kar privede do recesije« (Grm, 2008).

¹⁵ Po definiciji je ekonomska kriza točka v cikličnem gibanju gospodarstva, kjer pride do vrhunca motnje produkcije, ki se najprej odraza v ekonomiji, kasneje pa zajame vse sfere družbenega življenja. Vzroki za nastanek ekonomske krize so bili v predkapitalističnem obdobju ponavadi premajhna proizvodnja, slabe letine itd., v novejšem času pa obstaja več teorij, ki razlagajo nastanek in pojav ekonomskih kriz (Srđić, 1975, str. 281-284).

3.1 Splošno nezaupanje v finančne trge

Križa je povzročila splošno nezaupanje v finančne trge. Bonitetne agencije so začele korenito zniževati bonitetne ocene vrste družb in sprožile ugibanja o zanesljivosti vrednotenj tveganj.

Znižanje bonitet različnih strukturiranih finančnih instrumentov, ki so temeljili na posojilih, je privedlo do razprodaje tovrstnih papirjev na trgu. Investitorji so bežali od tveganih naložb, trg strukturiranih finančnih produktov pa je omrtvel. Povečalo se je povpraševanje investitorjev po naložbah v varne, državne vrednostne papirje. Posledično se je njihova cena močno povečala, donosnost pa zmanjšala.

Poleg navala investitorjev v varne naložbe se je na trgu precej povečala negotovost ter nezaupanje med finančnimi subjekti po vsem svetu, predvsem med bankami. Zaradi odpisov in ponovnega vrednotenja dvomljivih naložb bank, so se njihove kapitalske rezerve zmanjšale. Več milijardni odpisi posojil največjih svetovnih bank so povzročili zmanjšanje kreditnega potenciala in pripravljenost bank za posojanje, kar je povzročilo zaostritev pogojev posojanja. To pa je vplivalo tudi na zmanjšanje potenciala rasti (Report on Enhancing Market and Institutional Resilience, 2008, str. 6). Zaradi špekulacij, da se bo posojilna kriza še poglobljala in povzročila še več stečajev finančnih institucij, banke sedaj niso več pripravljene posojati sredstev vsakomur, oziroma v zameno zanje zahtevajo visoke obrestne mere.

Posledično se je raven medbančnih obrestnih mer (EURIBOR in LIBOR), po katerih si banke med seboj posojajo denarna sredstva v evrih in dolarjih, močno povišala, s tem pa se je povečala tudi razlika med temi obrestnimi merami in obrestno mero centralne banke. Povprečna vrednost 3-mesečnega EURIBOR-ja se je v obdobju od avgusta leta 2007 do 17. septembra 2008 (stečaj Lehman Brothers), v primerjavi z obdobjem od začetka leta 2007 do konca julija 2007 pred začetkom finančne krize, povzpela s 3,983 na 4,733, povprečna razlika med 3-mesečnim EURIBOR-jem in obrestno mero Evropske centralne banke (v nadaljevanju tudi ECB), pa za 43 bazičnih točk, na 0,69 (Priloga 2) (Bednaš et al., sept. 2008, str. 10). Banke svoje depozite raje hranijo pri centralnih bankah, namesto, da bi jih pri teh visokih obrestnih merah posodile drugim bankam.

Če so se v preteklosti medbančne obrestne mere gibale izključno zaradi pričakovane monetarne politike centralnih bank, je postalo od začetka te krize pomemben faktor tudi kreditno tveganje. Razliko med LIBOR obrestno mero in obrestno mero kratkoročnih ameriških zakladnih menic (angl. *T-bills*) kaže t.i. »TED spread«, ki se izračuna iz razlike med 3-mesečnim LIBOR-jem in 3-mesečno zakladno menico. Je pokazatelj zaznanega kreditnega tveganja v splošni ekonomiji. Ameriške zakladne menice so naložbe brez tveganja, LIBOR pa predstavlja kreditno tveganje komercialnih bank. Zviševanje tega kazalnika pomeni, da posojilodajalci pričakujejo večje tveganje nevrčila medbančnih posojil (tveganje neizpolnitve nasprotne stranke, angl. *counterparty risk*). Banke zato v zameno zahtevajo višjo obrestno mero ali pa sprejmejo nižji donos na varno naložbo, kot so zakladne menice. 17. septembra 2008 je »TED spread« presegel rekordno vrednost 300 bazičnih točk, ki jo je dosegel na t.i. Črni ponedeljek 1987. 10. oktobra 2008 pa je le-ta znašal že 465 bazičnih točk (TED spread, 2008).

3.1.1 Zaostrovanje pogojev na posojilnih trgih - zviševanje premij za kreditno tveganje

Zviševanje ravni medbančnih obrestnih mer in visoki pribitki na obrestne mere, kar je posledica splošne negotovosti in nezaupanja na finančnih trgih ter nenaklonjenosti kreditnemu tveganju, se je posledično odrazilo v dražjih posojilih podjetjem in ostalim komitentom.

Z zviševanjem premij za kreditno tveganje so postale obrestne mere za bolj tvegane naložbe precej višje, kot bi bile v normalnih razmerah, kar je posledica »bega h kakovosti« (Ameriška finančna kriza 2007/08, 2008). Hipotekarna podjetja zahtevajo za tiste, ki želijo pridobiti hipoteko za hišo, visoke in stalne prilive ter brezhibno kreditno zgodovino. To pomeni, da hipoteke ne dobijo tisti, katerih kreditni račun je več kot enkrat letno v minusu (Klemenčič, 2008b).

V evrskem območju kažejo od tretjega četrletja 2007 naprej na poslabšanje posojilnih pogojev ter manjšo razpoložljivost posojil izsledki ECB Bank Lending Survey. V drugem četrletju 2008 se je to poslabšanje nekoliko zmanjšalo, glede na zdajšnje dogodke pa lahko pričakujemo, da bo zaostritev na posojilnih trgih še občutnejša (Bednaš et al., sept. 2008, str. 10).

Zaostrovanje pogojev na posojilnih trgih je vplivalo na »hedge« sklade, dostopnost hipotekarnih posojil, javno razprodajo obveznic in poslovna posojila (Crouhy & Turnbull, 2008, str. 25). Zaostrjeni pogoji zadolževanja nefinančnih podjetij zavirajo investicije ter s tem predstavljajo veliko nevarnost za globalno upočasnitev rasti.

3.2 Poglavljanje krize na trgu nepremičnin in hipotekarnih posojil

3.2.1 Padanje cen nepremičnin in gradnje novih stanovanjskih objektov

Višje obrestne mere in s tem težave na hipotekarnem trgu posojil v ZDA so povzročile manjše povpraševanje po nepremičninah ter s tem njihov presežek. Cene ameriških nepremičnin so tako prvič v devetintridesetih letih začele padati (Klemenčič, 2008b). Svoj vrh so cene dosegle v drugi polovici leta 2006, od takrat naprej pa samo še padajo.

Prodaja novih hiš in stanovanj se je v letu 2007, glede na leto 2006, zmanjšala za rekordnih 22,6%. Prodanih je bilo le 774 tisoč enot. Prodaja je decembra v primerjavi z novembrom padla za 4,7%. Padeč prodaje na letni ravni za 26,4% je tako večji od starega rekorda iz leta 1980, ko je prodaja padla za 23,1%. Cene nepremičnin so se v povprečju znižale za 10,9%, cene novogradenj pa so se dvignile za 0,2%. Prodaja stanovanj in hiš se je v letu 2007 v primerjavi z letom poprej znižala za 13%. Njihova povprečna cena pa se je znižala za 1,8% na 217.800 dolarjev, kar je prvi padeč po letu 1968, odkar je združenje nepremičninskih posrednikov začelo zbirati podatke (ZDA se soočajo z rekordnim padcem prodaje stanovanj, 2008).

Gradnja novih hiš in stanovanj se je v juliju na letni ravni zmanjšala na 965 tisoč novih enot, kar je najmanj v sedemnajstih letih, vendar pa je bilo to več od pričakovanj, ki so se gibala okrog 950 tisoč enot. Julija je gradnja novih enodružinskih hiš v primerjavi z junijem padla za 2,9%. V enem letu, to je od julija 2007 pa do julija 2008, je gradnja na letni ravni padla kar za 39,2%. Velik padeč v juliju je posledica nerealnega mesečnega skoka junija zaradi sprememb v gradbenih zakonih New Yorka, ko je število novih gradenj poskočilo za 10,4% v primerjavi s prejšnjim mesecem (V ZDA julija padeč gradnje novih stanovanj in hiš, 2008). Prodaja

nepremičnin pa se je v juliju 2008 sicer dvignila z dna, kjer je bila 17 let in kjer se je količina prodaje gibala junija. Prodaja je julija glede na mesec prej zrasla za 2,4%, sicer pa je bila glede na julij 2007 manjša kar za 35%. V letu dni so cene stanovanj padle za več kot šest odstotkov.

Nepremičninska kriza je zajela tudi Evropo in Azijo. Nepremičninski trg se je v letu 2007 začel ohlajati v večini evropskih držav. Cene nepremičnin so najprej začele padati na Irskem, v Španiji, Veliki Britaniji ter Nemčiji. Z večjo nepremičninsko krizo se soočajo v Veliki Britaniji, kjer napovedujejo, da bo zaradi velike stopnje nezaposlenosti veliko prebivalcev moralo svojo nepremičnino prodati, saj ne bodo sposobni odplačevati svojih posojil. To bo vplivalo na nadaljnjo cenitev nepremičnin in tako se lahko zgodi podoben scenarij kot v ZDA. Septembra 2008 so bile cene stanovanj v Veliki Britaniji v primerjavi s septembrom 2007 nižje za 12,4%, glede na avgust 2008 pa za 1,7% (Cene britanskih nepremičnin padajo, 2008).

3.2.1.1 Trg nepremičnin v Sloveniji

Tudi v Sloveniji trg nepremičnin kaže znake umirjanja. V medijih se pojavlja vedno več vprašanj o prihodnjih napovedih gibanja cen nepremičnin, o nepremičninskem balonu ter o vplivih svetovne finančne krize.

Pri nas naj bi šlo za povsem normalen cikel, ki je značilen za nepremičninske trge, ter naj ne bi imeli nepremičninskega balona. Povečano povpraševanje po nepremičninah je spodbudilo gradnjo novih nepremičnin, sedaj pa se zaradi vse dražjega denarja in višjih obrestnih mer za posojila povpraševanje po njih zmanjšuje, zmanjšuje se tudi povpraševanje po hipotekarnih posojilih. Da ne gre za nepremičninski balon govori tudi dejstvo, da je bila v preteklosti vzrok za dvigovanje cen nepremičnin zgolj razlika med ponudbo in povpraševanjem, in ne psihološki razlogi, ko se cene dvigujejo zaradi nerealnih pričakovanj (Puschner, 2008).

V finančnih in ekonomskih krogih prevladuje mnenje, da do zloma slovenskega nepremičninskega trga kot posledice večjega vpliva svetovne finančne krize ne bo in ne bi smelo priti. Banke so izdale zelo malo visoko tveganih posojil. Pri izdajanju posojil so bile previdne in so temeljito preverjale odplačilno sposobnost posojilojemalcev. Določeno število posojilojemalcev sicer ne bo sposobno odplačati svojih posojil. Tem bodo zaplenili premoženje, vendar njihovo število ne bo tolikšno, da bi to bistveno vplivalo na nepremičninski trg. Finančna kriza bo na trg nepremičnin vplivala zgolj posredno preko cene denarja na medbančnih trgih. Zaradi dražjih posojil in zahtevnejših pogojev bodo kupci in investitorji težje pridobili posojila, kar bo vodilo v zmanjševanje povpraševanja in ponudbe nepremičnin. Prišlo bo do upada gradnje novih nepremičnin in upada števila kupcev. Po podatkih Statističnega urada RS število izdanih gradbenih dovoljenj že upada. V prvi polovici leta 2008 se je število sklenjenih kupoprodajnih nepremičninskih poslov zmanjšalo za tretjino, čas prodaje se podaljšuje, oglaševane cene pa se znižujejo (Puschner, 2008).

Slovenski nepremičninski trg je dosegel zgornji vrh normalnega cikla in tako je pričakovati, da se bodo cene v prihodnje znižale, v kolikor ne bo nepredvidenih vplivov ali posegov (npr. s strani države). Kolikšen bo padec cen in koliko časa bo ta trajal zaenkrat še ni mogoče napovedati. V kolikor bo trg deloval brez nepredvidenih vplivov in posegov, lahko pričakujemo nihanje cen, dolgoročno povprečna rast pa bo verjetno blizu rasti inflacije (Puschner, 2008).

3.2.2 Nadaljevanje težav na hipotekarnem trgu in z njimi povezanih potencialnih obveznosti vpletenih finančnih institucij

3.2.2.1 Pričakovano nadaljevanje neplačil hipotekarnih dolgov

Leta 2007 so posojilodajalci skupaj zabeležili 1,5 milijona (v nadaljevanju mio) postopkov izvršb, medtem ko jih je bilo leta 2005 in 2006 manj kot milijon. Od teh jih je bila kar polovica izvršb namenjena drugorazrednim hipotekarnim posojilom, ki so jih dobivali ljudje s slabo kreditno preteklostjo oziroma revnejši, vzrok pa so bile obrestne mere, ki so bile na začetku izredno nizke, ali pa jih sploh ni bilo (Bernanke svari pred nadaljevanjem hipotekarne krize, 2008).

Aprila 2008 je bilo v ZDA zaradi neplačevanja obrokov hipotekarnih posojil pred izvršbo 65% več domov kot aprila 2007 in štiri odstotke več kot marca 2008, kar ustreza nad 243 tisoč hišam in stanovanjem. Največ domov pred izvršbo je bilo v Nevadi, Kaliforniji, Arizoni in na Floridi. Odločbo o izvršbi je aprila 2008 dobilo eno od 519 gospodinjstev v ZDA, do dejanske zaplembe pa je prišlo v 54.500 primerih. V Nevadi, kjer je položaj najslabši, pa so dobili odločbo o izvršbi v enem od 146 gospodinjstev (Težave s hipotekami in zaplembami hiš, 2008). V obdobju med aprilom in junijem 2008 se je število zahtev za odvzem hiš pod hipoteko, v primerjavi z enakim obdobjem v letu 2007, več kot podvojilo. Julija 2008 je bilo po podatkih podjetja Realty Trac (2008) že vsako 171. gospodinjstvo v eni izmed faz, da ostane brez hiše, kar je za 121% več kot leta 2007 in 14% več kot v prvem četrtletju 2008. Povečano število zaseženih nepremičnin pa skupaj z neprodanimi nepremičninami še dodatno znižuje njihove cene.

3.2.2.2 Pričakovano nadaljevanje odpisov terjatev in stečajev vpletenih finančnih institucij

Ameriška nepremičninska in hipotekarna kriza je močno prizadela več ameriških bank, ki jim grozi stečaj. Do julija 2008 je ameriška denarna oblast sestavila seznam devetdesetih bank. Njihovih imen ne bodo razkrili, saj se bojijo navala varčevalcev.

Spomladi leta 2007 se je ob puku hipotekarnega balona v ZDA pokazalo prvo znamenje krize, ko je bankrotirala prva večja hipotekarna ustanova v ZDA. Marca 2008 je investicijska banka Bear Stearns ob pomoči ameriške centralne banke prešla v last finančnega koncerna J.P. Morgan Chase. Julija 2008 sta se v težavah znašli največja stanovanjska hranilnica Indynamic, ki so jo poddržavili, in največji ameriški ponudnik hipotekarnih posojil Countrywide, ki jo je prevzela največja ameriška poslovna banka, Bank of America. V septembru 2008 sta bili nacionalizirani dve največji hipotekarni finančni ustanovi, Fannie Mae in Freddy Mack. 15. septembra 2008 pa je svet pretresla novica o objavi stečaja četrte največje ameriške investicijske banke Lehman Brothers, ki se je z milijardnimi izgubami že dolgo le s težavo držala nad vodo. Tudi največja ameriška investicijska banka Merrill Lynch, ki je svetovno najbolj znana, se je znašla v težavah zaradi milijardne izgube ter krepkega znižanja vrednosti njenih delnic. Prodali so jo poslovni banki Bank of America. Na borzi na Wall Streetu tako namesto petih kotirajo le še delnice dveh neodvisnih investicijskih bank – Goldman Sachs in Morgan Stanley.

V Evropi se je vse začelo z navalom na britansko investicijsko banko Northern Rock, ki jo je pred propadom rešila vladna intervencija, sledili pa so ji ostali giganti, kot so banke HSBC,

švicarska UBS, francoski Societe Generale ter BNP Paribas, nemška Deutsche bank ter druge. V avgustu 2007 je morala francoska banka BNP Paribas zaradi izgub zamrzniti tri svoje sklade v ZDA, ki so vredne 1,6 mrd evrov. V Nemčiji naj bi srednje velika banka IKB v tvegane naložbe vložila kar 7,8 mrd, West LB 1,25 mrd, Postbank pa okrog 600 mio evrov (P. Damijan, 2007).

Največjo škodo naj bi utrpeli največja švicarska banka UBS in največja nemška Deutsche bank. Švicarska UBS je v drugem četrtletju leta 2008 zabeležila 329 mio dolarjev izgube, v enakem obdobju leta 2007 pa je beležila okoli 5 mrd dolarjev dobička (Šimac, 2008a). Največja švicarska banka je zaradi krize na ameriškem trgu hipotekarnih posojil leta 2007 izgubila 18,4 mrd dolarjev (11,7 mrd evrov), do julija 2008 pa je odpisala že za 37,4 mrd dolarjev slabih naložb. Vrednost njenih delnic se je v tem času prepolovila (UBS zaradi visokih izgub v spremembe v vodstvu, 2008). Državna sklada iz Singapurja in z Bližnjega vzhoda sta ji zagotovila več milijard evrov svežega kapitala.

Deutsche Bank je morala za prvo četrtletje 2008 odpisati 2,5 mrd evrov ter objaviti tekočo izgubo. Leto poprej je že morala odpisati za 2,3 mrd evrov slabih naložb v ameriška hipotekarna posojila brez kritja. V drugem četrtletju leta 2008 je ustvarila dobiček v višini 649 mio evrov, kar je 64% manj kot v istem obdobju leta 2007, vendar še vedno več od 491 mio evrov, kot so napovedali analitiki. Zaradi sprememb računovodskih pravil, ki sedaj dovoljujejo vknjižbo manj odpisov od dejanske vrednosti, je banka v tretjem četrtletju dosegla dobiček v višini 435 mio evrov. Na ta način ji je uspelo zmanjšati odpise za 845 mio evrov na 1,2 mrd evrov, pričakovano pa je bilo, da bo banka v zadnjem četrtletju ustvarila največjo izgubo v zadnjih petih letih (Zaplotnik, 2008b).

Roubini (2008), ki je že pred dvema letoma svaril pred ameriško nepremičninsko krizo ter bančno in finančno krizo zaradi ameriškega nepremičninskega balona, meni, da bo zaradi ameriške finančne krize propadlo več sto bank. Po njegovih besedah so banke do zdaj odpisale le izgube zaradi hipotekarnih kreditov, ki so jih dale ljudem za nakup nepremičnin. Teh pa jih ni mogoče prodati, da bi lahko unovčile hipoteke. Izgub za potrošniška posojila, za katera naj bi imele precej nižje rezerve, pa še niso začele odpisovati. Njegove raziskave kažejo, da je 8% ameriških bank v velikih težavah, nadaljnjih 8 do 16% pa se slabo drži. Za davkoplačevalce bo finančna kriza zelo draga. Roubini ocenjuje, da bo škoda dosegla vsaj 1 bilijon (tisoč milijard), če ne blizu 2 bilijona dolarjev.

Mednarodni denarni sklad je ocenil škodo na 945 mrd dolarjev, Goldman Sachs na 1,1 bilijon, pri UBS pa so škodo ocenili na 1 bilijon dolarjev. John Paulson, lastnik investicijske banke Paulson & Co., ocenjuje, da bi izgube, povezane s hipotekarnimi posojili lahko dosegle 1300 mrd dolarjev, kar bo vrednosti delnic investicijskih bank še naprej nižalo. Po oceni Bridgewater Associates pa bodo izgube dosegle 1,6 bilijona dolarjev (Roubini, 2008).

Od leta 1996 je trg obveznic, ki temeljijo na hipotekah, zelo hitro naraščal, kar pomeni, da je verjetno precej takšnih bank in skladov, ki so imeli v svojih portfeljih omenjene vrednostne papirje, kakšni pa so dejanski zneski izgub zaradi krize, pa verjetno nikoli ne bomo točno vedeli. Zavedati se moramo, da na trgu hipotekarnih obveznic, ki je vreden več sto milijard dolarjev, niso v ozadju samo slaba posojila, temveč vključuje tudi posojila z dobro boniteto (Roubini, 2008).

3.3 Vpliv krize na depreciacijo ameriškega dolarja

Finančna kriza močno vpliva na vrednost ameriškega dolarja. Visoka inflacija, padajoča potrošnja, visoke cene nafte, strah pred recesijo, padec zaupanja investorjev, predvsem pa aktivna denarna politika z zniževanjem ključne obrestne mere so razlogi, zaradi katerih je dolar izgubljal vrednost oziroma ni imel možnosti, da bi se lahko v kratkem času bistveno okreпил.

Konec aprila 2008 je tečaj dolarja prebil mejo 1,6 dolarja za evro, ki jo je dosegel tudi sredi julija 2008. Dolar je izgubljal svojo vrednost vse do avgusta 2008, ko se je začel krepiti in obrnil sedemletno padanje vrednosti v razmerju do evra (Priloga 1). Razloge za njegovo krepitev lahko pojasnimo z znaki upočasnjevanja gospodarske aktivnosti v Evropski uniji ter pričakovanji o znižanju ključne obrestne mere s strani ECB. Vendar pa je dolar še vedno pod močnim vplivom vseh dogajanj v svetu, ki so posledica globalne finančne krize. Na njegovo vrednost vpliva vsaka spodbudna ali nesposobna novica ter prihajajoče objave o ameriškem in evropskem gospodarstvu ter stanje na posojilnih in kreditnih trgih (Grm, 2008).

Na začetku je bil šibek dolar za ameriško gospodarstvo še koristen, saj se je z njegovo šibkostjo povečevala konkurenčnost ameriškega gospodarstva, predvsem v primerjavi z Evropo. To je povečevalo izvoz, s tem pa se je posledično zniževal zunanjetrgovinski primanjkljaj in se povečevala gospodarska rast. Bil je odločilen dejavnik, ki je še zadrževal ZDA pred vstopom v recesijo.

Velik krivec za slabenje dolarja je bila tudi neaktivna politika ECB, ki je zaradi strahu pred inflacijo ključno obrestno mero ohranjala na isti ravni. Obrestni diferencial med EU in ZDA je naraščal, s tem pa se je krepila tudi evropska valuta.

3.4 Naftni balon

Do julija 2008 smo bili priča hitremu naraščanju cen nafte, kar je bilo posledica hitrega razvoja azijskih držav, predvsem Kitajske in Indije. V teh državah se je občutno povečalo povpraševanje po nafti. Skokovitemu naraščanju cen nafte so botrovale nestabilne politične razmere v svetu, predvsem v Nigeriji in Bližnjem vzhodu, številne naravne katastrofe v državah z naftnimi nahajališči, številne špekulacije o rasti cen nafte ter padajoče vrednosti dolarja. Od 5,6 mio sodčkov na dan iz leta 2003 se je na Kitajskem poraba surove nafte povečala kar na 7,6 mio sodčkov v letu 2007. V letu 2008 pa se je samo na Kitajskem pričakovalo povečanje potrošnje za 400 tisoč sodčkov na dan (Grm, 2008).

Visoke cene nafte so glavni krivec za nižjo gospodarsko rast ter povišano inflacijo, ki povzroča nižjo kupno moč tako potrošnikov kot podjetij, posledica pa je nižja osebna potrošnja (zaradi dražjih osnovnih dobrin) ter nižji dobički podjetij, zaradi višjih stroškov pri nabavi osnovnih surovin. Visoke cene nafte tako negativno vplivajo na razvoj globalnega gospodarstva. Preko visokih vhodnih stroškov, poleg že visoke inflacije, posledično povečujejo stroške produkcije. Rezultat je povečana brezposelnost ter negativen vpliv na potrošnje gospodinjstev in dobičke podjetij, kar znižuje gospodarsko rast ter s tem blaginjo posameznika (Grm, 2008).

Pomembno rast cen nafte vpliva tudi na zmanjševanje vrednosti dolarja, saj se z rastjo uvoza nafte povečuje trgovinski primanjkljaj ZDA. Visoke cene nafte so tudi pomembno vplivale na to, ali bodo ZDA deležne le znižane gospodarske rasti, ali pa bodo zapadle v recesijo¹⁶ (Grm, 2008).

Iz zgodovine nam je znano, da je kombinacija nizkih obrestnih mer ter šibkega dolarja zelo ugodna priložnost za naraščanje cen nafte. Šibka valuta relativno znižuje blaginjo potrošnika, padajoča obrestna mera pa je pogosto signal za znižano prihodnjo gospodarsko rast. V nastali situaciji je namreč za špekulante in investitorje skoraj nujno, če želijo ohraniti svoje premoženje, da del svojih naložb razporedijo na trge, ki bolje ohranjajo vrednost, kot so nafta, zlato itd. (Grm, 2008).

Od junija 2007 pa do junija 2008, to je v enem letu, se je cena surove nafte podražila za skoraj 90%, s 60 na 125 dolarjev za sodček. V letu 2008 je naraščajoča cena nafte povzročila prve znake naftnega balona. Julija je cena nafte dosegla rekordno vrednost in svoj vrh pri dobrih 147 dolarjih za 159 litrski sodček. Od takrat naprej pa se nafta ceni (Priloga 1). 16. septembra se je njena cena spustila na 92,66 dolarja za sod. To je bila posledica pretresov na Wall Streetu zaradi propadle banke Lehman Brothers ter zaskrbljenosti na trgu, da bo to pripomoglo k nadaljnji oslabitvi svetovnega gospodarstva, kar bo vplivalo na manjše povpraševanje po nafti in naftnih derivatih.

Glavni razlog za padanje cen črnega zlata je v strahu, da se bo svetovno povpraševanje po energiji upočasnilo, saj se svetovna finančna kriza pogloblja in tečaj delnic na vodilnih svetovnih borzah še vedno padajo. Od začetka julija pa do sredine oktobra 2008 so se cene surovin znižale za več kot polovico, analitiki pa menijo, da trend padanja še zdaleč ni mimo. V kolikor trenutni položaj svetovnega gospodarstva primerjamo s preteklimi krizami, nas do gospodarske rasti čaka še dolgo obdobje recesije¹⁷. Po mnenju vlagateljev bodo vse večje zaloge bakra in vse manjše povpraševanje po energiji povzročili nadaljnje cenitve surovin. Posledice tega upočasnjevanja pa bodo hude in dolgotrajne ter veliko večje kot leta 2001, ko je kriza prizadela le tehnološki sektor, saj se je sedanja kriza pripravljala vsaj četrto stoletja, zajela pa bo celotno svetovno gospodarstvo. Trg surovin naj bi trpel vsaj do polovice leta 2009. (Gaspari, 2008).

3.5 Vpliv krize na realno gospodarstvo

Svetovna finančna kriza je že pokazala vpliv na realno gospodarstvo. Napovedi o gospodarski rasti so vedno slabše. Mednarodni denarni sklad je ocenil, da se je svet znašel na robu recesije.

¹⁶ »V 70. letih so naftno-cenovni šoki ameriško gospodarstvo že potisnili v stagflacijo. Padajoči dolar je tudi takrat povzročil naraščanje cen surovin (predvsem nafte) ter hrane. Posledica je bila izredno nizka gospodarska rast, nižji dobički podjetij ter povečana nezaposlenost. Ukrepi ameriške centralne banke so bili podobni, kot smo jih lahko spremljali v zadnjih mesecih današnje finančne krize. Ukrepi takrat niso zalegli, nasprotno, ni se zvišala gospodarska rast, temveč inflacija« (Grm, 2008).

¹⁷ Indeks CRB, ki meri gibanje cen košarice 19 surovin in je osrednji kazalnik surovinskega trga, je v prvi polovici leta 2008 pridobil 29%, kar je najboljši začetek leta v zgodovini, nato pa v tretji četrtini izgubil kar 25%. Kljub temu bi moral izgubiti še 37%, da bi dosegel raven iz kriznega leta 2001, in 35%, da bi dosegel raven iz leta 1998, ko je cena surove nafte padla na 10,35 dolarja za 159-litrski sod. Cene bakra so še vedno trikrat višje kot leta 2001 (Gaspari, 2008).

3.5.1 Vpliv krize na gibanje borznih indeksov

Visoka inflacija, strah pred recesijo in padec zaupanja investitorjev, poleg že naštetega, vplivajo tudi na volatilitnost¹⁸ oziroma nihanje deviznih in borznih tečajev. Od začetka avgusta 2007 smo po večletni rasti priča močnemu upadu tečajev na vseh najpomembnejših svetovnih kapitalskih trgih.

V avgustu 2007 so vlagatelji novico ministrstva za delo o padcu zaposlovanja, kar je pomenilo, da se finančna kriza s trga hipotekarnih posojil in nepremičnin seli tudi na druge dele gospodarstva, pospremili s pesimizmom in razprodajo delnic. Borzni indeks Dow Jones¹⁹ je tako 9. avgusta 2007 padel za 387,2 točk oziroma 2,8%. 15. septembra 2008 pa je zaradi bankrota četrte največje investicijske banke Lehman Brothers ter strahu pred nadaljnjim zaostrovanjem nepremičninske krize ta indeks padel za 504,5 točk oziroma 4,4%, kar je bil po absolutni vrednosti šesti največji padec v njegovi zgodovini, po relativni vrednosti pa se ni uvrstil med dvajset največjih zgodovinskih padcev (Mencinger, 2008). Panika na kapitalskih trgih se je nadaljevala, s tem pa tudi razprodaje. Zaradi bojzani vlagateljev pred zavrnitvijo predloga za reševanje finančne krize s pomočjo zveznega proračuna v rekordnem znesku do 700 mrd ameriških dolarjev, je konec septembra indeks izgubil več kot 700 točk. V oktobru 2008 pa je dosegel svoj največji petdnevni padec v svoji zgodovini. V samo petih dneh je izgubil kar 1400 točk (Šketako, 2008). 6. oktobra je prvič po štirih letih padel pod raven 10.000 točk (Dow Jones prvič po štirih letih pod 10.000 točkami, evro še nižje, 2008).

Do 17. septembra 2008 (bankrot Lehman Brothers) so vodilni indeksi v ZDA, Veliki Britaniji in Nemčiji od svojega vrha, ki so ga dosegli v letu 2007, izgubili približno četrtno svoje vrednosti. Tudi slovenski indeks SBI je v tem obdobju padel za 48,6%. Svetovni indeks MSCI World pa je od najvišje vrednosti junija 2007 izgubil 30,7% vrednosti (Bednaš et al., sept. 2008, str. 10).

3.5.2 Povečevanje brezposelnosti

Posledica krize na ameriškem hipotekarnem trgu je bilo množično odpuščanje zaposlenih, saj je zaradi likvidnostnih težav v ameriških posojilnih družbah nastal presežek le-teh. Sedaj se je vpliv krize s finančnega sektorja prenesel tudi na druge dele gospodarstva, kjer vsak dan delo, predvsem v ZDA in tudi Evropi, izgubi vedno več ljudi.

Ameriški posojilodajalci, kot so Accredited Home Lenders holding, HSBC Holdings in Lehman Brothers Holdings naj bi v prvih mesecih po izbruhu krize skupno odpustili več kot 4.000 zaposlenih. Poznavalci so sicer napovedovali povečanje števila delovnih mest avgusta 2007 za 110 tisoč, zato je bil za mnoge pravi šok, da se je dejansko povečalo le za 4.000. Ta mesec naj bi se število odpuščenih delavcev povečalo na 12.600. Investitorji so to dejstvo pospremili s pesimizmom in z razprodajo delnic na Newyorški borzi. Manjši zagon pri zaposlovanju je bil

¹⁸ Volatilitnost označuje dovzetnost vrednostnega papirja za tečajna nihanja in je izražena v odstotkih. Čim večji je odstotek, tem bolj je vrednostni papir dovzeten za tečajna nihanja in s tem tudi bolj tvegan oz. nudi večje priložnosti za zaslužek (Slovar bančnih izrazov, Raiffeisen Bank, 2008).

¹⁹ Največje padce borznih tečajev v času trajanja finančne krize bomo prikazali na primeru osrednjega delniškega indeksa Dow Jones. Delnice vključujejo in izključujejo v indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA) uredniki Wall Street Journala na podlagi subjektivnih ocen, ki izbirajo delnice, ki naj bi najbolje predstavljale celotno ameriško gospodarstvo in naj bi v indeksu ostale čim dlje. V indeks je trenutno vključenih 30 delnic (Dolžan, 2005, str. 7).

dober pokazatelj, da se je kriza s trga hipotekarnih posojil in nepremičnin preselila tudi v druge dele gospodarstva, čeprav je stopnja brezposelnosti avgusta ostala nespremenjena, pri 4,6%.

Maja 2008 je stopnja brezposelnosti v ZDA, po podatkih ameriškega ministrstva za trgovino, znašala že 5,5%, kar je za 0,5 odstotne točke več kot aprila, kar je bila najvišja mesečna rast brezposelnosti od februarja 1986. Tega meseca so delodajalci ukinili kar 49 tisoč delovnih mest, skupaj je bilo 8,5 mio brezposelnih. Ukinjali so delovna mesta v gradbeništvu, proizvodnji, trgovini in poslovnih storitvah (Maja v ZDA 5,5-odstotna stopnja brezposelnosti, 2008). V prvem polletju leta 2008 se je brezposelnost povečala za skoraj eno odstotno točko, do meseca junija so skupaj ukinili 324 tisoč delovnih mest. Julija 2008 je ameriško gospodarstvo izgubilo 51 tisoč delovnih mest, stopnja brezposelnosti se je povzpela za 0,2 odstotne točke, na 5,7%. Rast brezposelnosti je bila višja od pričakovanj, predvsem v maju, kar je bilo posledica na splošno slabe gospodarske slike, naraščanja cen energije, padanja vrednosti dolarja, propadanja hipotekarnih kreditov, kreditne stiske in nizke stopnje gospodarske rasti. Avgusta se je število brezposelnih povečalo za 84 tisoč. Stopnja brezposelnosti je tako znašala že 6,1%, kakršna je bila nazadnje septembra leta 2003 (Srnovršnik, 2008a).

Po podatkih Cnn Money (2008) je ameriško gospodarstvo v letu 2008 izgubilo 605 tisoč delovnih mest, številka pa se hitro povečuje. Nadaljnja slabitev ekonomije lahko povzroči dramatično visoko nezaposlenost, ki lahko do konca prvega četrtertletja leta 2009 doseže 6,5%. Brez pomoči države pa se lahko povzpne tudi na 7%. Povečevanje brezposelnosti se lahko nadaljuje vse do konca leta 2009 (Zaplotnik, 2008a).

Mednarodna organizacija za delo (angl. *International Labour Organization*; v nadaljevanju ILO) pri Združenih narodih ugotavlja, da bo globalna finančna kriza prvič v desetih letih merjenja povzročila, da bo skupno število brezposelnih po svetu preseglo 200 mio ljudi. Do konca leta 2009 bi se lahko število brezposelnih povečalo z 190 mio v letu 2007 na 210 mio. Po ocenah ILO naj bi se število delavcev, ki delajo za manj kot dolar na dan, povzpelo na 40 mio, število tistih, ki delajo za dva dolarja na dan, pa na več kot 100 mio. V kolikor ne bodo kmalu sprejeti ukrepi za zmanjšanje učinkov trenutnega ekonomskega stanja, bi lahko bile te ocene prenzke. ILO pričakuje, da bodo potem, ko je zaradi združevanj ali propada bank delo izgubilo več tisoč ljudi, delovna mesta ukinjali tudi v gradbeništvu, avtomobilski industriji, turizmu, storitvah in na področju nepremičnin (Srnovršnik, 2008c).

3.5.3 Padanje gospodarske rasti

V tretjem četrtertletju leta 2007 je gospodarska rast v ZDA dosegala še 4,9%, v zadnjem četrtertletju pa je ameriško gospodarstvo beležilo le 0,6% rast, kar je precej velik gospodarski preobrat. V celem letu 2007 je gospodarska rast tako znašala le 2,2%, kar je najslabši rezultat po letu 2002, ko je znašala 1,6%. Gospodarska rast je v prvem četrtertletju 2008 znašala 0,9%, kar je v veliki meri posledica šibkega dolarja, ki je povečal izvoz za 2,8% (Grm, 2008). Zaradi ugodnega vpliva vračila davkov na rast zasebne potrošnje in visoke rasti izvoza je bila tudi v drugem četrtertletju rast BDP nad pričakovanji, znašala je 2,8% (Peternelj et al., sept. 2008, str. 5). Ocene kažejo, da je bila gospodarska rast v ZDA v tretjem četrtertletju 2008 šibkejša od pričakovane. V zadnjem četrtertletju 2008 pa bo verjetno rast še nižja oziroma je ne bo več. Da so ZDA v recesiji, sedaj ni več dvoma (Novi ukrepi ECB za rešitev krize, 2008).

V evrskem območju je bila rast BDP v drugem četrtletju 2008 prvič po ustanovitvi negativna. Rast se je na medletni ravni v primerjavi s prvim četrtletjem spustila z 2,1% na 1,4%. Na upočasnitev v drugem četrtletju sta vplivala zasebna potrošnja, na katero je negativno vplivala visoka inflacija, in znižanje rasti pri gradbenih investicijah ter investicij v stroje in opremo. Prispevek salda menjave s tujino je bil v drugem četrtletju za polovico nižji kot v prvem četrtletju, kar je posledica upočasnitve rasti izvoza zaradi dražjega evra in nižje rasti tujega povpraševanja (Peternelj et al., sept. 2008, str. 5).

3.5.4 Napoved gospodarskih gibanj v letih od 2008 do 2010

Po napovedih IMF (World Economic Outlook, okt. 2008, str. 2) se bo rast svetovne gospodarske aktivnosti v drugi polovici leta 2008 in v letu 2009, po razmeroma vztrajni rasti v prvi polovici leta 2008, precej upočasnila. V letu 2008 naj bi svetovna gospodarska rast znašala okoli 4%, v letu 2009 pa 3% (Priloga 3). V primerjavi z zadnjima dvema letoma bo za približno eno odstotno točko nižja, vendar še vedno na ravni povprečne rasti v tem desetletju. Do upočasnitve bo prišlo v razvitih državah in državah v razvoju (Bednaš et al., sept. 2008, str. 8). Umirjanje rasti je v veliki meri posledica odloženega učinka visokih cen primarnih surovin in pričakovane šibke gospodarske rasti v ZDA ter s tem povezanih prelivov zlasti v razvita gospodarstva. Glede na projekcije ECB pa naj bi se v začetku leta 2009 svetovna gospodarska rast postopno okrepila (Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za Evroobmočje, sept. 2008, str. 1-2).

Za drugo polovico leta 2008 številni indeksi potrošnje, slabo stanje nepremičninskega in finančnega sektorja, povečevanje brezposelnosti ter ponovna krepitev dolarja, ki vpliva na nižjo rast izvoza, v ZDA nakazujejo vsaj pol nižjo gospodarsko rast kot v prvi polovici leta (Peternelj et al., sept. 2008, str. 5). Projekcije IMF kažejo, da se bo gospodarska aktivnost v ZDA stabilizirala šele v drugem četrtletju 2009, nato pa naj bi sledilo postopno okrevanje. Za leto 2008 IMF napoveduje 1,6%, za leto 2009 pa le okoli 0,1% gospodarsko rast (Priloga 3) (World Economic Outlook, okt. 2008, str. 51-52).

V državah evrskega območja se bo povprečna letna rast realnega BDP zaradi vpliva posledic svetovne finančne krize, ki se odražajo v dražjih posojilih, ohlajanju nepremičninskih trgov, visokega tečaja evra, pešanja tuje aktivnosti in še vedno visokih cen primarnih surovin ter s tem višje inflacije, v letu 2008 (po napovedih ECB), po napovedih Urada RS za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) pa tudi v letu 2009, potem ko je dve leti presegala potencialno rast, znižala. Povprečna letna rast realnega BDP naj bi se v letu 2008 gibala med 1,1% in 1,7%, v letu 2009 pa med 0,6% in 1,8%, potem ko je leta 2007 dosegala 2,6% (Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za Evroobmočje, sept. 2008, str. 2). Nadaljnje umirjanje rasti v drugi polovici leta 2008 nakazujejo tudi različni kazalniki, kot je kazalnik gospodarskega razpoloženja (ESI)²⁰, ki je bil avgusta 2008 na najnižji ravni po marcu 2003, in kazalnik poslovne klime (BCI)²¹, ki tudi še naprej pada. Industrijska proizvodnja je julija padla

²⁰ Kazalnik gospodarskega razpoloženja (angl. *The Economic Sentiment Indicator* - ESI) meri ocene in pričakovanja v industrijskem, storitvenem in gradbenem sektorju ter v sektorju trgovine na drobno, ugotavlja pa tudi zaupanje potrošnikov.

²¹ Kazalnik poslovne klime (angl. *The Business Climate Indicator* - BCI) temelji na rezultatih ankete o stanju in pričakovanjih v sektorju industrije.

tretji mesec zapored, največ po juniju 2003. Tudi vrednost opravljenih gradbenih del je še naprej padala, nadaljevala pa se je tudi nizka rast v trgovini (Peternelj et al., sept. 2008, str. 5).

Na pričakovano upočasnjeno rast BDP v evroobmočju bo vplivala šibkejša rast izvoza ter umirjeno domače povpraševanje. Rast investicij bodo zavirali višji stroški financiranja, omejitve profitnih marž, nizko povpraševanje in razmere na stanovanjskem trgu, ki se kažejo predvsem v umirjanju cen nepremičnin. Zaradi umirjanja cen nepremičnin bo počasnejša predvsem rast gradbenih investicij. Nižja bo tudi rast investicij v stroje in opremo, kar se odraža v poslabšanju kazalcev razpoloženja. To je predvsem posledica pričakovane nižje rasti tujega povpraševanja, kar naj bi poleg poslabševanja konkurenčnosti zaradi dragega evra vplivalo na nižjo rast izvoza (Bednaš et al., sept. 2008, str. 8). Na zasebno potrošnjo bo vplivalo zmanjševanje zaposlenosti, višje cene primarnih surovin in negativne posledice stanovanjskega trga in cen lastniških vrednostnih papirjev (Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za Evroobmočje, sept. 2008, str. 2). Zaradi visoke rasti cen osnovnih življenjskih potrebščin in zmanjšane kupne moči bo rast zasebne potrošnje ostala nizka oziroma se bo še zniževala. Napovedi IMF (World Economic Outlook, okt. 2008, str. 2) kažejo, da bo gospodarska rast v letu 2009 v območju evra znašala okoli 0,2%, s strani UMAR-ja (Bednaš et al., sept. 2008, str. 8) pa naj bi le-ta v tem letu znašala približno 1%. Gospodarska rast se bo po napovedih UMAR-ja od druge polovice leta 2009 začela ponovno krepiti, ne bo pa dosegla stopenj rasti zadnjih dveh let. V letu 2010 je za evroobmočje s strani UMAR-ja napovedana 1,8% gospodarska rast (Priloga 3). Na pričakovano povečano gospodarsko naj bi pozitivno vplivalo manjše zvišanje cen surovin in izboljšano mednarodno okolje (Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za Evroobmočje, sept. 2008, str. 2).

V Sloveniji smo v letu 2007 dosegali visoko, 6,8% gospodarsko rast (Bednaš et al., sept. 2008, str. 3, 6), za leto 2008 pa pričakujemo njeno precejšnjo upočasnitev, in sicer po napovedih UMAR-ja na 4,8% (Bednaš et al., sept. 2008, str. 8), po napovedih IMF pa na 4,3% (Priloga 3) (World Economic Outlook, okt. 2008, str. 52). To bo predvsem posledica nižjih rasti izvoza in investicij v osnovna sredstva, ki sta ključna dejavnika gospodarske rasti, zaradi ohlajanja mednarodne konjunktore. Obeti v mednarodnem okolju so slabi, zato v letu 2009 pričakujemo občutno zmanjšanje rasti investicijske aktivnosti ter nadaljnje upočasnjevanje rasti izvoza, kar bo vplivalo na znatno upočasnitev gospodarske rasti, in sicer po napovedih UMAR-ja na 3,1%, po napovedih IMF pa na 3,7%. Razmere v mednarodnem okolju naj bi se v letu 2010 izboljšale, ko zaradi višje rasti izvoza in investicij pričakujemo pospešitev gospodarske rasti na 4,0% (Bednaš et al., sept. 2008, str. 3).

Zaradi povečane negotovosti v mednarodnem okolju, ki je povezana s finančno krizo, obstaja precejšnje tveganje, da bodo prihodnja gospodarska gibanja ob uresničevanju teh tveganj slabša od dosedanjih napovedi.

4 REŠEVANJE KRIZE

4.1 Ukrepi centralnih bank

4.1.1 Operacije na odprtem trgu in ključna obrestna mera

V okviru operacij na odprtem trgu (angl. *open market operations*) centralna banka kupuje in prodaja vladne finančne instrumente na odprtem trgu, z namenom da se doseže ciljno višino ključne obrestne mere, po kateri si lahko banke čez noč sposojajo denar (Open Market Operations, 2008).

4.1.1.1 Reakcije Zveznih Rezerv (FED)

Zaradi pomanjkanja likvidnosti ter negotovosti na finančnih trgih je Fed 10. avgusta podal izjavo, da bo zagotovil dodatno likvidnost za izboljšanje delovanja finančnih trgov (Minutes of the Federal Open Market Comitee, 2007). Zaradi krepitve finančne krize se je Fed navkljub posledično večje inflacije in zmanjševanja vrednosti dolarja odločil, da z ekspanzivno denarno politiko in zniževanjem ključne obrestne mere spodbudi povpraševanje in s tem prepreči še večji vpliv finančne krize na gospodarstvo. Ključno obrestno mero, katero je v prvi polovici leta 2007 ohranjal na ravni 5,25%, je prvič po izbruhu krize znižal 18. septembra 2007 za 50 bazičnih točk. Zniževanje se je nato sistematično nadaljevalo vse do 30. aprila 2008, ko se je obrestna mera znižala za 25 bazičnih točk, na 2%. Zaradi nevarnosti, da ZDA zaradi visoke inflacije zapadejo v stagflacijo, se je zniževanje ključne obrestne mere odložilo vse do 8. oktobra 2008, ko se je le-ta, zaradi nižanja cen nafte in posledičnega umirjanja inflacije, spet znižala za 50 bazičnih točk, na 1,5% (Prilogi 1, 2), kar naj bi oživilo posojilne trge (Open Market Operations, 2008).

Fed je bil pri posluževanju politike zniževanja obrestnih mer deležen številnih kritik določenega dela strokovnih javnosti že od jeseni 2007. Z nadaljevanjem strategije zniževanja ključne obrestne mere naj bi dobili ravno nasproten učinek od želenega: poglobitev bančne krize, vzpodbuditev, ne zaviranje recesije, upad globalnega zaupanja v ameriški dolar, pojav stagflacije. To dokazujejo preproste osnove ekonomije (Koncilja, 2008).

Zakon ponudbe in povpraševanja je osnovni aksiom ekonomije. Tržna cena se oblikuje na stičišču obeh krivulj. Povpraševanje bo upadlo in nastal bo presežek ponudbe, če ceno zvišamo, če pa jo znižamo, povpraševanje naraste ter preseže ponudbo. Poglavitni namen Fed-a naj bi bil z zniževanjem obrestnih mer spodbuditi povpraševanje in gospodarstvo potegniti iz krize, kar teoretično drži, vendar ne v tej situaciji. Zniževanje obrestnih mer naj bi spodbudilo povpraševanje po denarju in ne ponudbe denarja, kar pa ZDA dejansko potrebujejo. Vsakokrat, ko se ključna obrestna mera zniža, banke še povišajo kriterije za pridobitev posojil, saj še vedno vlada nezaupanje ter strah pred posojanjem denarja. V januarju 2008 je 80% poslovnih bank v ZDA zvišalo kriterije za pridobitev posojila, ko je FED znižal ključno obrestno mero za 1,25%. Potemtakem bi morala centralna banka višati obrestne mere, saj se ponudba denarja v nasprotnem primeru manjša. Ključna obrestna mera le delno določa komercialne obrestne mere in kreditne pogoje v ZDA, po katerih banke posojajo sredstva podjetjem in prebivalstvu. Banke so zaradi nezmožnosti odplačevanja kreditov prebivalstva zmanjšale, oziroma skoraj že zaustavile ponudbo denarja. To pomeni, da s tem, ko Fed znižuje ključno obrestno mero, ljudje dejansko plačujejo večje obresti (hipotekarnega) posojila (Priloga 2) (Koncilja, 2008).

Po mnenju Zakrajška (Največji finančni šok po letu 1929, 2008), glede na to, da je sedanja kriza zagotovo največji finančni šok po veliki depresiji leta 1929, in da ne gre za neko standardno recesijo, samo znižanje ključnih obrestnih mer ne zadostuje več. Potrebni so še drugi ukrepi. Kratkoročne realne obrestne mere so namreč, če upoštevamo inflacijo, že sedaj bile negativne ali na ničli.

4.1.1.2 Reakcije Evropske centralne banke (ECB)

V nemogočih razmerah zviševanja inflacije in zniževanja gospodarske rasti se je podobno kot Fed znašla tudi Evropska centralna banka, ki se je pri spopadanju s finančno krizo znašla med željo po zmanjšanju pritiska na evro in višji gospodarski rasti ter strahom pred rastočo inflacijo.

Z znižanjem obrestne mere bi ECB vplivala na znižanje vrednosti svoje valute ter v izogib recesiji pospešila gospodarsko dejavnost, vendar pa bi to ugodno vplivalo tudi na inflacijo, ki je v razmerah rastočih cen hrane in nafte ter ostalih surovin že tako hitro naraščala. Z zvišanjem ključne obrestne mere pa ne bi zavrla samo naraščajoče inflacije, ampak tudi gospodarsko rast, ki je bila, zaradi krize na svetovnih finančnih trgih, grozeče gospodarske stagnacije v ZDA in visokih cen surovin na območju evra, že sedaj upočasnjena. V kolikor bi vztrajali pri nespremenjenih obrestnih merah, pa to ne bi imelo samo dobrih posledic. Zbašnik (Ferluga, 2008) meni takole: »Drag evro zmanjšuje evrski izvoz, povečuje uvoz in tako nastaja deficit tekočega računa, dražji jen pa potencira prestrašenost trgovcev, ki so v preteklosti financirali investicije po svetu s poceni posojili v jeni, sedaj pa se bojijo tečajne rasti jena, in spodbuja nove premike svetovnega kapitala z nepredvidljivimi posledicami«.

Iz preteklih izkušenj o posredovanju ECB lahko razberemo, da morata biti za znižanje obrestne mere zagotovljena inflacija pod 2,8% ter znatno upočasnjena gospodarska rast. Prvo znižanje je bilo tako predvideno že junija 2008. Verjetnost za zviševanje obrestnih mer pa je bila majhna, saj je bila visoka inflacija v veliki meri posledica globalnih dejavnikov (cen nafte in hrane), na katere ECB s svojo monetarno politiko nima vpliva. V prid nespremenjeni obrestni meri pa so bili tudi nekateri indikatorji (PMI²², ESI), na katere se pri odločanju o gibanju ključne obrestne mere zanaša ECB (Grm, 2008).

Kovač (Grm, 2008) meni, da Evropska centralna banka s tem, ko niha med ukrepanjem proti inflaciji ali recesiji, s svojo negotovostjo povzroča izgubo zaupanja, kar vzbuja višja inflacijska pričakovanja in buri sindikalne apetite po višjih plačah. To pomeni, da ECB s svojim negotovim obnašanjem samo še poslabšuje že tako kočljivi položaj.

Junija 2008 so najpomembnejši predstavniki ECB poudarili, da so stabilna inflacijska pričakovanja ključna za gospodarsko rast, zaposlovanje in socialno kohezijo, ter napovedali, da bo ECB vztrajala pri svoji politiki zagotavljanja cenovne stabilnosti. V domeni boja z rekordno visoko inflacijo evro območja, ki je dosegla 4%, v Sloveniji pa celo 7%, so v začetku julija 2008 v ECB sprejeli odločitev o zvišanju ključne obrestne mere za četrtno odstotka, na 4,25%, ki se ni spremenila že od junija 2007.

²² PMI (angl. *Purchasing Managers' Index*) je kazalnik gospodarskega zdravja proizvodnega sektorja. Ta indeks temelji na petih glavnih kazalnikih: kazalniku novih naročil, ravni zalog, proizvodnje, dobave in kazalniku zaposlovanja (*Purchasing Managers' Index*, 2008).

Padec cen energije in ostalih primarnih proizvodov je povzročil, da so se v številnih državah inflacijski pritiski začeli umirjati. Zaostrovanje finančne krize je povečalo pritiske na gospodarsko rast in tako še znižalo pritiske na inflacijo, zato so bile centralne banke mnenja, da je potrebna določena omilitev globalnih monetarnih razmer, zato je več centralnih bank po svetu 8. oktobra 2008 znižalo svojo ključno obrestno mero za 50 bazičnih točk. ECB je ključno obrestno mero znižala s 4,25% na 3,75% (Key ECB interest rates, 2008). IMF pa jo poziva na dodatno znižanje, saj ocenjuje, da se inflacijska tveganja hitro zmanjšujejo, napovedi gospodarske rasti v evroobmočju pa so slabe.

4.1.2 Politika diskontne stopnje

Drugo orodje denarne politike, ki ga je uporabil Fed za reševanje finančne krize, je politika diskontne stopnje, ki je obrestna mera, po kateri se lahko poslovne banke in druge depozitne institucije pri centralni banki kratkoročno likvidnostno zadolžijo. Za Fed so značilna tri različna diskontna okenca, in sicer primarna, sekundarna in sezonska posojila, ki imajo vsaka svojo obrestno mero²³. Diskontno stopnjo običajno razumemo kot obrestno mero za primarna posojila (The Discount Rate, 2008). Z diskontnim okencem se z razliko od operacij na odprtem trgu dostopa neposredno do individualnih institucij, ki potrebujejo likvidnost (Rupnik, 2008, str. 31).

Fed je zaradi pretresov na finančnih trgih skušal zagotoviti dodatno likvidnost, zato je 17. avgusta 2007 zmanjšal razmik med diskontno stopnjo in ključno obrestno mero s prvotnih 100 bazičnih točk nad ključno obrestno mero na 50 bazičnih točk. Začasno je spremenil tudi trajanje primarnih posojil iz zelo kratkoročnih v 30-dnevne (Mishkin, 2008a). Razmik med diskontno stopnjo in ključno obrestno mero je Fed 16. marca 2008 dodatno zmanjšal na 25 bazičnih točk oziroma 3,25% ter podaljšal trajanje posojil na 90 dni (Minutes of the Federal Open Market Comitee, 2008a, str. 4). 18. marca 2008 je Svet guvernerjev (angl. *Board of Governors*) odobril zmanjšanje še za 75 bazičnih točk, na 2,5% (Minutes of the Federal Open Market Comitee, 2008b, str. 4).

4.1.3 Operacije začasne avkcije v ameriških dolarjih

Operacije začasne avkcije v ameriških dolarjih (angl. *Term Auction Facility*; v nadaljevanju TAF), je bilo novo orodje denarne politike, ki ga je napovedal Fed 12. decembra 2007. S Kanadsko, Angleško, Evropsko in Švicarsko centralno banko se je tudi dogovoril o začasnih operacijah zagotavljanja likvidnosti z namenom zagotoviti ameriške dolarje na območju pristojnosti teh centralnih bank. V okviru TAF se na vsaki avkciji ponudi določena količina posojil za obdobje od 28 do 84 dni po obrestni meri, določeni na avkciji. Gre za posojanje z večjimi zahtevami glede zavarovanja depozitnim institucijam, ki so sicer upravičene tudi do primarnega diskontnega posojila ter so v relativno dobrem finančnem položaju. Ta posojila so zavarovana z obveznicami, delnicami, vrednostnimi papirji, podprtimi s premoženjem, ali komercialnimi zapisi (Term Auction Facility, 2008).

V decembru 2007 sta se zvrstili prvi dve avkciji, ki sta bili sprejeti z velikim odobravanjem in visoko udeležbo, vsaka je dosegla vrednost 20 mrd ameriških dolarjev. Avkcije so se nadaljevale

²³ Primarna posojila so namenjena depozitnim institucijam v relativno dobrem finančnem položaju, sekundarna posojila pa depozitnim institucijam, ki imajo številne finančne probleme in niso kvalificirane za primarno diskontno posojilo. Sekundarna diskontna stopnja je zato višja od primarne (Rupnik, 2008).

dvakrat do trikrat mesečno, vrednost izdanih posojil pa se je povečevala, tako da je 6. oktobra 2008 vrednost količine posojil na avkciji znašala že 150 mrd ameriških dolarjev (Term Auction Facility, 2008).

4.1.4 Operacije začasnega posojanja vrednostnih papirjev

11. marca 2008 je Fed naznanil dodatno novo orodje denarne politike, in sicer operacije začasnega posojanja vrednostnih papirjev (angl. *Term Securities Lending Facility*, v nadaljevanju TSLF), pri čemer Fed posoja državne finančne instrumente v zamenjavo za določene strukturirane finančne instrumente primarnim vpisnikom (angl. *primary dealers*) za obdobje enega meseca (28 dni) (Term Securities Lending Facility, 2008). TSLF se izvaja enkrat tedensko, začelo pa se je izvajati 27. marca 2008 (Minutes of the Federal Open Market Comitee, 2008b, str. 5).

Uporaba TSLF naj bi imela pozitiven vpliv na nebančne institucije, s čimer bi se posledično izboljšale tudi razmere na trgu skladov ter obnovilo delovanje finančnih trgov, kar bi pozitivno vplivalo na makroekonomsko stabilnost (Minutes of the Federal Open Market Comitee, 2008a, str. 4-8).

4.1.5 Novi ukrepi ECB

ECB je 15. oktobra 2008 napovedala nove ukrepe, da bi olajšala dostop do njenih posojil v evroobmočju. Izbor finančnih instrumentov, ki jih jemlje kot jamstvo za svoja posojila v ameriških dolarjih, bo razširila tudi na instrumente, denominirane v tujih valutah, kot so dolarji, funti in jeni. ECB bo odslej v okviru operacij zamenjav tujih valut v zameno za dolarska posojila sprejemala tudi evrsko gotovino. Kot jamstvo za posojila bo sprejemala tudi finančne instrumente, ki jih doslej ni, in tiste z nižjo bonitetno oceno. ECB je napovedala tudi, da bo do marca 2009 v operacijah dolgoročnega refinanciranja bankam ponujala neomejeno količino denarja po fiksni obrestni meri. ECB in švicarska centralna banka sta se obenem dogovorili za izmenjavo valut, s pomočjo katere bo ECB bankam v evrskem območju lahko ponudila tudi posojila v švicarskih frankih z zapadlostjo enega tedna (Novi ukrepi ECB za rešitev krize, 2008).

4.2 Reševanje bank s strani države

4.2.1 700 mrd ameriških dolarjev za odkup slabih dolgov

V ameriškem Kongresu so v prvem tednu oktobra 2008 podprli zakon, s katerim bo država za odkupe slabih naložb finančnih podjetij namenila okoli 700 mrd ameriških dolarjev, s čimer naj bi omilili finančno krizo, ki je začela ogrožati širše gospodarstvo. Finančno ministrstvo bo denar prejelo postopoma, in sicer 250 mrd takoj, nadaljnjih 100 mrd na zahtevo Bele hiše, na sprostitev preostalih 350 mrd dolarjev pa bo Kongres lahko dal veto (Šimac, 2008b).

To je po veliki gospodarski depresiji (1930) največja državna intervencija. Banke, ki bodo po tem zakonu deležne pomoči, bodo na državo morale prepisati določeno število delnic in tako bodo v primeru boljšega poslovanja korist imeli tudi davkoplačevalci, močno pa bodo omejena tudi izplačila odpravnin direktorjem teh družb (Šimac, 2008b). Reševalni paket je zastavljen tako, da ne pomeni nacionalizacije v velikem obsegu. Namenjen je predvsem odkupu nelikvidnih dolžniških finančnih instrumentov s ciljem njihove kasnejše prodaje, ta pa bo v primernem času sledila tudi v primeru nakupov lastniških deležev s strani države (Kleindienst, 2008b).

S tem načrtom pa so povezani tudi določeni dvomi in vprašanja. Celotna sanacija finančnega sektorja bi povečala ameriški primanjkljaj s trenutnih 10,6 na 11,3 mrd USD (Mesar, 2008a), sredstva pa bodo verjetno prišla iz davkov, ki se bodo v prihodnjih letih postopoma povečevali. Upoštevati pa je potrebno tudi oportunitetne stroške, pri čemer bi denar lahko porabili za spodbujanje realnega sektorja in reševanja brezposelnosti, lahko bi posodobili šolski in zdravstveni sistem oziroma izboljšali socialni sistem (Mesar, 2008b). Problem pa je tudi, da se s tem ukrepom zanemarija ostale sektorje, saj naj bi reševali predvsem finančni sektor oziroma banke, medtem ko se ostali sektorji, npr. potrošnih dobrin in manufaktura, soočajo z resnimi težavami zmanjšanja produkcije. Zastavlja se tudi vprašanje uspešnosti vračanja zaupanja na nepremičninski trg, saj so Američani trenutno precej zmedeni in prestrašeni, večina jih ne razmišlja o nakupu nepremičnine, temveč le o ohranitvi službe, tako da bo za povrnitev zaupanja v nepremičninski trg, ki je glavni cilj tega ukrepa, potrebno še kar nekaj časa (Mesar, 2008a).

Finančni paket naj bi sicer pomagal, ne bo pa prizanesel vsem finančnim institucijam, saj veliko bank v svojih bilancah drži konstrukcijske dolgove in ostale tipe minljivega premoženja, ki ga država ne bo odkupila. Paket bo za delniške trge in gospodarstvo koristen, v kolikor bo država dopustila ustrezno razmerje med državno regulacijo in vlogo države ter svobodnim tržnim gospodarstvom. Dolgoročna prisotnost države lahko pripelje do moralnega hazarda ter izbruha še večje finančne krize enkrat v prihodnosti, zato država ne bi smela reševati kar vsega po vrsti in za vsako ceno (Kleindienst, 2008b).

4.2.1.1 Ustreznost ravnanja ameriške vlade

Za kapitalske trge je bila novica, da ameriški davkoplačevalci bremena stečaja banke Lehman Brothers ne bodo prevzeli, pozitivna, čeprav bi ga lahko, podobno, kot so ga v primeru banke Bear Sterns, Fannie Mae in Freddie Mac. V našem primeru nobeno od skrajnih stališč glede vloge države in regulatorjev pri reševanju finančne krize, ni ustrezno. Prvo je, da bi morali trgu pustiti, da krizo reši sam, drugo pa, da bi morala država reševati vse počez. Sistemska tveganja bi bila v primeru propada največjih poslovnih bank, zavarovalnic ali investicijskih bank, kot sta Fannie Mae in Freddie Mac, bistveno večja kot v primeru propada investicijske banke Lehman Brothers. Pri reševanju družb Fannie Mae in Freddie Mac ni šlo za reševanje lastniškega kapitala, temveč za reševanje temeljnega zaupanja v dolžniške finančne instrumente teh dveh institucij in delovanja nepremičninskega trga (Kleindienst, 2008b).

Ameriške oblasti so pri reševanju finančnih institucij pokazale, da so pripravljene rešiti le tisto, kar je nujno potrebno rešiti. S tem so se odločile kaznovati moralni hazard, ki je ključni razlog današnje finančne krize. Pokazale so se kot odločne, vendar selektivne, kar je po mnenju mnogih strokovnjakov ustrezno ravnanje, saj bo tako v ameriškem finančnem sistemu prišlo do ustreznega čiščenja in kaznovanja tistih, ki so za moralni hazard najbolj odgovorni (Kleindienst, 2008a).

4.2.2 Reševanje bank v EU

Britanska vlada je 13. oktobra napovedala, da bo svojim trem največjim bankam namenila 64 mrd dolarjev pomoči. Sledile so ji Nemčija, Francija in Španija, ki bodo za reševanje bank skupno namenile okoli 900 mrd evrov. Nemška vlada bo zagotovila 400 mrd evrov v obliki jamstev za posojila, 80 mrd evrov svežega kapitala pa za dokapitalizacijo bank v finančnih

težavah. Francoska vlada je za rešitev svojih bank pripravljena nameniti do 360 mrd evrov. Od tega bo jamčila za do 320 mrd evrov medbančnih posojil, do 40 mrd evrov pa bo namenila za dokapitalizacijo bank. V višini 100 mio evrov bo svojim bankam na pomoč priskočila tudi Španija (Srnovršnik, 2008b).

4.3 Pomoč posameznikom

4.3.1 Pomoč prezadolženim lastnikom nepremičnin

Ameriška vlada je decembra 2007 razkrila načrt za pomoč prezadolženim lastnikom nepremičnin, ki jih je prizadela kriza na trgu hipotekarnih posojil. Načrt so pripravili predstavniki finančnega ministrstva skupaj z glavnimi posojilodajalci in investitorji, njegov namen pa je refinanciranje drugorazrednih hipotekarnih posojil s spremenljivimi obrestnimi merami ali zamrznitev obrestnih mer za pet let. V tem primeru bi na obstoječih ravneh lahko ohranili obrestne mere le tisti posojilojemalci, ki doslej niso izpustili plačila nobenega obroka hipoteke po začetni obrestni meri. Zamrznitev pa se nanaša le na tista posojila, ki so bila najeta med letom 2005 in 31. julijem 2007, in sicer na predvidene dvige obrestnih mer med 1. januarjem 2008 in 31. julijem 2010. Ukrep pa lahko uveljavljajo le tisti, ki živijo v nepremičnini. Na ta način naj bi pomagali 1,2 mio ljudem. Glede na precej stroge pogoje za zamrznitev obrestnih mer so nekateri kritiki ocenili, da jih izpolnjuje le okoli 145 tisoč gospodinjstev (Ameriška vlada bo poskušala zajeziti krizo na ameriškem hipotekarnem trgu, 2007).

Vladni program FHA Secure, ki naj bi pomagal lastnikom nepremičnin, da se izognejo rubežu, naj bi se še razširil. Tako bi lahko posojilojemalci z nizkimi in srednjimi dohodki odplačilo svoje hipoteke preoblikovali v mesečne obroke, ki si jih lahko privoščijo, izgubo pri posojilih pa bi nosili posojilodajalci. Predlog Busheve administracije prelaga plačilo dolga na posameznike, saj plačniki, pri katerih je tveganje večje, dobijo manjše premije od države. Seveda pa se kriza s propadanjem hipotekarnih posojil in izvršbami nad hišami nadaljuje in ji še ni videti konca, zato je potrebno poseči po dodatnih in bolj odločnih ukrepih. Eden izmed njih je tudi zmanjšanje glavnice hipotekarnih posojil. Takšno ukrepanje bi bilo učinkovito, saj bi se povečalo premoženje lastnikov domov, ki bi se tako odločili nepremičnino zadržati, lažje pa bi jo tudi prodali. Ta predlog pa je precej neobičajen, zato ga bodo posojilodajalci težko sprejeli. Enkratno znižanje glavnice pa lahko povzroči tudi dodatne pritiske, da se takšni ukrepi ponavljajo. Posojilodajalci so doslej sprejemali le kratkoročne ukrepe, kot je nižanje obrestne mere (Bernanke svari pred nadaljevanjem hipotekarne krize, 2008).

4.3.2 Povečanje jamstev za bančne vloge

Ameriški proračunski paket v prvotni vrednosti 700 mrd dolarjev zajema tudi dvig garancije za bančne vloge s 100 na 250 tisoč dolarjev, davčne olajšave v višini 149 mrd dolarjev, omejitev plač direktorjev ter nadzor nad porabo paketa, kar njegovo vrednost poveča na 850 mrd dolarjev.

15. oktobra 2008 je Evropska komisija napovedala povečanje minimalnih jamstev držav članic EU za bančne vloge fizičnih oseb na najmanj 50 tisoč evrov, v letu 2009 pa na 100 tisoč evrov. Pred tem pa so že napovedali povečanje državnih jamstev na 20 tisoč evrov. Z jamstvom 50 tisoč evrov bi tako pokrili 80%, z jamstvom 100 tisoč evrov pa 90% vlog varčevalcev. Slovenija je jamstvo za bančne in hranilniške vloge zvišala s prvotnih 22 tisoč evrov na neomejeno jamstvo.

V primeru stečaja banke naj bi skrajšali rok izplačila vlog s prvotnih treh mesecev na tri dni. S tem bi ukinili tudi sozavarovanje, da varčevalec nosi del stroškov ob propadu banke. Države bodo morale jamčiti za izplačilo celotne vloge, če je ta v okviru določene zajamčene vsote. Zvišanje jamstev naj bi povečalo zaupanje varčevalcev v varnost njihovih vlog (Novi ukrepi ECB za rešitev krize, 2008).

4.4 Ukrepi Sveta za ekonomske in finančne zadeve (ECOFIN)

4.4.1 Štirje stebri ukrepov

Oktobra 2007 so finančni ministri EU v sodelovanju z Evropsko komisijo določili štiri glavna področja za prednostno ukrepanje kot odziv na glavne pomanjkljivosti v finančnem sistemu, ki so jih ugotovili v času krize. Ta področja so bila razvrščena v t.i. načrt »ECOFIN«.

Nastala finančna kriza je razkrila številne ranljive točke in slabosti na finančnih trgih, za katere odpravo je potreben ustrezen in pravočasen odziv ter tudi tesno sodelovanje in izmenjava informacij med nadzornimi organi na ravni EU. Pozornost bi bilo treba usmeriti na ključne temelje učinkovitih in stabilnih finančnih trgov. Za povrnitev zaupanja in izboljšanje delovanja trgov je bistvenega pomena, da finančni sektor hitro pride na dan z lastnimi pobudami, po potrebi tudi z ukrepi za samoreguliranje, zlasti da bi povečali preglednost za vlagatelje, trge in regulatorje, izboljšali vrednotenje premoženja, okrepili bonitetni okvir in obvladovanje tveganja v finančnem sektorju, izboljšali delovanje neorganiziranih dolžniških trgov ter opredelili vlogo, upravljanje in odgovornost agencij za ocenjevanje bonitete (Stabilnost finančnega trga, 2008, str. 5-9).

4.4.2 Okrepitev okvira finančne stabilnosti

Za zagotovitev učinkovitega preprečevanja, reševanja in obvladovanja kriz je potrebno zagotoviti popolno skladnost mehanizmov za finančno stabilnost s tržnimi gibanji. Finančne ustanove in investitorji nosijo glavno odgovornost za obvladovanje tveganja, finančni nadzorni organi pa morajo biti sposobni popolnoma razumeti dogajanja na trgu, oceniti ustreznost obvladovanja tveganja oziroma izvajati korektivne ukrepe. Tudi javni organi morajo v času krize na nacionalni ter mednarodni ravni reagirati pravočasno, usklajeno in zanesljivo. Sprejeli naj bi več ukrepov v zvezi z mehanizmi finančnega nadzora in finančne stabilnosti s poudarkom na obvladovanju čezmejnih finančnih kriznih situacij (Stabilnost finančnega trga, 2008, str. 10-13).

Prednostne naloge EU bi morale biti (Stabilnost finančnega trga, 2008, str. 13): boljše preprečevanje in obvladovanje mednarodnih kriz, pri čemer bi morala okrepiti vlogo IMF pri nadziranju makro-finančne stabilnosti, skupaj s Forumom za finančno stabilnost (FSF)²⁴ pa bi morala vzpostaviti boljši sistem zgodnjega opozarjanja na grožnje za svetovno gospodarstvo; izboljšanje bonitetnega okvira, zlasti za obvladovanje likvidnostnega tveganja finančnih skupin; izboljšanje razumevanja in predstavljanja izpostavljenosti bank in drugih finančnih ustanov zunajbilančnim mehanizmom; zagotavljanje zadostne preglednosti na kreditnih trgih in poročanja o načinu vrednotenja strukturiranih proizvodov, da bodo odpravili negotovosti glede

²⁴ Forum za finančno stabilnost (FSF) je mednarodni organ za določanje standardov, kot so tudi Baselski odbor za bančni nadzor, Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO), Mednarodno združenje zavarovalniških nadzornikov (IAIS) in Svet za mednarodne računovodske standarde (IASB) (Stabilnost finančnega trga, 2008).

tovrstnega vrednotenja ocen in zagotovili učinkovito obvladovanje tveganja; obravnavanje vprašanj, ki so povezana z agencijami za ocenjevanje bonitete.

SKLEP

Finančna kriza, ki se je začela v Združenih državah Amerike na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, se je razširila naprej v druge finančne sektorje povsod po svetu ter močno vplivala tudi na svetovno realno gospodarstvo. S tem je postala ena največjih svetovnih finančnih in gospodarskih kriz v naši zgodovini.

Na podlagi vsebine besedila lahko povzamemo in ugotovimo, da današnja globoka svetovna kriza temelji predvsem na neustrezno zamišljenem konceptu finančnega kapitalizma, ki temelji na tržnem fundamentalizmu, za katerega je edini cilj zasledovanje maksimalnih individualnih interesov, kar naj bi vodilo v maksimum za celotno družbo. Vendar pa v praksi vemo, da je ideologija popolne konkurence neuresničljiva, kar nujno vodi v različne tržne anomalije, velika nihanja in neuskkljenosti ter nenazadnje v krize. V prizadevanjih posameznikov za čim večji zaslužek, le-ti ne izbirajo sredstev ter se na ta način zavedno ali nezavedno okoriščajo na račun drugih. Tisti, ki imajo več informacij in so bolj sposobni, ta položaj izkoriščajo ter uvajajo vedno nove finančne produkte, da bi še povečali svoje dobičke, tudi na račun drugih, hkrati pa zaobšli zakone ter pravila, ki jih še ne obravnavajo oziroma prepovedujejo.

Finančne ustanove so v želji po doseganju dobičkov uvajale nove različice ugodnih hipotekarnih posojil. Ta so izdajale tudi posojilojemalcem z najnižjo kreditno oceno. Tveganja nevračila posojil so z listinjenjem zavedno prenašali naprej, pri čemer so le-ta s prepakiranjem posojil ter z izdajo izvedenih finančnih instrumentov postala za investitorje praktično neugotovljiva. Pri tem je šlo za zavedno ustvarjanje asimetrije informacij ter prikrivanje tveganj in njihovih izvorov. Finančne ustanove so na ta način privabljale ter zavajale naivne nevedneže, tako na posojilnem kot tudi na kapitalskem trgu, ki so verjeli v lažno dobičkonosnost privlačnih vrednostnih papirjev oziroma niso pričakovali uresničitve škodnega dogodka, ali pa so se v investicije tovrstnih vrednostnih papirjev podajali tisti, ki so imeli namen ta tveganja prenesti naprej.

Finančna kriza je s pomanjkanjem likvidnosti preko omejevanja posojilne aktivnosti gospodarstvu vplivala tudi na realni sektor. Z najbolj globoko recesijo se soočajo predvsem bogate, razvite države, nižjo gospodarsko rast pa dosegajo tudi v nerazvitih državah. Napovedi prihodnjih gospodarskih gibanj so slabe, ob uresničevanju tveganj, povezanih s krizo, pa lahko pričakujemo, da bodo le-ta v prihodnosti dosegala nižje vrednosti od trenutnih napovedi.

Reševanje finančne krize po mojem mnenju ni bilo ne ustrezno ne pravočasno. Ukrepati bi bilo potrebno že takrat, ko so analitiki napovedovali napihovanje mehurčka ter zniževanje cen na ameriškem nepremičninskem trgu. Mednarodni denarni sklad je sicer že dolgo napovedoval pok nepremičninskega in finančnega mehurčka ter opozarjal na njegove posledice, vendar pa ga v tej anarhiji v doseganju vedno večjih dobičkov seveda nihče ni jemal resno. V tej situaciji so z ukrepi spet čakali do zadnjega, ko je bilo že prepozno in je kriza že izbruhnila. Zastavljajo se nam vprašanja, zakaj vedno kurativa in ne preventiva, kakšno je tu ozadje, kdo ima od tega koristi ter kdo vedno izpade žrtev? Gre seveda spet za navzkrižje interesov, za večni boj med pristaši neoliberalnega kapitalizma na eni ter njegovimi nasprotniki na drugi strani.

Pri poskusu reševanja in omilitvi posledic finančne krize so se ameriške oblasti do sedaj posluževale predvsem dodajanja likvidnosti in finančnih injekcij v finančni sistem ter zniževanja ključne obrestne mere. Neomejen dostop do likvidnosti je bankam pomagal, vendar pa obstaja nevarnost za cel svet, v kolikor bodo ZDA še naprej dajale v obtok toliko denarja. Potrebno bi bilo ustanoviti mednarodni likvidnostni sklad, v katerega bi prispevale svoj delež predvsem bogate države. Na ta način bi zagotovili zadostno likvidnost za vse ter preprečili padec dolarja, s tem pa tudi ameriških državnih obveznic, ki jih imajo v svojem portfelju te države zelo veliko.

Poleg reševanja likvidnostnih težav je pomembno istočasno reševanje nesolventnosti bank. Vrednost njihovih aktiv se zmanjšuje, saj izvedeni finančni instrumenti trenutno nimajo cene, likvidnost pa zato pada, saj aktiva ne zadostuje več za plačilo depozitov na pasivi. Ameriški finančni paket v vrednosti 700 mrd dolarjev naj bi bil namenjen odkupu slabih vrednostnih papirjev v zameno za gotovino. Na ta način bi se zanje spet vzpostavil trg ter oblikovala cena. Ta znesek, glede na to, da je takšnih vrednostnih papirjev veliko več, pa bi moral pokrivati reševanje le finančnih ustanov, ki glede na trenutne razmere ne bi smele propasti.

Pomembno je poudariti, da je bila ključna pomanjkljivost pri reševanju krize ta, da so se regulatorji premalo zavedali systemskega tveganja, ki zahteva sodelovanje ter pravočasno in usklajeno ukrepanje na mednarodni ravni. Različni odzivi na krizo so bili tako odločilnega pomena za razširitev krize v globalno finančno krizo. Ameriška centralna banka je npr. ključno obrestno mero zniževala, medtem ko jo je Evropska centralna banka zviševala. Zniževanje ključne obrestne mere pa je tudi povezano z različnimi dvomi. V trenutni situaciji se obrestne mere in kreditni pogoji za pridobitev posojila z zniževanjem ključne obrestne mere zaradi nezaupanja gibljejo v nasprotni smeri. Realne obrestne mere pa so tudi že na ničli ali pa so negativne, zato je pomembno dati poudarek predvsem različnim fiskalnim spodbudam.

Trenutna globoka svetovna finančna in gospodarska kriza nas opozarja, da je s trenutno zasnovano finančno in ekonomsko arhitekturo nekaj hudo narobe, ter da bo potrebna njena temeljita prenova. Potrebno bi bilo uvesti strožji nadzor nad vsemi finančnimi ustanovami, predvsem nebančnimi, ter zasnovati boljše sisteme za upravljanje s tveganji, nad katerimi bi imeli nadzorniki boljši pregled, zagotoviti boljše preprečevanje in obvladovanje mednarodnih kriz ter vzpostaviti boljši sistem zgodnjega opozarjanja na grožnje za svetovno gospodarstvo. Potrebno je najti neko uravnoteženo noto med državnim intervencionizmom in prosto delujočim trgom. Sedaj se nam odpira priložnost, da s skupnimi močmi oblikujemo bolj pravičen in moralen svet.

LITERATURA IN VIRI

1. Abramovič, K. (2008a, junij). *Kaj se lahko naučimo iz preteklih finančnih kriz?* Najdeno 26. maja na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/bilten07-2008-kaj-se-lahko-naucimo-iz-preteklih-financnih-kriz>
2. Abramovič, K. (2008b, 25. september). *Nepremičnine v ZDA: vzrok začetka in razpleta finančne krize.* Najdeno 2. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/doc/NLBskladi/aktualno/2008/NLB%20SkladiStrategivzadregi25092008.pdf>
3. *Adjustable rate mortgage.* Wikipedia. Najdeno 10. maja 2008 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Adjustable_rate_mortgage

4. *Ameriška finančna kriza 2007-08*. Najdeno 26. aprila 2008 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/190063/AmeriskafinancnakrizaMFO.ppt
5. *Ameriška vlada bo poskušala zajeziti krizo na hipotekarnem trgu*. (2007, 7. december). Najdeno 17. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/285843
6. Bajraktarević, G. (2001). *Primarni trg vrednostnih papirjev* [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Bednaš et al. (2008, september). *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2008*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR).
8. *Bernanke svari pred nadaljevanjem hipotekarne krize*. (2008, 4. marec). Najdeno 5. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/206500/Bernanke_svari_pred_nadaljevanjem_hipotekarne_krize
9. Bolčina, J. (2006). *Upravljanje s kreditnim tveganjem* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Brescia, R. H. (2008). Capital in Chaos: The Subprime Mortgage Crisis and the Social Capital Response. *Cleveland State Law Review*, Cleveland-Marshall College of Law, 56 (1), 271-318.
11. Buiter, W. H. (2007). Lessons from the 2007 Financial Crisis. *Centre for Economic Policy Research policy insight*, (18), 1-17.
12. *Cene britanskih nepremičnin padajo*. (2008, 4. oktober) Najdeno 5. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://24ur.com/novice/gospodarstvo/cene-britanskih-nepremicnin-padajo.html>
13. Cirman, A. et al. (1999). *Poslovanje z nepremičninami*. Zapiski predavanj. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. *CNN Money*. Business, financial, personal finance news. Najdeno 2. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://money.cnn.com/>
15. Crouhy, M. & Turnbull, S. M. (2008, 11. maj). *The Subprime Credit Crisis of 07*. Najdeno 9. julija 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467
16. Damijan, P. J. (2007, 13. avgust). *Ameriški finančni virus na pohodu*. Najdeno 27. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://razgledi.net/blog/2007/08/13/ameriski-financni-virus-na-pohodu>
17. Davidson, A. et al. (2003). *Securitization: structuring and investment analysis*. Hoboken: J. Wiley, cop.
18. Dell'Ariccia, G., Igan, D. & Leaven, L. (2008, februar). *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*. Najdeno 10. julija 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1100138
19. *Direktivi Evropskega parlamenta in Sveta*. (2004, 14. julij). Komisija evropskih skupnosti. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/regcapital/com-2004-486/annex_sl.pdf
20. *The Discount Rate*. The Federal Reserve Board. Najdeno 20. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>
21. Doles, J., Jelovčan, M. & Kastelic, J. (b.l.). *Finančna kriza – priložnost za zaslužek*. Najdeno 10. februarja 2008 na spletnem naslovu http://beta.financna-tocka.si/files/Financna_kriza_-_priloznost_za_zasluzek-1203601353.pdf
22. Dolžan, P. (2005). *Kotirajoči indeksni skladi* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. *Dow Jones prvič po štirih letih pod 10.000 točkami, evro še nižje*. (2008, 6. oktober). Najdeno 7. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.sta.si/vest.php?id=1326421>
24. *Euribor historical data*. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html

25. *Euro exchange rates*. Evropska centralna banka. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>
26. Fabozzi, F. J. (2000). *Bond Markets, Analysis and Strategies*. Upper Saddle River: New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
27. Fabozzi, F. J. (2001). *Accessing capital markets through securitization*. New York: Frank J. Fabozzi.
28. Ferluga, I. (2008, 21. marec). *Kriza zaradi lakomnosti*. Najdeno 12. junija na spletnem naslovu <http://www.vecer.com/vecer2007/default.asp?kaj=3&id=2008032105306767>
29. Gaspari, M. (2008, 14. oktober). *Cene surovin se bodo še nižale*. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/226353/Cene_surovin_se_bodo_%B9e_ni%BEale
30. Grm, J. (2008). *Devizni mix*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://juregrm.blogspot.com/>
31. *Historic LIBOR rates*. British Bankers' association (BBA). Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=141&a=11948>
32. Hull, J. C. (2003). *Options, futures and other derivatives*. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education, Inc.
33. Janevska, L. (2004, marec). *Prenos kreditnega tveganja*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/nadzor-bank.asp?MapaId=163>
34. Jenko, M. (2008, 20. september). Ekonomist Igor Masten o svetovni finančni krizi: Nisem pričakoval, da bodo v ZDA popadali iz omar tako veliki okostnjaki. *Delo, Sobotna priloga*, (244), str. 4-6.
35. *Key ECB interest rates*. Evropska centralna banka. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
36. Kiff, J. & Mills, P. S. (2007). Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, (188), 1-18.
37. Kleindienst, R. (2008a, 15. september). *Odlična novica: družbe Lehman brothers država ne bo reševala*. Najdeno 30. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.nlb.si/doc/NLB-skladi/aktualno/2008/StrategiVZadregi15092008_2.pdf
38. Kleindienst, R. (2008b, 1. oktober). *Zakaj in pod kakšnimi pogoji bo ameriški reševalni paket koristen?* Najdeno 30. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/doc/NLB-skladi/aktualno/StrategiVZadregi011008.pdf>
39. Klemenčič, A. (2008a, 21. januar). *Intervju: Egon Zakrajšek, Federal Reserve: "Ni še mogoče reči, da smo v recesiji"*. Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/293848/
40. Klemenčič, A. (2008b, 26. januar). *Zaradi hipotekarne krize cene ameriških nepremičnin prvič v 39 letih padajo*. Najdeno 15. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/295091
41. Kocbek, D. (2008). *Kdo miži in kdo molči*. Najdeno 16. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tehdnik/200807/clanek/nar--ekonomija-darja_kocbek/
42. Koncilja, K. (2008, 28. februar). *ZDA na robu*. Najdeno 1. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.skladi.com/novice.php?novica=259>
43. Koračin, M. (2005). *Hipotekarni vrednostni papirji* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
44. Košmerlj, M. (2002). *Trg hipotekarnih obveznic v ZDA* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Kovač, B. (2007). *Lekcija globalnih financ: Ogroža nas tako krhkost kapitalizma kot neodgovornost politike, da poišče prave rešitve*. Najdeno 5. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tehdnik/200734/clanek/slo-ekonomija--bogomir_kovac/

46. Kovač, B. (2008). *Kdo bo plačal zapitek?*. Najdeno 5. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tehdnik/200813/clanek/slo-ekonomija--bogomir_kovac/
47. Kovač, S. (2002). Rating agencije in verodostojnost rating ocen. *Bančni vestnik*, 51 (12), str. 7-9.
48. Kregel, J. (2008). Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis. *Levy Economics Institute Working Paper*, The Levy Economics Institute of Bard College, (530), 1-20.
49. Larson, M. D. (2008). *How Federal regulators, Lenders, and Wall Street created America's housing crisis*. Jupiter: Weiss Research, Inc.
50. Ljubanović, P. (2005). *Vloga bonitetnih agencij pri listinjenju premoženja* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
51. Lordon, F. (2008, oktober). Reševanje bank pred bankrotom. *Delo, Le Monde Diplomatique*, (38), str. 4-6.
52. Mah-hui Lim, M. (2008). Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Causes and Consequences. *Levy Economics Institute Working Paper*, The Levy Economics Institute of Bard College, (532), 1-29.
53. *Maja v ZDA 5,5-odstotna stopnja brezposelnosti*. (2008, 6. junij). Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.izvoznookno.si/novice/?id=7960>
54. *Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za evroobmočje*. (2008, september). Frankfurt: Evropska centralna banka (ECB).
55. *Mednarodni računovodski standardi*. (2003). *Uradni list EU*. (Št. 1725/2003, 13. oktober 2003).
56. Mejač Krassnig, A. (1998, 22. april). Financiranje nepremičnin. *Finance*, 9.
57. Mencinger, B. (2008, 16. september). *Galerija: Največji padci borz v ZDA*. Najdeno 17. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/223581/Galerija_Najve%8E8ji_padci_borz_v_ZDA
58. Mesar, M. (2008a, 22. september). *Američani bodo potrebovali veliko metlo za veliko umazanje*. Najdeno 23. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=11137&src=avtorji>
59. Mesar, M. (2008b, 6. oktober): *Zbogom neoliberalci in selitev krize v EU*. Najdeno 8. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=11221>
60. *Minutes of the Federal Open Market Comitee*. (2007, 18. september). Federal Open Market Comitee. Najdeno 12. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20070918.htm>
61. *Minutes of the Federal Open Market Comitee*. (2008a, 18. marec). Federal Open Market Comitee. Najdeno 12. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20080318.pdf>
62. *Minutes of the Federal Open Market Comitee*. (2008b, 29.-30. april). Federal Open Market Comitee. Najdeno 12. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20080430.pdf>
63. Mishkin, F. S. (2008a, 11. januar). *Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions*. Speech at the Federal Reserve Bank of New York. Najdeno 15. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080111a.htm>
64. More, M. (2001). *Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji*. Portorož: 7. strokovno posvetovanje o bančništvu.
65. More, M. (2002). *Dileme izbora modela hipotekarnega bančništva v Sloveniji*. Bled: Delavnica stanovanjsko financiranje in hipotekarno bančništvo v Sloveniji.
66. *Najhujši finančni šok po letu 1929 (Intervju z dr. Egonom Zakrajškom, Federal Reserve)*. (2008, 21. marec). Najdeno 22. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/56949>

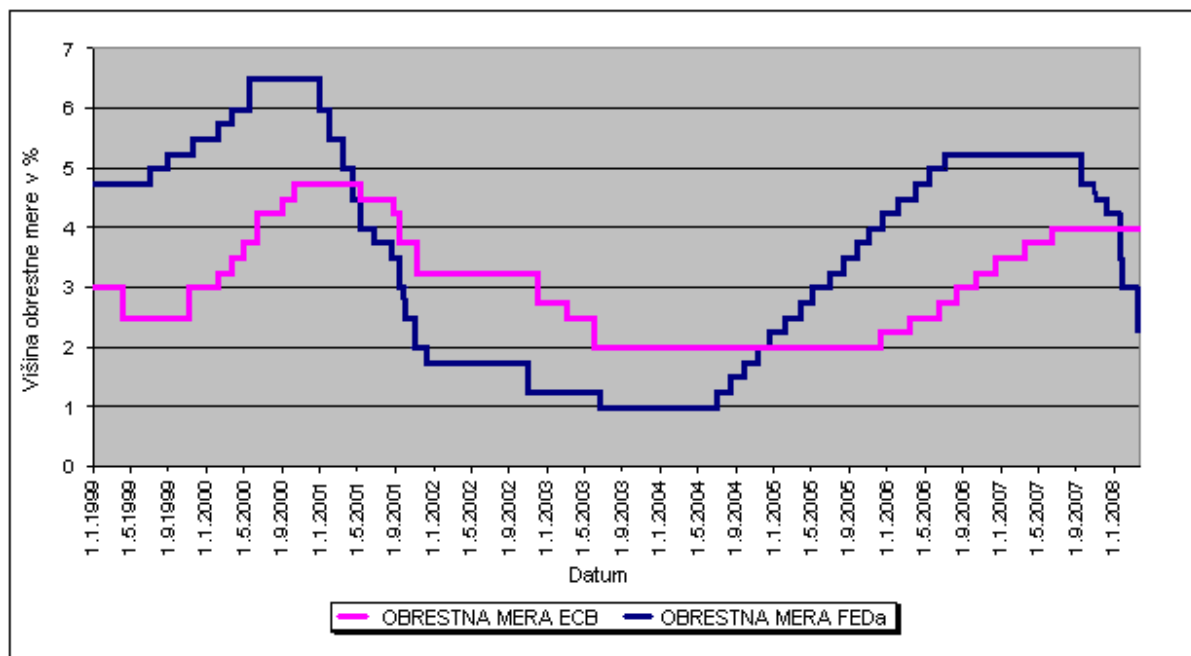
67. *Novi ukrepi ECB za rešitev krize.* (2008, 15. oktober). Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/69143>
68. *Open Market Operations.* The Federal Reserve Board. Najdeno 10. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>
69. Peternelj et al. (2008, september). *Ekonomске analize/ avgust - september 2008. Ekonomsko ogledalo.* Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR), XIV (8-9), 17 str.
70. Pfajfar, D. (2002). *Japonska in likvidnostna past* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
71. *Policy Statement on Financial Market Developments.* (2008, 13. marec). President's Working Group on Financial Markets. Najdeno 14. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/pwgpolicystatemktturmoil_03122008.pdf
72. *Purchasing Managers' Index.* Investopedia. Najdeno 16. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/p/pmi.asp>
73. Puschner, M. (2008, 8. oktober). *Kaj se dogaja na nepremičninskem trgu?* Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nepremicinar.com/novice.html?area=novice&id=9837>
74. *Realty trac – zgodovinska baza.* Najdeno 19. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.realtytrac.com/>
75. *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience.* (2008, 7. april). Financial stability forum. Najdeno 17. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf
76. Repovž, M. (2008, 20. september). Na robu. *Delo, Sobotna priloga*, (244), str. 1.
77. Ribnikar, I. (1991). Hipoteka, hipotekarno posojilo in vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami. *Bančni vestnik*, 40 (10), 386-387.
78. Ribnikar, I. (1996). Listinjenje. *Bančni vestnik*, 45 (1-2), 48-51.
79. Roubini, N. (2008, 4. avgust). *Yes, That's \$2 Trillion of Debt-Related Losses.* Najdeno 15. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://online.barrons.com/article/SB121763156934206007.html?page=2>
80. Rupnik, K. (2008). *Dejavniki kreditnega razmika v ameriški finančni krizi 2007* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
81. *Slovar bančnih izrazov.* Raiffeisen Bank. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.raiffeisen.si/slovar_bancnih_izrazov
82. Soros, G. (2008, 23. januar). *The worst market crisis in 60 years.* Najdeno 25. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.ft.com/cms/s/0/1a7af090-c956-11dc-9807-000077b07658.html?nclick_check=1
83. Srdić, M. et al. (1975). *Ekonomski leksikon.* Beograd: Savremena administracija.
84. Srnovršnik, T. (2008a, 5. september). *V ZDA brezposelnost poskočila na petletni vrh.* Najdeno 6. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/222567/V_ZDA_brezposelnost_posko%8ila_na_petletni_vrh
85. Srnovršnik, T. (2008b, 13. oktober). *Evropa rešuje banke.* Najdeno 14. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/226333>
86. Srnovršnik, T. (2008c, 21. oktober). *Do konca 2009 ob delo še dodatnih 20 milijonov ljudi.* Najdeno 22. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/227193>
87. *Stabilnost finančnega trga.* (2008, 4. marec). Vmesno poročilo Sveta za ekonomske in finančne zadeve (ECOFIN) za Evropski svet. Bruselj: ECOFIN.
88. Swary, I. & Topf, B. (1992). *Global financial deregulation: commercial banking at the crossroads.* Cambridge: Blackwell.
89. Šimac, J. (2008a, 12. avgust). *UBS gre na polovico.* Najdeno 13. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/220374/UBS_gre_na_polovico

90. Šimac, J. (2008b, 29. september). *Kako bodo Američani reševali finančno krizo?* Najdeno 30. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/224888>
91. Šketako, S. (2008, 13. oktober). *Tuje borze: 1929 = 2008.* Najdeno 14. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/poslovnefinance.php?idclanka=6105>
92. Špenko, M. (2008, 15. junij). *Kriza ameriških hipotekarnih kreditov.* Najdeno 20. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.leasing.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=32004&VsebinaId=226962>
93. *TED spread.* Wikipedia. Najdeno 19. julija 2008 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/TED_spread
94. *Term Auction Facility.* The Federal Reserve Board. Najdeno 30. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>
95. *Term Securities Lending Facility.* The Federal Reserve Board. Najdeno 12. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>
96. *Težave s hipotekami in zaplembami hiš.* (2008, 15. maj). Najdeno 16. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/319651
97. *UBS zaradi visokih izgub v spremembe v vodstvu.* (2008, 1. julij). Najdeno 2. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/217275/UBS_zaradi_visokih_izgub_v_spremembe_v_vodstvu
98. Urbanc, N. (2004). *Kapitalska ustreznost bank v Sloveniji in EU* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
99. Usenik, B. (2007, 17. oktober). *Intervju: Egon Zakrajšek, Federal Reserve: Nemogoče je reči, ali v Fedu vodimo primerno politiko.* Najdeno 18. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/moje_finance/193747/Intervju_Egon_Zakraj%20%20ek_Nemogo%20%20e_je_re%20%20i_ali_v_Fedu_vodimo_primerno_politiko?y=2008&m=4
100. *V ZDA julija padec gradnje novih stanovanj in hiš.* (2008, 24. avgust). Najdeno 25. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/221282/V_ZDA_julija_padec_gradnje_novih_stanovanj_in_hi%20%20
101. Zakon o bančništvu. (2006). *Uradni list RS.* (Št. 131/2006, 14. december 2006).
102. Zaplotnik, Ž. (2008a, 2. oktober). *ZDA v tem letu ob 600 tisoč delovnih mest.* Najdeno 3. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/print.php?tip=1&id=225315>
103. Zaplotnik, Ž. (2008b, 30. oktober). *Deutsche Bank do dobička z novimi pravili.* Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/228187/Deutsche_Bank_do_dobicka_z_novimi_pravili
104. *ZDA se soočajo z rekordnim padcem prodaje stanovanj.* (2008, 28. januar). Najdeno 15. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/novice/neverjetno/295405/>
105. Zupančič, A. (2008, 17. april). *Bančno finančna kriza.* Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/bin?bin.svc=obj&bin.id=BEFB5503-EC1E-4B88-E56D-240498707B0B>
106. Weicher, J. C. (2007). *The Long and Short of Housing: The Home Ownership Boom and the Subprime Foreclosure Bust.* *Networks Financial Institute Policy Brief*, Networks Financial Institute at Indiana State University, (9), 1-37.
107. Whalen, R. C. (2008). *The Subprime Crisis - Cause, Effect and Consequences.* *Networks Financial Institute Policy Brief*, Networks Financial Institute at Indiana State University, (4), 1-16.
108. *World Crude Oil Prices.* Energy Information Administration. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_pri_wco_k_w.htm
109. *World Economic Outlook (WEO). Financial Stress, Downturns and Recoveries.* (2008, 8. oktober). International monetary fund (IMF). Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/text.pdf>

PRILOGE

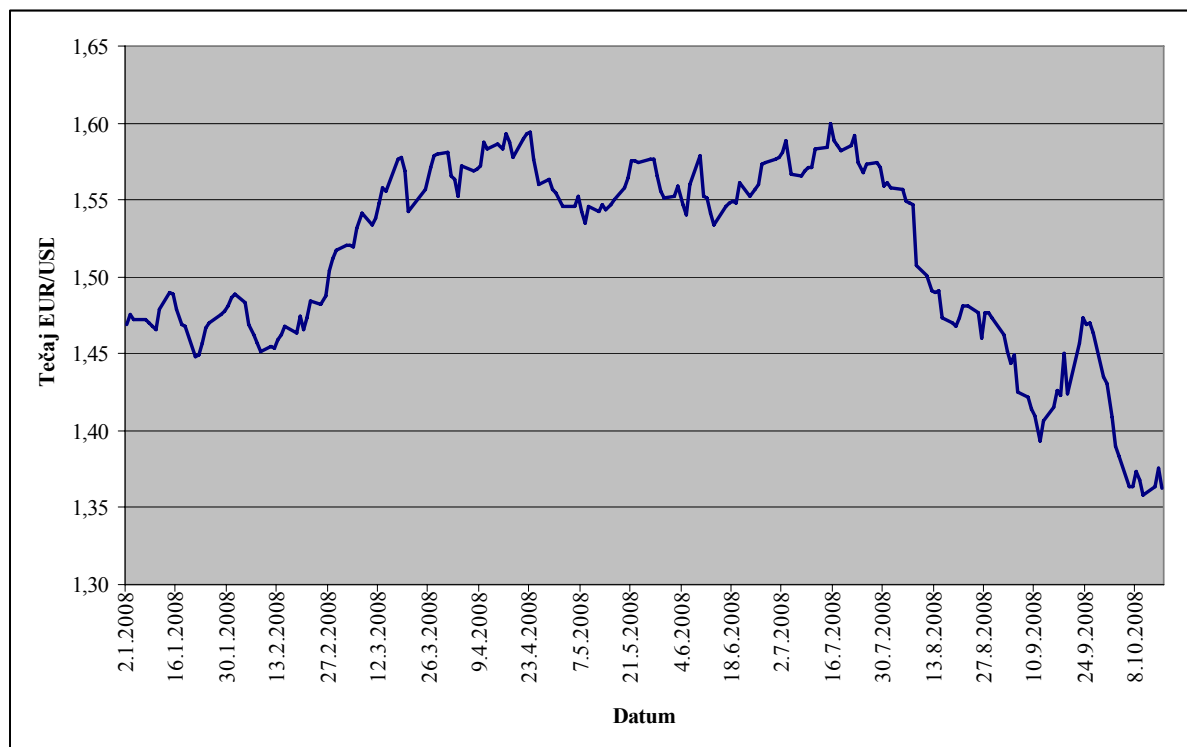
Priloga 1: Gibanje ključnih obrestnih mer ameriške in evropske centralne banke, valutnega para EUR/USD ter cene nafte

Gibanje ciljnih obrestnih mer ameriške in evropske centralne banke od 1.1.1999 do 1.1.2008



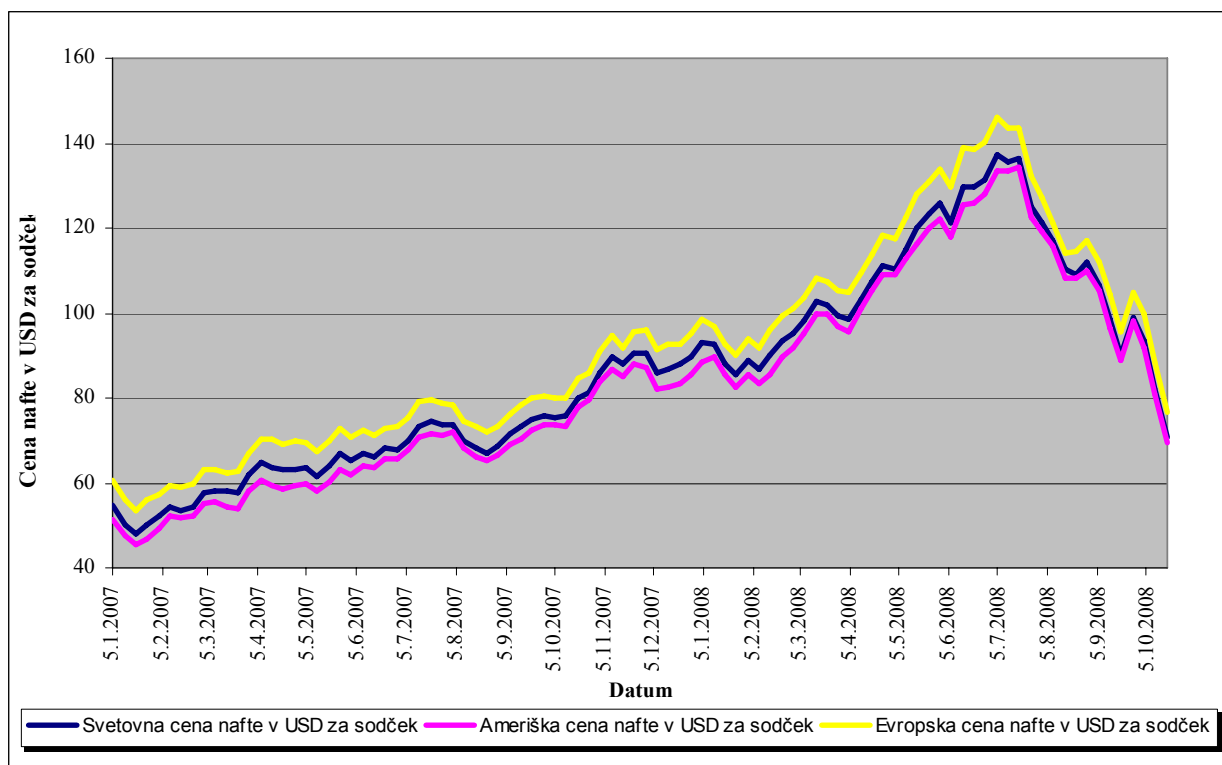
Vir: FED, Open Market Operations, 2008; ECB, Key ECB interest rates, 2008; Lastni prikaz.

Gibanje valutnega para EUR/USD od 2.1.2008



Vir: ECB, Euro exchange rates, 2008; Lastni prikaz.

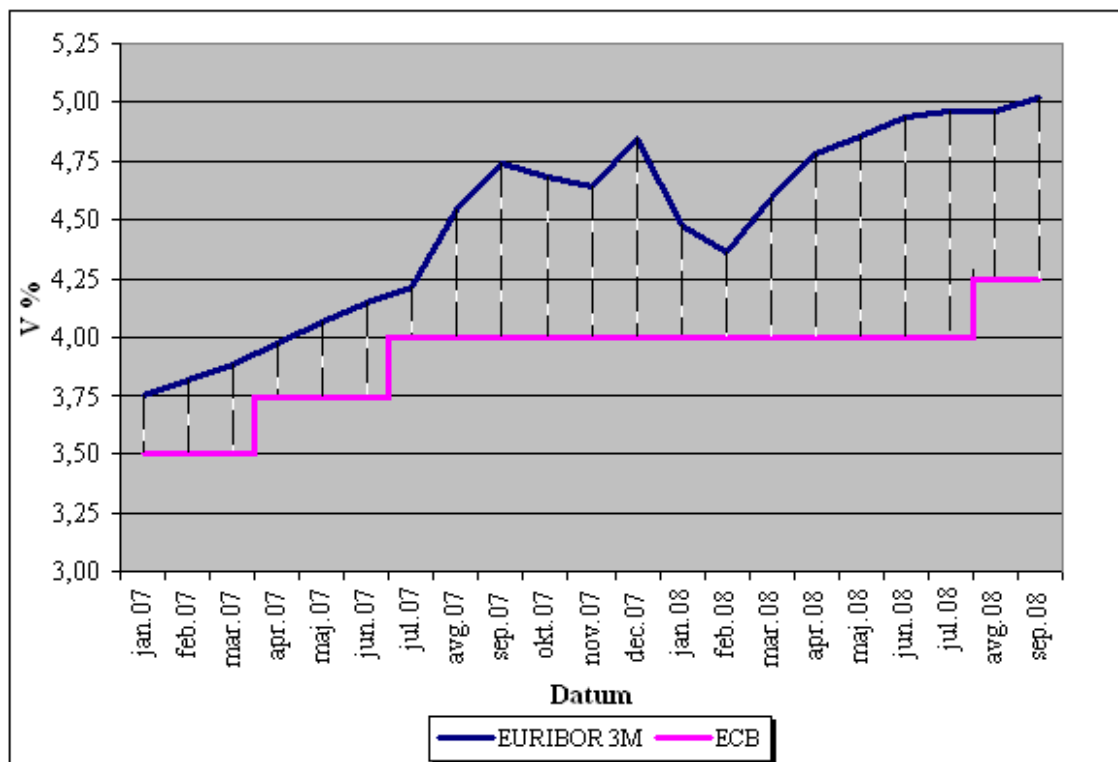
Gibanje cene nafte od 1.1. 2007 (v USD za sodček)



Vir: Energy Information Administration (EIA), World Crude Oil Prices, 2008; Lastni prikaz.

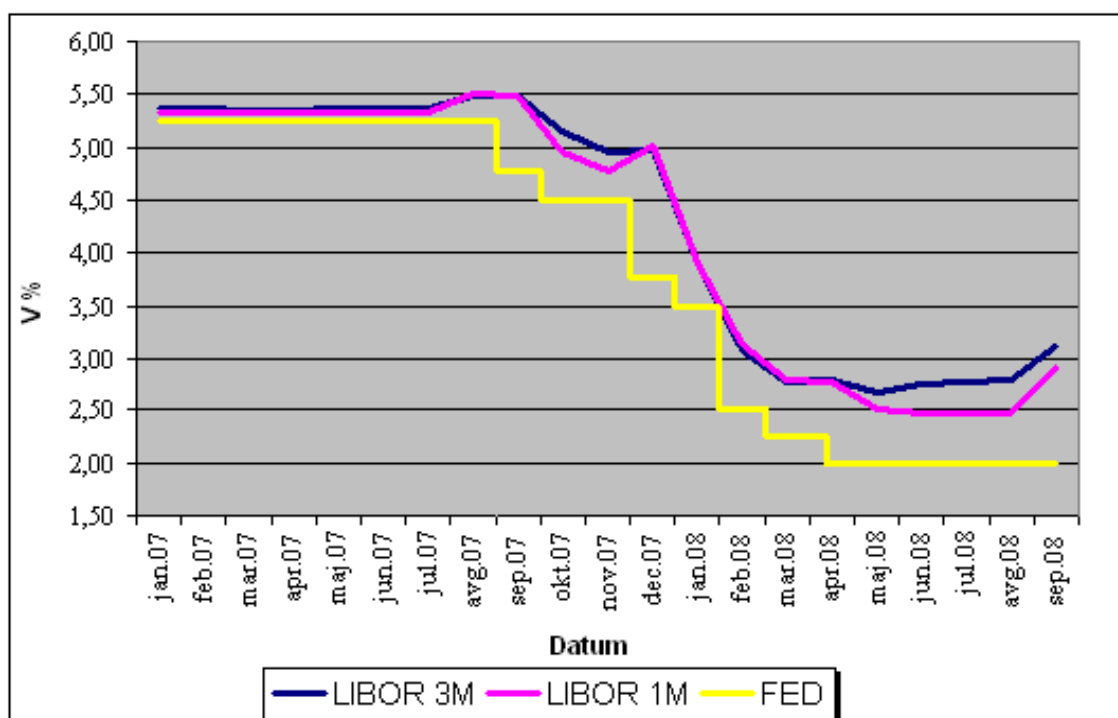
Priloga 2: Gibanje ključnih obrestnih mer ECB in FED ter medbančnih obrestnih mer EURIBOR in LIBOR

Obrestne mere ECB in 3-mesečni EURIBOR (januar 2007 – september 2008)



Vir: ECB, Key ECB interest rates, 2008; Euribor historical data, 2008; Lastni prikaz.

Obrestne mere FED ter 3- in 1-mesečni LIBOR (januar 2007 – september 2008)



Vir: FED, Open Market Operations, 2008; British Bankers' association (BBA), Historic LIBOR rates, 2008; Lastni prikaz.

Priloga 3: Napovedi gospodarske rasti v letih 2008 – 2010

	UMAR	Projekcije IMF	Jesenska napoved UMAR	Projekcije IMF	Jesenska napoved UMAR	Jesenska napoved UMAR
	2007	2008	2008	2009	2009	2010
ZDA	2,0	1,6	1,6	0,1	1,4	2,8
EU	2,9	-	1,4	-	1,1	2,0
Evroobmočje	2,6	1,3	1,3	0,2	1,0	1,8
Slovenija	6,8	4,3	4,8	3,7	3,1	4,0
Nemčija	2,5	1,8	1,6	-	0,9	1,6
Italija	1,5	-0,1	0,1	-0,2	0,5	1,2
Avstrija	3,1	2,0	2,2	0,8	1,8	2,3
Francija	2,2	0,8	1,1	0,2	1,0	2,0
Španija	3,7	1,4	-	-0,2	-	-
Združeno kraljestvo (UK)	3,0	1,0	1,2	-0,1	0,9	1,8
Češka	6,5	4,0	4,6	3,4	4,7	5,0
Madžarska	1,3	1,9	2,4	2,3	3,2	4,3
Poljska	6,6	5,2	5,5	3,8	5,0	5,0
Hrvaška	5,6	3,8	4,4	3,7	4,7	5,0
BIH	6,0	-	5,0	-	5,2	6,0
Srbija	7,5	-	5,5	-	5,5	6,0
Makedonija	5,1	-	4,8	-	5,5	6,0
Rusija	8,1	7,0	7,5	5,5	6,9	6,0
Srednja in vzhodna Evropa	5,7	4,5	-	3,4	-	-
Kanada	2,7	0,7	-	1,2	-	-
Afrika	6,3	5,9	-	6,0	-	-
Japonska	2,1	0,7	-	0,5	-	-
Kitajska	11,9	9,7	-	9,3	-	-

Se nadaljuje

Nadaljevanje

		Projekcije IMF	Jesenska napoved UMAR	Projekcije IMF	Jesenska napoved UMAR	Jesenska napoved UMAR
	2007	2008	2008	2009	2009	2010
Indija	9,3	7,9	-	6,9	-	-
Srednji vzhod	5,9	6,4	-	5,9	-	-
Zahodna hemisfera	5,6	6,4	-	3,2	-	-
Brazilija	5,4	5,2	-	3,5	-	-
Mehika	3,2	2,1	-	1,8	-	-
Svetovno gospodarstvo	5,0	3,9	-	3,0	-	-

Vir: Bednaš et al., Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2008, UMAR, sept. 2008, str. 8; IMF, World Economic Outlook (WEO), Financial Stress, Downturns and Recoveries, okt. 2008, str. 2, 52-70; Lastni prikaz.

Priloga 4: Slovenski prevodi (in razlage) tujih izrazov (okrajšav)

Tuji izraz (okrajšava)	Slovenski prevod
adjustable rate mortgage – ARM	hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero
adverse selection	problem napačne izbire
ARM payment option	ARM z možnostjo plačila
asset-backed securities – ABS	s premoženjem krite obveznice
collateralised debt obligations – CDO	finančni produkti, zavarovani s paketom kupljenih posojil, ki temeljijo na izdanih hipotekarnih obveznicah in ostalih terjatvah
collateralised mortgage obligation – CMO	nepretočne, sekundarno zavarovane hipotekarne obveznice
contingent liabilities	pogojne obveznosti
counterparty risk	tveganje neizpolnitve nasprotne stranke
credit derivatives	kreditni derivativi ali zamenjave
credit risk	kreditno tveganje
delinquency rates	stopnje zamud
emerging markets	novi razvijajoči se trgi
Federal Reserve System – FED	ameriška centralna banka, Zvezne rezerve
fire sale	razprodaja naložb po zelo nizki ceni
fixed rate mortgage – FRM	hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero
foreclosures	predčasna prekinitvev hipotekarnega financiranja
hybrid ARM	hibridni ARM
Interest Only mortgage payment	ARM samo s plačilom obresti
International Labour Organization – ILO	Mednarodna organizacija za delo
International monetary fund – IMF	Mednarodni denarni sklad – MDS
jumbo loans	posojila v visokih zneskih, izdana posojilojemalcem z visoko kreditno oceno
junior, equity or first loss tranche	podrejena tranša
loan-to-value ratio – LTV	razmerje vrednosti posojila glede na vrednost nepremičnine
mezzanine tranche	srednja tranša
mortgage	hipoteka
mortgage-backed securities – MBS	pretočne hipotekarne obveznice
mortgage bond	hipotekarna obveznica
National Homeownership Strategy	Nacionalna strategija za lastništvo nepremičnin
near-prime ali alt-A loans	posojila z relativno dobro kreditno oceno (iz preteklih posojil), vendar s pomanjkljivo dokumentacijo o dohodkih oz. visokim DTI, so bolj tvegana od »prime« ter najmanj od »non-prime« posojil
»ninja« loans (no income, no job, no asset)	za pridobitev posojila ni bilo potrebno imeti nobenih dohodkov, službe ali kakšnega drugega premoženja

Se nadaljuje

Nadaljevanje

Tuji izraz (okrajšava)	Slovenski prevod
non-prime loans	ta segment trga hipotekarnih posojil se deli na »Near-prime« ali »Alt-A« in »Sub-prime« posojila
open market operations	operacije centralne banke na odprtem trgu
pass-through security	pretočna obveznica
pooling	združevanje hipotekarnih posojil v pakete ali bazene
primary dealers	primarni vpisniki
prime loans	prvorazredna hipotekarna posojila, izdana posojilojemalcem z najvišjo kreditno oceno
reset date	datum preoblikovanja fiksne v prilagodljivo obrestno mero
securitization	listinjenje
senior tranche	nadrejena tranša
»shadow banking system«	»bančni sistem v senci« - nebančne finančne institucije, ki po zakonu ne spadajo pod nadzor bančnih regulatorjev
special purpose entity – SPE: special purpose vehicle – SPV, special investment vehicle – SPE, special purpose corporation – SPC	posebna specializirana podjetja
sub-prime loans	drugorazredna hipotekarna posojila, izdana posojilojemalcem z najslabšo kreditno oceno
synthetic securitisation	sintetično listinjenje
teaser rates	zelo nizke začetne obrestne mere posojila
Term Auction Facility – TAF	operacije začasne avkcije v ameriških dolarjih
Term Securities Lending Facility – TSLF	operacije začasnega posojanja vrednostnih papirjev