

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

BOJAN LOHAK

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV NEPREMIČNINSKEGA TRGA NA
FINANČNO STABILNOST**

Ljubljana, julij 2010

BOJAN LOHAK

IZJAVA

Študent Bojan Lohak izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igorja Mastena, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 05. julij 2010

Podpis: _____

KAZALO

KAZALO SLIK.....	II
KAZALO TABEL.....	II
UVOD.....	1
1 FINANČNA STABILNOST.....	2
2 ZNAČILNOSTI NEPREMIČNINSKEGA TRGA.....	4
2.1 NEPREMIČNINSKI BALON.....	5
2.2 RAZLOGI ZA NASTANEK NEPREMIČNINSKIH BALONOV.....	6
2.3 ZGODOVINA NEPREMIČNINSKIH BALONOV.....	6
2.4 KAZALNIKI VZDRŽNOSTI RAVNI CEN NEPREMIČNINSKEGA TRGA.....	8
2.5 HIPOTEKA IN HIPOTEKARNE OBVEZNICE.....	9
2.5.1 <i>Hipoteka</i>	9
2.5.2 <i>Hipotekarne obveznice</i>	10
3 VPLIV NEPREMIČNINSKEGA TRGA NA FINANČNO STABILNOST.....	10
3.1 KREDITNO TVEGANJE.....	11
3.2 PRENOS KREDITNEGA TVEGANJA.....	13
4 PRIMERI VPLIVOV NEPREMIČNINSKEGA TRGA NA FINANČNO STABILNOST.....	14
4.1 HIPOTEKARNA KRIZA V ZDA.....	14
4.1.1 <i>Trg drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA</i>	14
4.1.2 <i>Izbruh krize na trgu hipotekarnih posojil</i>	16
4.1.3 <i>Posledice za najemnike hipotekarnih posojil</i>	18
4.1.4 <i>Posledice za finančne institucije</i>	19
4.1.5 <i>Ukrepi centralnih bank</i>	21
4.1.6 <i>Posledice za ameriško in svetovno gospodarstvo</i>	23
4.1.7 <i>Posledice za Slovenijo</i>	25
4.2 NEPREMIČNINSKI BALON NA IRSKEM.....	26
4.3 VZROKI ZA RAZCVET NEPREMIČNINSKEGA TRGA NA IRSKEM.....	27
4.4 POSLEDICE NEPREMIČNINSKEGA BALONA NA IRSKEM.....	27
5 SLOVENSKI NEPREMIČNINSKI TRG.....	28
5.1 TRG POSLOVNIH NEPREMIČNIN.....	28
5.2 TRG STANOVANJSKIH NEPREMIČNIN.....	29
5.3 GIBANJE CEN NA TRGU NEPREMIČNIN.....	30
5.3.1 <i>Cene in najemnine poslovnih nepremičnin v Ljubljani</i>	30
5.3.2 <i>Cene in najemnine stanovanjskih nepremičnin v Ljubljani</i>	31
5.4 DONOSNOST INVESTICIJ V STANOVANJE V LJUBLJANI.....	33
6 VZDRŽNOST RAVNI CEN NEPREMIČNINSKEGA TRGA V LJUBLJANI.....	34
6.1 RAZMERJE MED POVPREČNO CENO STANOVANJA IN POVPREČNIM MESEČNIM DOHODKOM.....	34
6.2 INDEKS DOSTOPNOSTI STANOVANJ.....	35
6.3 RAZMERJE MED CENAMI STANOVANJ IN LETNIMI NAJEMNINAMI.....	36
6.4 RAZMERJE MED DEJANSKIMI IN TEMELJNIMI CENAMI STANOVANJ.....	37
6.5 KOREKCIJE CEN STANOVANJ ZA LJUBLJANO NA PODLAGI NJIHOVIH TEMELJNIH CEN.....	38
7 FINANČNA STABILNOST V SLOVENIJI V POVEZAVI Z NEPREMIČNINSKIM TRGOM.....	39
7.1 STRES TESTI FINANČNEGA SISTEMA.....	41
SKLEP.....	43
LITERATURA IN VIRI.....	45

KAZALO SLIK

SLIKA 1: ČAS POKRITJA IZGUB NEPREMIČNINSKIH VLAGATELJEV PO PADCU CEN NEPREMIČNIN V SEDMIH AMERIŠKIH MESTIH	7
SLIKA 2: JAPONSKI NEPREMIČNINSKI ZLOM	8
SLIKA 3: ŠTEVILU DRŽAV (OD 18 DRŽAV ČLANIC OECD) Z VEČ KOT 25% ZVIŠANJEM CEN NEPREMIČNIN V PETIH LETIH	11
SLIKA 4: PRIMERJAVA INDEKSA CEN STANOVANJ (INFLACIJSKO POPRAVLJENEGA) JAPONSKE S SKUPNIM POVPREČNIM INDEKSEM CEN STANOVANJ ZDA, VELIKE BRITANIJE TER AVSTRALIJE	17
SLIKA 5: INFLACIJSKO POPRAVLJENI INDEKSI CEN STANOVANJ, STROŠKOV GRADNJE, DONOSOV NA 10-LETNE ZAKLADNE OBVEZNICE TER KRIVULJA RASTI PREBIVALSTVA ZA ZDA OD LETA 1890 DO 2005	18
SLIKA 6: POTEK KRIVULJE GLAVNE OBRETNOSTNE MERE AMERIŠKE CENTRALNE BANKE (FED FEDERAL FUNDS RATE) ZA OBDOBJE 1991 - 2010	22
SLIKA 7: POTEK KRIVULJE KLJUČNE OBRETNOSTNE MERE EVROPSKE CENTRALNE BANKE (ECB REFINANCING RATE) V OBDOBJU 1999 - 2010	22
SLIKA 8: POTEK KRIVULJE EVRSKIH OBRETNOSTNI MER TER TEČAJ EVRA V PRIMERJAVI Z DOLARJEM ZA OBDOBJE OD 29.12.2006 DO 27.11.2007	23
SLIKA 9: STOPNJE BREZPOSELNOSTI ZA ZDA IN EU 15 ZA OBDOBJE 1993 - 2009	25
SLIKA 10: POVPREČNE CENE NOVIH TER RABLJENIH HIŠ NA IRSKEM OD LETA 1975 DO 2006 V EUR.	26
SLIKA 11: GIBANJE POVPREČNIH OGLAŠEVANIH CEN POSLOVNIH PROSTOROV V LJUBLJANI V €/M ² , JUNIJ 1995 - DECEMBER 2009	30
SLIKA 12: GIBANJE POVPREČNIH OGLAŠEVANIH NAJEMNIN POSLOVNIH PROSTOROV V LJUBLJANI V €, SEPTEMBER 1995 - SEPTEMBER 2009	31
SLIKA 13: POVPREČNE OGLAŠEVANE CENE STANOVANJ IN HIŠ V LJUBLJANI PO LETIH V €/M ²	32
SLIKA 14: POVPREČNE OGLAŠEVANE NAJEMNINE STANOVANJ IN HIŠ V LJUBLJANI V PO LETIH €/M ²	33
SLIKA 15: RAZMERJE MED CENO STANOVANJ IN LETNIMI DRSEČIMI SREDINAMI POVPREČNIH MESEČNIH NETO PLAČ ZA LJUBLJANO	35
SLIKA 16: INDEKS DOSTOPNOSTI STANOVANJ ZA LJUBLJANO (2003 = 100)	36
SLIKA 17: RAZMERJE MED CENAMI IN LETNIMI NAJEMNINAMI V LJUBLJANI V OBDOBJU 2000 - 2009	37
SLIKA 18: RAZMERJE MED DEJANSKIMI IN TEMELJNIMI CENAMI STANOVANJ ZA LJUBLJANO V OBDOBJU 2000 - 2009	37
SLIKA 19: GIBANJE OBRETNOSTNIH MER ZA STANOVANJSKA POSOJILA	41

KAZALO TABEL

TABELA 1: DOBIČKONOSNOST BANČNEGA SEKTORJA V IZBRANIH DRŽAVAH GLEDE NA STANJE NEPREMIČNINSKEGA CIKLA ZA OBDOBJE 1979-2001	12
TABELA 2: DANA HIPOTEKARNA POSOJILA V MILIJARDAH DOLARJEV ZA LETA 1994 – 2003	15
TABELA 3: KRŠITVE POSOJILNIH POGODB V % ZA LETO 2003	16
TABELA 4: DONOSNOST INVESTICIJE V STANOVANJE V LJUBLJANI V PRIMERJAVI Z DRUGIMI OBLIKAMI FINANČNIH NALOŽB V OBDOBJU 2006 – Q2 2009 V %	33
TABELA 5: POVPREČNO RAZMERJE MED CENAMI IN LETNIMI NAJEMNINAMI ZA OBDOBJE 1995 - 2009	38
TABELA 6: POVPREČNE CENE STANOVANJ V DECEMBRU 2009, V EUR/M ²	38
TABELA 7: VIŠINE NAJEMNIN V DECEMBRU 2009, PREVEDENE NA LETNO RAVEN, V EUR/M ²	38
TABELA 8: TEMELJNE CENE ZA DECEMBER 2009, V EUR/M ²	39
TABELA 9: KOREKCIJE CEN STANOVANJ ZA DECEMBER 2009, NA PODLAGI TEMELJNIH CEN	39
TABELA 10: IZPOSTAVLJENOST, ZAMUDE IN POKRITOST Z OSLABITVAMI IN REZERVACIJAMI PRI PODJETJIH IZ GRADBENIŠTVA IN POSLOVANJA Z NEPREMIČNINAMI V SEPTEMBRU 2009 PO SKUPINAH BANK	40

UVOD

Nepremičninski trg predstavlja zaradi svoje obsežnosti, vpetosti v različne veje gospodarstva in pomembnosti za življenje prav vsakega človeka, eno najpomembnejših stičišč, kjer se srečujeta ponudba in povpraševanje. Kot tak ima torej velik vpliv na stabilnost celotnega gospodarstva, kjer s svojimi cikli povzroča različne odzive, ukrepe in posledice.

Za uspešno gospodarstvo in njegovo rast pomeni finančna stabilnost enega ključnih dejavnikov, saj večina transakcij med podjetji poteka preko finančnega sistema. Zaradi finančne krize, ki je v zadnjem obdobju pretresla celotno svetovno gospodarstvo, je spremljanje finančne stabilnosti gospodarstva postalo še bolj pomembno za pravočasne ukrepe centralnih bank in ostali pristojnih organov, ki imajo vpliv na uravnavanje posledic motenj, ki bi se lahko razširile na finančne institucije in s tem ovirale finančne trge pri učinkovitem izvajanju finančnega posredništva.

Namen diplomskega dela je proučiti vplive, ki jih ima dogajanje na trgu nepremičnin na finančno stabilnost gospodarstva. Pri analizi teh vplivov se bom osredotočil predvsem na nepremičninske balone ter posledice na finančno stabilnost ob njihovem puku ob preteklih primerih v različnih državah. Proučil bom tudi razmere na slovenskem trgu nepremičnin in z njimi povezano stanje finančne stabilnosti.

Diplomsko delo je razdeljeno na sedem poglavij. Prvo poglavje predstavlja definicijo finančne stabilnosti, njen pomen ter pomembnost za gospodarstvo. Sledi poglavje, ki opisuje značilnosti nepremičninskega trga, nepremičninske balone, razloge za njihov nastanek ter zgodovino njihovih pojavov. To poglavje opisuje tudi kazalnike vzdržnosti ravni cen na nepremičninskem trgu ter pojasni definiciji hipoteke in hipotekarnih obveznic, ki sta pomembni za nadaljnje razumevanje diplomskega dela.

Tretje poglavje opisuje vpliv nepremičninskega trga na finančno stabilnost, kreditno tveganje, ki pri tem nastane in prenos le-tega na finančne instrumente. Naslednje poglavje prikaže dva primera, kjer so anomalije na nepremičninskem trgu privedle do finančne nestabilnosti gospodarstva. Prvi primer predstavlja nedavno krizo na ameriškem trgu nepremičnin, z vsemi posledicami za ameriško in svetovno gospodarstvo, drugi primer pa pokaže vzroke in posledice nepremičninskega balona na Irskem.

Peto poglavje opisuje slovenski trg nepremičnin in njegove značilnosti ter analizira gibanje cen na nepremičninskem trgu za ljubljansko območje, kjer je nepremičninski trg najbolj razvit in je evidenca cen zaradi največjega števila transakcij najbolj relevantna. Sledi poglavje, kjer je pokazana analiza vzdržnosti ravni cen in dostopnosti stanovanj na ljubljanskem nepremičninskem trgu s kriterijem razmerja med povprečno cen stanovanj in povprečnim mesečnim dohodkom, indeksom dostopnosti stanovanj, razmerjem med cenami stanovanj in

letnimi najemninami ter razmerjem med dejanskimi in temeljnimi cenami stanovanj. Izračunana je tudi potrebna korekcija cen stanovanj za Ljubljano na podlagi njihovih temeljnih cen.

Zadnje poglavje analizira stanje finančne stabilnosti v Sloveniji v povezavi s stanjem na nepremičninskem trgu. V tem poglavju je pojasnjen tudi način izvajanja ocenjevanja tveganja bančnega in finančnega sistema s strani Banke Slovenije.

1 FINANČNA STABILNOST

Finančno stabilnost opredelimo kot stanje, v katerem komponente finančnega sistema – finančni trgi, finančne institucije in infrastruktura – delujejo brez motenj in v katerem vsaka komponenta finančnega sistema zagotavlja največjo možno mero prožnega odzivanja na morebitne šoke (Banka Slovenije, 2004, str. 5).

Finančna stabilnost gospodarstva tako pomeni usklajeno delovanje finančnih institucij, trgov in ekonomske politike. Ko je finančni sistem stabilen, se je sposoben soočiti s šoki, ne da bi prišlo do kumulativnih posledic, ki bi poslabšale alokacijo prihrankov v investicijske priložnosti in procesiranje plačil v gospodarstvu. Finančna stabilnost omogoča posameznikom, da s posojanjem in izposojanjem izravnavajo svojo potrošnjo v času in hkrati omogoča učinkovito financiranje investicijskih projektov s prihranki (Schinasi, 2004, str. 15 - 16).

Stabilnost je sestavljena iz več faktorjev, katerim je pri ocenjevanju le-te potrebno pripisati ustrezno težo v skladu z njihovim vplivom na realni sektor gospodarstva. Gibanja na področju finančne stabilnosti je težko napovedati, vendar je naloga vseh institucij, ki ocenjujejo stabilnost finančnega sistema, napovedati vrsto in obseg tveganj ter potencialno ranljivost sistema, se nanje ustrezno odzvati in predlagati morebitne spremembe regulative.

Finančno stabilnost je možno le delno regulirati, saj je zelo občutljiva na zunanje šoke. Ukrepi ekonomske politike vsebujejo izmenjavo med prožnostjo in učinkovitostjo. Pri zagotavljanju stabilnosti finančnega sistema je potrebno primerjati koristi od učinkovite alokacije finančnih sredstev na eni in zmožnost sistema za preprečitev in absorpcijo šokov na drugi strani. Tako na primer strožje zahteve glede kapitalske ustreznosti pomenijo manjše tveganje zmožnosti absorpiranja šokov, vendar pa hkrati predstavljajo večje stroške kapitala. To velja tudi v primeru gospodarstva z eno samo banko, ki bo neučinkovito zaradi monopolnega položaja banke, vendar bo zaradi tega zelo odporno na morebitne šoke (Leber, 2005, str. 3).

Pomen finančne stabilnosti ni samo v preprečevanju in prepoznavanju finančnih kriz, temveč predvsem v ustvarjanju okolja, katerega osnovne komponente tvorijo sinergije, ki omogočajo absorpcijo različnih vrst neravnotežij. Finančna stabilnost poleg omenjenega zahteva, da finančni sistem pomaga gospodarstvu z učinkovito alokacijo finančnih resursov od varčevalcev k

investitorjem. Finančna tveganja pa morajo biti zaznana, merjena, pravilno ocenjena in učinkovito upravljana (Schinasi, 2004, str. 16).

Hitra rast naložb v nove finančne instrumente s strani prebivalstva zahteva ne samo nadzor, ampak tudi ustrezno in razumljivo informiranost vlagateljev, kateri se morajo zavedati tako prednosti kot tudi tveganj, ki jih takšna naložba lahko prinese. Pri sodobnih finančnih instrumentih, pri katerih je tveganje lahko zelo mobilno, je namreč še posebej težko ugotoviti, kdo bo tisti, ki bo v končni fazi nosil posledice tveganja. Oblikovanje močnega in stabilnega finančnega sektorja je zahtevno predvsem zaradi nepopolne informiranosti med vlagatelji, finančnimi institucijami in kreditojemalci, kar lahko spodbudi sprejemanje prevelikih tveganj. Učinkovit finančni nadzor lahko tako uspešno zmanjša oziroma prepreči takšno obnašanje ekonomskih subjektov, in sicer z uveljavljanjem ustreznih kapitalskih standardov, učinkovitim upravljanjem s tveganji in preglednostjo.

V zadnjih letih je spremljanje finančne stabilnosti močno pridobilo na svojem pomenu v okviru nadzornih institucij in tudi na širšem političnem prostoru predvsem zaradi razvojnih procesov in preteklih dogodkov v finančnih sistemih. Globalizacija in liberalizacija na finančnem področju sta močno povečali obseg transakcij, kar je vodilo do večje integracije kapitalskih trgov in večje povezanosti institucij v finančnem sektorju znotraj in med državami, kar je povzročilo povečanje nevarnosti realizacije systemskega tveganja. Povečanje zanimanja za finančno stabilnost je povzročilo tudi povečanje kompleksnosti finančnih instrumentov ter finančne krize v Aziji, Latinski Ameriki, Rusiji ter nazadnje v ZDA, ki so imele velike negativne učinke na gospodarstva prizadetih držav, k čimer so pripomogli tudi razni finančni škandali v posameznih institucijah ter povečana spremenljivost cen na finančnih in deviznih trgih (Leber, 2005, str. 3 - 4).

Stanje finančne stabilnosti je precej odvisno tudi od stanja na nepremičninskem trgu, ki je preko velikega deleža posojil in ostalih oblik financiranja ter preko zavarovanj posojil z nepremičninami, povezan s finančnimi institucijami. Nepremičninski trg je bil v povezavi s finančno stabilnostjo dolgo zapostavljen, saj je bil vedno obravnavan kot samostojni sektor. Postopoma je, zaradi vse večje vpletenosti finančnih institucij pri njegovem delovanju in zaradi hitrega razvoja novih finančnih instrumentov pri financiranju nepremičninskih naložb, pridobival na pomenu in sedaj predstavlja pomemben segment pri obravnavanju finančne stabilnosti, na katero imajo nihanja cen na trgu nepremičnin velik vpliv (Heath, 2005, str. 6).

Zaradi pomena finančne stabilnosti za celotno gospodarstvo izdajajo centralne banke letna, polletna ali četrletna poročila o finančni stabilnosti. V Sloveniji centralna banka izdaja letna poročila o finančni stabilnosti od leta 2003. Namen poročil je na podlagi razpoložljivih podatkov oceniti robustnost finančnega sistema – zlasti bančnega sektorja – na morebitne motnje, ki bi se lahko razširile na več finančnih institucij in s tem ovirale finančne trge pri učinkovitem izvajanju finančnega posredništva. Pozornost je usmerjena v zaznavanje in opozarjanje na systemska tveganja in ne na varnost ter stabilnost poslovanja posameznega subjekta finančnega trga. Slednji

so pod neposrednim nadzorom pristojnih nadzornih institucij posameznega segmenta finančnega sistema. V poročilih je nepremičninski trg, zaradi velikosti ter pomena za gospodinjstva in finančni sistem, analiziran posebej.

2 ZNAČILNOSTI NEPREMIČNINSKEGA TRGA

Za razumevanje vpliva nepremičninskega trga na finančno stabilnost, so v tem poglavju predstavljene njegove značilnosti.

Trg nepremičnin predstavlja razmerja med ljudmi, ki trgujejo s pravicami na nepremičninah. Ločimo trg nepremičnin, kjer se trguje s prostorom in trg nepremičnin kot premoženja. Na trgu nepremičnin kot prostora, kot povpraševalci nastopajo uporabniki nepremičnin: najemniki, lastniki, gospodinjstva, podjetja in druge institucije. Kot ponudniki pa na trgu nastopajo lastniki nepremičnin. Podjetja potrebujejo poslovne prostore kot enega izmed produkcijskih faktorjev, pri čemer je povpraševanje po njih odvisno od obsega produkcije in relativnih cen prostora. Dohodek gospodinjstev se razporeja med potrošnjo prostora in potrošnjo ostalih dobrin v odvisnosti od dohodka in relativne cene prostora v primerjavi s cenami ostalih dobrin. Najemnina na tem trgu pomeni ceno uporabe prostora za najemnika, za lastnika pa višina najemnine predstavlja oportunitetni strošek, povezan z lastništvom nepremičnine (Cirman, 2007b, str. 2 - 3).

Trg nepremičnin kot premoženja predstavlja trgovanje z lastninskimi pravicami na nepremičninah. Cena nepremičnin se oblikuje na podlagi ponudbe prodajalcev in povpraševanja kupcev. Trga nepremičnin kot prostora in premoženja sta med seboj tesno povezana, saj je najemnina, ki se oblikuje na trgu nepremičnin kot prostora, ključnega pomena za povpraševanje po nepremičnini kot premoženju. Kupec z lastništvom nepremičnine namreč pridobi pravico do pobiranja prihodnjih najemnin. Povezava velja tudi v drugi smeri, saj se v primeru novogradenj ponudba nepremičnin kot premoženja poveča, pri čemer se poveča obseg razpoložljivega prostora, kar vpliva na višino najemnine (Cirman, 2007b, str. 2 - 3).

Nepremičninski trg ima nekaj posebnosti, po katerih se razlikuje od drugih trgov. Glavni vzroki za te posebnosti so naštetih v spodnjih alinejah (Cirman, 2007b, str. 3 - 4):

- Lokalna omejenost konkurence kot posledica vezanosti nepremičnin na lokalni trg, zaradi česar prihaja do velikih razlik v cenah nepremičnin med posameznimi regijami.
- Ocenjevanje tržne cene nepremičnin je težavno zaradi heterogenosti nepremičnin ter nepopolne informiranosti in nepreglednosti poslovanja z nepremičninami, saj končne sklenjene cene nepremičnin redko pridejo v javnost.
- Neprilagodljiva in počasna odzivnost ponudbe na povpraševanje, zaradi česar lahko pride do večjih nihanj v ceni nepremičnin, saj se povpraševanje lahko spreminja zelo hitro.

- Na nepremičninski trg imajo velik vpliv državni in občinski organi z regulacijo trga, obdavčevanjem, spremembami namembnosti zemljišč in zaščito udeležencev pred zlorabami.
- Cene nepremičnin so, glede na druge dobrine, visoke in zahtevajo velik vložek sredstev v kratkem času, zato je trg zelo občutljiv na spremembe glavnih ekonomskih kazalcev kot so obrestne mere, spremembe dohodka in zaposlenost v gospodarstvu.

Na ponudbo in povpraševanje vplivajo različni biološki, politični, ekonomski in socialni dejavniki. Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na povpraševanje so (Nepremičninski trg):

- cene nepremičnin,
- migracije prebivalstva in želje po nepremičninah,
- dohodki in zaposlenost prebivalstva,
- ponudba posojil, obrestne mere, posojilna sposobnost prebivalstva,
- cene parcel, gradbenega materiala in dela,
- zakonodaja in regulacije.

Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na ponudbo:

- razpoložljivost nepremičnin,
- cene nepremičnin,
- obdavčenje,
- donosnost in varnost vlaganja v druge oblike naložb.

Teoretično je cena nepremičnin enaka sedanji vrednosti prihodnjih prihodkov, v praksi pa predstavlja subjektivno oceno vrednotenja premoženja. Obstajajo tri mednarodno sprejete metode za določanje vrednosti nepremičnine (Stacho, 2006, str. 5):

- Metoda primerljivih prodaj, katera temelji na primerjavi podobnih nepremičnin, ki so bile dejansko prodane. Ta metoda je mogoča ob pogoju, da obstaja dovolj primerljivih prodajnih transakcij nepremičnin.
- Metoda donosov se uporablja za vrednotenje nepremičnin, ki prinašajo donose. Vrednost nepremičnine je znesek, ki bi ga bil pripravljen kupec plačati na dan ovrednotenja do prejema vseh čistih donosov od nepremičnine.
- Nadomestitvena metoda temelji na načelu, da kupec ne bo pripravljen plačati za nepremičnino več, kot bi stala gradnja nadomestne nepremičnine z enako uporabnostjo.

2.1 Nepremičninski balon

Nepremičninski balon pomeni napihnjenost cen, ki se periodično pojavi na lokalnih ali globalnih trgih nepremičnin. Balon nastane, ko se na določenem območju cene nepremičnin naglo dvigujejo, dokler ne dosežejo ekonomsko in dohodkovno nevzdržnega nivoja. Ko napihnjena vrednost nepremičnin doseže tak nivo, sledi padec cen. Proces padanja cen pri nepremičninskih

balonih je počasnejši kot pri borznih balonih, kajti lastniki ne prodajajo tako hitro stanovanj v katerih bivajo in tudi proces prodaje nepremičnine je počasnejši kot proces prodaje delnic.

Pok nepremičninskega balona pusti opazne posledice na gospodarstvo. Raziskave kažejo, da je bila v industrijskih državah, ki so doživele pok nepremičninskega balona, v povprečju tri leta po poku rast BDP-ja za 8% manjša, kot bi bila v normalnih razmerah. Vsi nepremičninski baloni se ne končajo s pokom. Po raziskavah obstaja več kot 60% verjetnost, da se nepremičninski balon ne bo končal z drastičnim upadom cen (Helbling, 2005, str. 32 – 36).

2.2 Razlogi za nastanek nepremičninskih balonov

Najbolj pogosti razlogi za nastanek nepremičninskih balonov so (Shiratsuka, 2005, str. 44; Stacho, 2006, str. 8):

- Nizke obrestne mere ter ohlapni pogoji za najem posojil - ta dva razloga sta bila največja krivca za nepremičninsko krizo v ZDA leta 2007, saj so tako hipotekarne kredite lahko najemali tudi finančno šibki posamezniki.
- Nezaustojljivo upravljanje s tveganji v finančnih institucijah.
- Čredni nagon ter špekulativne investicije – ko se balon napihuje, rast cen pritegne vedno več špekulantov, ki s svojim povpraševanjem ob omejeni ponudbi dodatno višajo cene nepremičninam.
- Pričakovanje bodočih dobičkov – na trgih, ki so v balonu, realne cene stanovanj niso več pomembne – pomembnejši element pri vrednotenju nepremičnin postane pričakovanje glede bodočih rasti cen.
- Rast prebivalstva in bruto družbenega proizvoda.
- Cene delnic – v času nižanja indeksov delniških trgov, predstavlja naložba v nepremičnine donosno alternativo.
- Navdušenje nad lastništvom stanovanja ter status prestiža zaradi investicij v nepremičnine.
- Pri vlagateljih v nepremičnine je pogosto napačna predstava, da cene nepremičnin ne morejo pasti.

2.3 Zgodovina nepremičninskih balonov

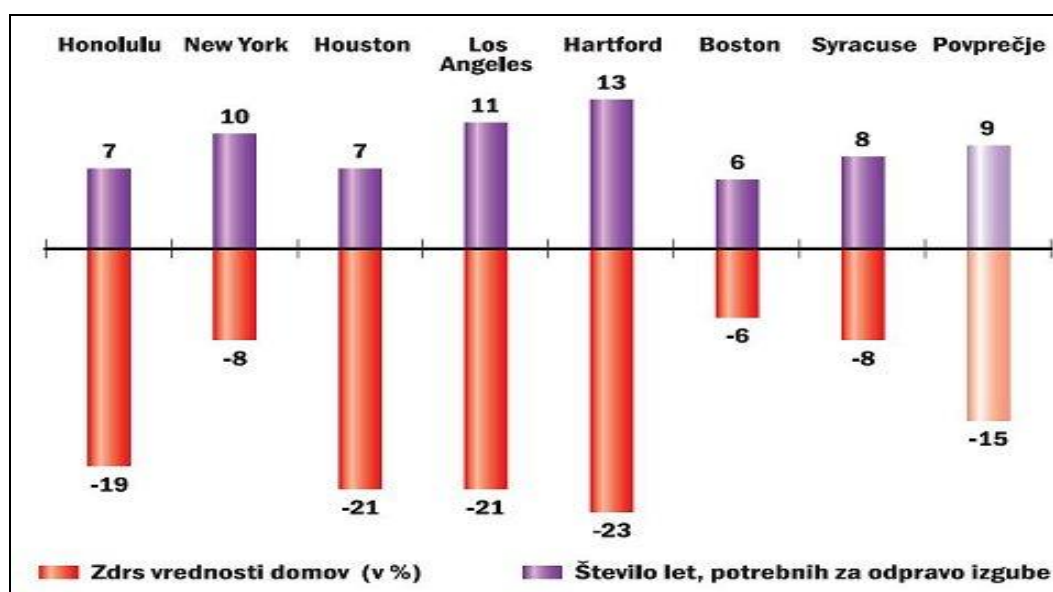
Nepremičninski baloni so se v zgodovini pojavljali dokaj pogosto. Pogosteje zajamejo posamezne regije, redkeje, vendar z večjimi posledicami, pa celotna gospodarstva. Rast cen nepremičnin je navadno spodbudilo okolje padajočih obrestnih mer, ki so prek rasti posojil spodbujale povpraševanje po nepremičninah in prebudile nepremičninske špekulacije.

Eden odmevnejših primerov nepremičninskega balona predstavlja gibanje cen nepremičnin v ZDA na Floridi v začetku dvajsetih let minulega stoletja, v obdobju pred svetovno gospodarsko krizo. Vrednost nepremičnin se je v letih od 1922 do 1926 v povprečju zvišala za 5,5-krat, kar je

povzročilo množično selitev premožnega prebivalstva na toplejši jug ZDA. Naraščanje cen je privabilo špekulativne investitorje kar je povzročilo napihovanje nepremičninskega balona, katerega rast so dodatno spodbudile zgodbe o ljudeh, ki so z nepremičninami čez noč obogateli. Leta 1926 je bilo treba za povprečno stanovanje odšteti 4,5 milijona dolarjev, kar je enako današnjim cenam luksuznih hiš v prestižni varovani soseski na Floridi, brez upoštevanja inflacije. Z vračunano inflacijo bi nas stanovanje danes stalo okoli 11 milijonov dolarjev. Ko se je balon razpočil so cene strmoglavile za več kot 80 odstotkov, na vrednosti pred pojavom nepremičninskega balona. V zadnjih 210 letih se je v ZDA pojavil nepremičninski balon v povprečju vsakih deset let. Vsi niso bili veliki, vendar imajo cene nepremičnin to lastnost, da morajo lastniki, tudi ob skromnem popravku cen, čakati kar nekaj časa, da se cene povzpnejo na isto raven (Grahek, 2005).

Kot lahko vidimo na spodnji sliki, so vlagatelji v sedmih ameriških mestih, ki so kupovali v trenutku, ko so cene v določenem obdobju dosegle vrh, po povprečno 15-odstotnem popravku cen navzdol, morali v povprečju čakati devet let, da so pokrili izgube.

Slika 1: Čas pokritja izgub nepremičninskih vlagateljev po padcu cen nepremičnin v sedmih ameriških mestih



Vir: A. Grahek, Pri vročih nepremičninah se lahko grdo opečete, 2005.

Eden usodnejših nepremičninskih balonov je bil v drugi polovici osemdesetih let na Japonskem. Povzročila ga je množična evforija udeležencev na trgu, ki so imeli preveč optimistična pričakovanja glede dolgoročnih gibanj cen na trgu. Pretiran optimizem je bil osnovan na dejstvu, da je Japonska v tistem obdobju vstopala v novo obdobje gospodarskega razvoja. Investicije v tehnološke inovacije, ki so nadomestile investicije v povojno obnovo, so privedle do več kot 10% letne gospodarske rasti. Ekonomske funkcije so se skoncentrirale v Tokio, ki je postal eden večjih svetovnih finančnih centrov (Shiratsuka, 2005, str. 42 - 44).

Ohlapna denarna politika japonske centralne banke je v osemdesetih letih preplavila gospodarstvo z likvidnostjo. Ključna obrestna mera se je z devetih odstotkov sredi leta 1980 znižala na le 2,5 odstotka leta 1989, čemur je sledilo drastično dviganje cen nepremičnin. Leta 1984 je hiša na Japonskem v povprečju stala okrog šest povprečnih letnih dohodkov prebivalca Tokia, sredi največje napihnjenosti balona, leta 1989, pa 18. Največja rast cen je bila v letu 1987, ko se je cena zemlje v Tokiu podražila za 78 odstotkov. Delnice nepremičninskih holdingov so se od sredine do konca osemdesetih na tokijski borzi v povprečju podražile za 400 odstotkov. Balon je počil, ko je japonska denarna oblast začela konec leta 1989 pospešeno dvigovati obrestno mero, z namenom ohlajanja pregretega gospodarstva. Dviganju obrestne mere je sledil zlom na trgu nepremičnin in vrednostnih papirjev. Delnice nepremičninskih holdingov so v letu dni v povprečju strmoglavile za 60 odstotkov, čemur je sledil je odskok, nato pa še en zlom, ki je preplopolovil njihovo vrednost. Cene nepremičnin so v slabih treh letih po v povprečju strmoglavile za tri četrtine, zlom pa je japonsko gospodarstvo pahnil v več kot 10 let trajajočo depresijo. V letu 2004 so tako nepremičninske delnice kotirale le na tretjini vrednosti, ki so jo dosegale ob vrhuncu v letu 1989 (Grahek, 2005). Slika 2 prikazuje japonski nepremičninski zlom.

Slika 2: Japonski nepremičninski zlom



Vir: A. Grahek, *Pri vročih nepremičninah se lahko grdo opečete*, 2005.

2.4 Kazalniki vzdržnosti ravni cen nepremičninskega trga

Razmerje med dejanskimi in temeljnimi cenami, tj. cenami, ki so upravičene z ekonomskimi in institucionalnimi dejavniki, odraža vzdržnost ravni cen stanovanj. Prikazani so trije kazalniki, ki kažejo na vzdržnost cen na nepremičninskem trgu:

- Razmerje med ceno stanovanja in najemnino. Izračun je enakovreden izračunu razmerja med ceno delnic in dividendami (price to earnings ratio) in je prikazan v Enačbi 1. Če je to razmerje visoko oziroma se viša, lahko sklepamo, da imamo opravka z nepremičninskim balonom (Leamer, 2002, str. 3).

$$\text{stanovanjsko } P/E \text{ razmerje} = \frac{\text{cena stanovanja}}{\text{najemnina - stroški}} \quad (1)$$

- Razmerje med povprečno ceno stanovanja in povprečnim letnim dohodkom gospodinjstva. Visoko razmerje med cenami nepremičnin in letnim dohodkom gospodinjstva pomeni precenjenost nepremičninskega trga (Cirman, 2007a, str. 2).
- Indeks dosegljivosti stanovanja – predstavlja razmerje med dejanskim mesečnim stroškom hipotekarnega kredita in mesečnim razpoložljivim dohodkom gospodinjstva. Z merjenjem dosegljivosti stanovanj se tako pri najemnikih, kakor tudi pri lastniških gospodinjstvih, najpogosteje ugotavlja ali je posamezno gospodinjstvo v stanovanjski stiski ali ne. O stanovanjski stiski govorimo takrat, kadar gospodinjstvo za stanovanjsko potrošnjo nameni več kot nek vnaprej določen del svojega razpoložljivega dohodka. V mednarodnem merilu se je pretežno uveljavila meja 30 odstotkov razpoložljivega dohodka gospodinjstev (Cirman, 2007a, str. 2).

2.5 Hipoteka in hipotekarne obveznice

Za razumevanje nadaljnjega dela diplomskega dela, si pogledjmo še definicijo hipoteke ter hipotekarnih obveznic.

2.5.1 Hipoteka

Hipoteka oziroma zastavna pravica na nepremičnini je stvarno - pravna pravica, ki predstavlja učinkovit instrument zavarovanja terjatev v dolžniško - upniških razmerjih. Upnik s hipoteko pridobi dodatno jamstvo za izpolnitev obveznosti glavnega dolžnika v obliki vrednosti zastavljene nepremičnine. Glede na obstojnost nepremičnine in njeno trajno vrednost, je zastavna pravica na nepremičnini ekonomsko gledano najprimernejši instrument za varstvo denarnih terjatev, saj je glavni namen hipoteke zavarovanje poplačila določene terjatve s prodajo nepremičnine in poplačilo upnika iz kupnine. Zastavna pravica je kot stvarno-pravni inštitut urejena v Zakonu o temeljnih lastninsko-pravnih razmerjih (ZTLR). Zakon ureja zastavno pravico v 4. poglavju v določilih 61. do 69. člena. Tam je določeno, da sme biti nepremičnina za zavarovanje terjatve obremenjena s hipoteko v dobro upnika. Le-ta je upravičen zahtevati poplačilo svoje terjatve iz vrednosti nepremičnine pred upniki, ki na njej nimajo hipoteke, in pred upniki, ki so si pridobili hipoteko za njim. Zastavljena nepremičnina v celoti varuje upnikovo terjatev do njene popolne poravnave, ne glede na kasnejšo delitev nepremičnine (Hipoteka).

2.5.2 Hipotekarne obveznice

Hipotekarne obveznice so obveznice, ki so krite z dolgoročnim, v zemljiško knjigo vpisanim hipotekarnim posojilom. V ZDA banke prenesejo hipotekarna posojila v skrbstvo hipotekarnih finančnih družb (Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae,...), katere iz tega velikega števila posojil oblikujejo paket ter nato izdajo vrednostne papirje, ki se imenujejo hipotekarne obveznice. Ko se obveznice prodajo, se denar od prodaje prenese na banke, ki se s tem manevrom izognejo posojilnemu tveganju, saj imajo namesto dolgoročnih hipotekarnih posojil v svoji aktivni denarna sredstva. Hipotekarne obveznice praviloma ponujajo nekoliko višje donose v primerjavi z najvarnejšimi državnimi obveznicami, pri čemer morajo biti vlagatelji pozorni na spremembo donosnosti pri možnem predčasnem odplačilu glavnice, saj ima večina ameriških hipotekarnih obveznic vgrajeno pravico izdajatelja do predčasnega odpoklica. Sekundarno trgovanje z obveznicami je zelo likvidno, vlagatelji pa jih lahko kupujejo ob izdaji ali pa na borzi (Gostiša, 2003).

V Sloveniji hipotekarne obveznice v praksi nikoli niso dobro zaživele. Eden od razlogov so visoki stroški vrednotenja nepremičnin, ki bi jih imele banke, če bi se odločile za izdajo hipotekarnih obveznic. Domače banke namreč za stanovanjske kredite uporabljajo enake vire kot za preostale dolgoročne kredite, zaradi česar na področju ročnosti, višine in cene kredita težko konkurirajo bankam iz drugih evropskih držav.

Na Vladi RS so zato v aprilu 2009 sprejeli predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO-A), ki bankam omogoča, da lahko za določitev vrednosti stanovanjske nepremičnine uporabijo tudi posplošeno tržno vrednost z uporabo metod množičnega vrednotenja nepremičnin v skladu z Zakonom o množičnem vrednotenju nepremičnin iz maja 2006. S tem se bodo stroški vrednotenja nepremičnin za ta namen zmanjšali. Z novelo Zakona se poleg tega nekoliko rahljajo pogoji za izdajo obveznic in zahteve glede jamstva, medtem ko se imetnike hipotekarnih obveznic postavlja v podoben položaj kot hipotekarne upnike, čeprav imetniki hipotekarnih obveznic to niso. Banke bodo lahko sredstva, zbrana s prodajo hipotekarnih obveznic, vlagale v stanovanjsko financiranje, to pa bo zaradi manjših tveganj in cenejših virov lahko postalo cenovno ugodnejše in tudi dolgoročnejše. Po drugi strani bodo institucionalni investitorji dobili možnost, da svoja sredstva vlagajo v dolgoročne in varne finančne instrumente (Vlada sprejela predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, 2009).

3 VPLIV NEPREMIČNINSKEGA TRGA NA FINANČNO STABILNOST

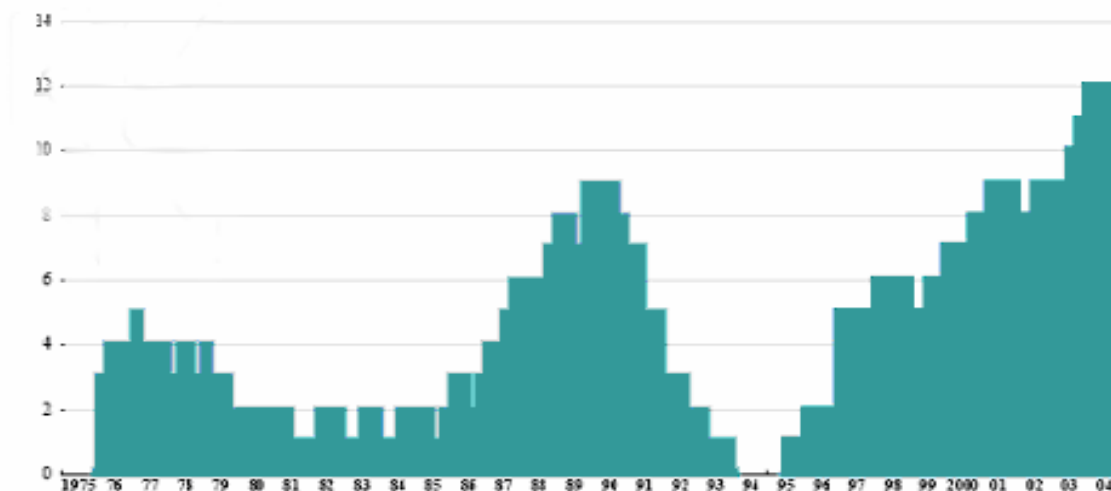
Nepremičninski trg je kot eden največjih trgov povezan z vsemi vejami gospodarstva. S finančnim sektorjem je povezan preko posojil, zavarovanj ter neposrednih in posrednih naložb v

nepremičnine. Preko teh povezav imajo spremembe na nepremičninskem trgu velik vpliv na finančni sektor. Nepremičnine predstavljajo pomembni del premoženja prebivalstva in njegovih stroškov, zato spremembe v cenah nepremičnin, najemninah in stroških financiranja nepremičnin vplivajo na skupno porabo in inflacijo. V času naraščanja cen nepremičnin se lastnikom premoženje poveča, kar vpliva na zmanjšanje varčevanja in povečanje porabe. Ko pa se cene nepremičnin znižujejo, lastniki to občutijo kot zmanjšanje premoženja, čemur sledi zmanjšanje zasebne porabe. Pri tem so negativni učinki na gospodarstvo pri spremembah na nepremičninskem trgu dvakrat večji kot pri spremembah na delniških trgih (Zhu, 2005, str. 14).

V zadnjih letih so se cene nepremičnin občutno zviševale po vsem svetu, še posebno v Avstraliji, Belgiji, Franciji, Grčiji, Novi Zelandiji, Španiji, Angliji, v ZDA, na Irskem in Nizozemskem (Stacho, 2006, str. 3).

Študija Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) iz leta 2006, v spodnjem grafu kaže trend naraščanja cen v državah članicah OECD.

Slika 3: Število držav (od 18 držav članic OECD) z več kot 25% zvišanjem cen nepremičnin v petih letih



Vir: A. Stacho, Analysis on the Real Estate Risks of Financial Sectors, 2006, str. 3.

3.1 Kreditno tveganje

Ker so bančna posojila glavni vir financiranja naložb v nepremičnine, obstaja tesna povezava med bančnimi krediti in cenami nepremičnin. V večini razvitih držav nepremičninska posojila dosegajo od ene tretjine do polovice vseh bančnih posojil.

Gibanje cen nepremičnin ima zato velik vpliv na bančni sektor, posebno pa na tiste banke, katere se v večjem obsegu ukvarjajo s stanovanjskimi posojili. Zmanjševanje cen nepremičnin negativno vpliva na obseg posojil ter dobičkonosnost bančnega sektorja zaradi povečanja števila

slabih posojil ter zmanjšanja investicijskih dejavnosti gradbenega sektorja. Vse to vpliva na zmanjšanje bančnega kapitala in obsega posojil. Na drugi strani pa povečevanje cen nepremičnin navadno vodi do ekspanzije bančnih kreditov.

V Tabeli 1 so prikazane povprečne stopnje donosnosti bank v obdobjih upadanja in naraščanja cen nepremičnin v izbranih državah. V povprečju se je dobiček bank skoraj prepolovil v letih, ko so cene nepremičnin upadale. Zelo nazoren primer je Norveška, kjer je bila uspešnost bank izrazito pod vplivom nepremičninskih ciklov.

Tabela 1: Dobičkonosnost bančnega sektorja v izbranih državah glede na stanje nepremičninskega cikla za obdobje 1979-2001

	<u>Donos lastniškega kapitala (ROE)</u>		<u>Donos sredstev (ROA)</u>		<u>Skupno število let cikla</u>	
	<i>Naraščanje cen nepremičnin</i>	<i>Upadanje cen nepremičnin</i>	<i>Naraščanje cen nepremičnin</i>	<i>Upadanje cen nepremičnin</i>	<i>Naraščanje cen nepremičnin</i>	<i>Upadanje cen nepremičnin</i>
Avstralija	12,44	9,61	1,27	0,85	9,00	7,00
Belgija	12,22	12,31	0,37	0,36	15,00	6,00
Kanada	18,71	17,24	0,98	0,90	10,00	10,00
Finska	6,75	6,30	0,46	-0,02	15,00	8,00
Francija	11,07	1,77	0,41	0,04	7,00	7,00
Nemčija	10,86	12,74	0,51	0,60	12,00	11,00
Italija	15,21	12,61	0,99	0,71	9,00	9,00
Japonska	17,67	-3,65	0,48	-0,13	13,00	10,00
Nizozemska	16,34	14,41	0,73	0,51	15,00	8,00
Norveška	15,13	-37,78	0,87	-0,72	14,00	8,00
Španija	10,50	7,89	0,96	0,75	13,00	10,00
Švedska	15,82	11,53	0,86	0,60	12,00	11,00
Švica	10,96	9,26	0,70	0,54	12,00	11,00
Anglija	21,47	15,46	1,05	0,67	13,00	5,00
ZDA	17,03	16,02	1,34	1,12	14,00	9,00
POVPREČJE	14,15	7,06	0,80	0,45	12,20	8,70

Vir: H. Zhu, The importance of property markets for monetary policy and financial stability, 2005, str. 17.

Padanje cen nepremičnin tudi zmanjša verjetnost vračila tistih posojil, katera so bila zastavljena s hipotekami na nepremičnine, katerim cena pada pod ceno vrednosti posojila. Tudi če je bilo posojilo zavarovano z nizkim razmerjem med višino posojila in vrednostjo nepremičnine, se lahko tudi tako konzervativno razmerje v času velikih upadov cen nepremičnin izkaže za nezadostnega.

Stanovanjska hipotekarna posojila se običajno štejejo za bolj varna, saj jih najemniki ne najamejo iz špekulativnih namenov, posojila pa odplačujejo gospodinjstva, katerih dohodek je razmeroma stabilen. Nasprotno pa so posojila podjetjem, ki gradijo nepremičnine, dosti bolj tvegana. Povračilo teh kreditov je krito s prodajnimi cenami grajenih nepremičnin. Znižanje cen nepremičnin poslabša finančno stanje podjetij, ki ne omogoča najetja novih posojil za dokončanje projekta. Ker je projekt nedokončan, se vrednost zavarovanja obstoječih kreditov precej zmanjša. Tako stanje pripelje do zapadlosti hipoteke (Zhu, 2005, str. 16). Taki scenariji so pripeljali do številnih finančnih kriz, nazadnje v ZDA leta 2007.

Kreditno tveganje pa ni omejeno samo na nepremičninski sektor, saj nepremičnine za zavarovanje zastavljajo za vse vrste posojil. Ko cene nepremičnin padejo, se podjetja soočijo z omejitvami posojilnih zmogljivosti. Te omejitve zmanjšajo obseg naložb, znižajo dobičkonosnost podjetij in tako posredno vplivajo tudi na zvečanje kreditnega tveganja ostalih vrst posojil (Zhu, 2005, str. 16).

Pomembna ugotovitev je, da je finančni sistem bolj občutljiv na gibanja na trgu nepremičnin v finančno liberaliziranih gospodarstvih, kjer učinkovita regulacija finančnega sektorja ni v celoti razvita. Po uvedbi liberalizacije se posojilne obrestne mere po navadi znižajo kot posledica vstopa novih finančnih ustanov, večje konkurence med posojilodajalci ter ukinitve nadzora nad obrestnimi merami in rastjo kreditov. Ko se obrestne marže krčijo, banke pod pritiskom pri iskanju novih priložnosti podcenjujejo nevarnost novih posojil. Če ni učinkovitega sistema nadzora, lahko pretirana konkurenca hitro privede do finančnih neravnovesij, katerih razreševanje lahko v kasnejši fazi sproži krizo (Zhu, 2005, str. 18).

3.2 Prenos kreditnega tveganja

V bančništvu se prenose kreditnega tveganja opravlja s sekuritizacijo, pri kateri se posojilno tveganje, povezano s posamezno izpostavljenostjo ali skupino izpostavljenosti, razdeli na vsaj dva segmenta kreditnega tveganja. Sekuritizacija pomeni pretvarjanje netržnih v tržne finančne instrumente, najpogosteje kredite v obveznice, s katerimi se dnevno trguje na finančnem trgu. Vodilna motiva sekuritizacije sta predvsem želja po razpršitvi tveganja med več investitorji in večja likvidnost naložb. Tradicionalna sekuritizacija obsega premoženjski prenos izpostavljenosti na pravno osebo s posebnim namenom sekuritizacije, ki izda vsaj dve vrsti vrednostnih papirjev, ki odsevata različno stopnjo kreditnega tveganja. Izvorna banka pri tem neposredno ali preko soudeležbe prenese lastništvo sekuritiziranih izpostavljenosti, pri čemer vrednostni papirji, ki se izdajo, ne vsebujejo denarne obveznosti izvorne banke. Pri sintetični sekuritizaciji se razdelitev posojilnega tveganja doseže s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti ali garancijami, skupina izpostavljenosti pa se ne prenese in se izkazuje v bilanci stanja izvorne banke (Sekuritizacija, 2007).

Z vse bolj razširjenimi tehnikami prenosa tveganja se lahko negativni razvoj na nepremičninskem trgu preko posojil, zavarovanj in naložb hitro prenese na celoten finančni sektor, kar se je nazadnje usodno pokazalo na primeru hipotekarne krize v ZDA leta 2007. Ameriške finančne institucije so namreč slaba hipotekarna posojila, vredna več sto milijard dolarjev, prenesla na vlagatelje po vsem svetu, ti pa so jih prenesli v finančne instrumente, katerih znižanje vrednosti je bilo ob izbruhu krize zaradi njihove zapletenosti zelo težko oceniti (Stiglitz, 2007, str. 16).

4 PRIMERI VPLIVOV NEPREMIČNINSKEGA TRGA NA FINANČNO STABILNOST

V nadaljevanju je na študiji dveh primerov pokazan vpliv nepremičninskega trga na finančno stabilnost.

4.1 Hipotekarna kriza v ZDA

4.1.1 Trg drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA

Za razumevanje hipotekarne krize v ZDA iz leta 2007, si najprej pogledajmo njihov trg drugorazrednih hipotekarnih posojil. Ameriški trg drugorazrednih posojil (subprime mortgage market) posoja denar ljudem, kateri imajo nizke dohodke ter slabo kreditno preteklost. Obrestne mere so, zaradi večjega tveganja posojilodajalcev, po navadi višje ter spremenljive. Obrestne mere so tako na drugorazrednem trgu višje za 2 do 3,5 odstotne točke na letni ravni (Bronster & Krechmer, 2007, str 116).

Trg drugorazrednih posojil se je razvil v 80-ih, potem ko je država dovolila kreditnim institucijam zaračunavati višje obrestne mere tistim, ki so predstavljali višje kreditno tveganje. S tem so omogočili, da so posojilo dobili tudi tisti ljudje, kateri pred spremembo, zaradi višjih zahtev, do njega niso prišli. V 90-ih je začel trg drugorazrednih posojil hitro rasti, predvsem na račun vse večje konkurence med kreditnimi institucijami ter vlade, ki je s svojimi programi podpirala liberalizacijo na trgu kreditov. Posledično so se začeli pojavljati problemi z odušskimi obrestmi, večanjem števila zapadlih hipotek in zaseženih domov (Gramlich, 2004).

Da spada posojilojemalec na trg drugorazrednih posojil mora imeti eno ali več naslednjih značilnosti (Gerardi et al., str 5 - 6):

- v zadnjih 24 mesecih je bila izdana sodna razglasitev zapadlosti hipoteke,
- bankrot v zadnjih petih letih,
- v zadnjih 12 mesecih je plačal dva ali več obrokov posojil po 30 dnevnom roku,
- v zadnjih 36 mesecih je plačal enega ali več obrokov posojil po 60 dnevnom roku,
- če je število točk po standardu FICO¹ nižje od 620.

Dve najpogostejši vrsti drugorazrednih posojil sta:

¹ FICO (Fair Isaac and Company) točkovanje, meri kreditno tveganje posameznikov. Na podlagi rezultatov tega točkovanja, se posojilodajalci odločajo o odobritvi kredita, o pogojih ter višini posojila ter višini obrestnih mer. Na testu je možno doseči od 300 do 850 točk - več točk pomeni boljšo kreditno sposobnost. Rezultat testa je odvisen od različnih faktorjev posameznikove finančne zgodovine. Pri tem je najbolj pomembna točnost plačevanja obrokov pri prejšnjih posojilih, njihova višina ter vrsta, pomembna pa je tudi višina obstoječih kreditov ter višina kreditnega limita. V ZDA 60% ljudi spada v območje med 620 in 780 kreditnih točk (Fair Isaac Corporation).

- posojila z začetnimi fiksnimi obrestnimi merami, katere se nato spremenijo v spremenljive; najbolj pogosto je posojilo »2-28«; dve leti se plačajo nizke fiksne obrestne mere, nato pa 28 let višje spremenljive obresti,
- posojila kjer se sprva (5-10 let) plačuje samo obresti, nato pa obresti skupaj z glavnico.

Tabela 2 kaže, da je bila povprečna letna rast drugorazrednih hipotekarnih posojil od leta 1994 do 2003 visokih 25 %. Do leta 2007 se je rast nadaljevala in tako je bilo vsako peto hipotekarno posojilo drugorazredno, skupaj pa so predstavljala 10% delež hipotekarnega dolga.

Tabela 2: Dana hipotekarna posojila v milijardah dolarjev za leta 1994 – 2003

Leto	Drugorazredna posojila	Vsa posojila	Drugorazredna posojila v %
1994	35,0	773,1	4,5
1995	65,0	635,8	10,2
1996	96,5	785,3	12,3
1997	125,0	859,1	14,5
1998	150,0	1.430,0	10,5
1999	160,0	1.275,0	12,5
2000	138,0	1.048,0	13,2
2001	173,0	2.100,0	8,2
2002	241,0	2.780,0	8,7
2003	332,0	3.760,0	8,8
Povprečna letna rast v %	25,0	17,6	--

Vir: M. E. Gramlich, Subprime Mortgage Lending: Benefits, Costs and Challenges, 2004.

V letu 2007 je bil ameriški trg stanovanjskih hipotekarnih posojil vreden okoli 10 bilijonov dolarjev. 75% posojil je bilo zapakiranih v hipotekarne obveznice, katerih največji izdajateljici sta dve državno podprti podjetji, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) ter Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), ki sta bili ustanovljeni z namenom vzpostavitve sekundarnega trga za hipotekarna posojila (Dipasquale & Wheaton, 1996, str. 199-200).

Dve tretjini jemalcev hipotekarnih posojil je bilo prvorazrednih, z dobrimi kreditnimi pogoji ter fiksno obrestno mero, cene njihovih nepremičnin, katere so bile pod hipoteko, pa so bile stabilne ter višje od višine njihovih posojil. Ostala tretjina posojilojemalcev je bila drugorazrednih, s spremenljivimi in višjimi obrestnimi merami ter z manjšo, ali celo padajočo vrednostjo svojih nepremičnin, katera so bila zastavljena za pokritje kredita v primeru neplačila dolga (The Economist, 2007b, str. 73).

V Tabeli 3 vidimo odstotke kršitev posojilnih pogodb med prvo in drugorazrednimi posojilojemalci za leto 2003. Razberemo lahko, da je med drugorazrednimi posojilojemalci

7,36% večjih kršiteljev², ter skoraj 9% manjših kršiteljev pogodb, medtem ko je vseh kršiteljev pri prvorazrednih posojiljemalcih manj kot 4%.

Tabela 3: Kršitve posojilnih pogodb v % za leto 2003

Posojiljemalci	Število dni zamujanja s plačilom obrokov			Zapadlost hipotek	Večje kršitve pogodb
	30 dni	60 dni	90 dni		
Prvorazredni	2,26	0,58	0,64	0,48	1,12
Drugorazredni	6,75	2,12	3,98	3,38	7,36

Vir: M. E. Gramlich, Subprime Mortgage Lending: Benefits, Costs and Challenges, 2004.

4.1.2 Izbruh krize na trgu hipotekarnih posojil

Na nepremičninskem trgu v ZDA se je pojavil problem na področju hipotekarnih posojil, katere so, ob rasti obrestnih mer, posojiljemalci čedalje težje odplačevali. Kriza se je pojavila predvsem na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil.

Problem se je začel, ko je FED (zvezne rezerve ZDA), po borznem zlomu delnic tehnoloških podjetij v letu 2000, znižal referenčne obrestne mere z namenom izogiba recesiji. Te so padle na eno najnižjih ravni v zgodovini in v letu 2003 znašale le 1 odstotek. Vendar pa nizke obrestne mere niso pretirano spodbudile naložbene dejavnosti podjetij, saj je bila le-to eden izmed vzrokov za recesijo v devetdesetih. Gospodarstvo je sicer raslo, vendar predvsem na račun ameriških družin, katere so se pustile prepričati v večje zadolževanje in so pri tem refinancirale svoje hipoteke ter porabile del tako pridobljenega prihodka (Stiglitz, 2007a, str. 11).

Zaradi recesije v letu 2000, katera je bila še dodatno spodbujena s terorističnem napadom enajstega septembra 2001, so vodilni ljudje v ZDA nagovarjali prebivalce, naj s povečano potrošnjo izvlečejo državo iz recesije. Zato so mnogi najeli, poleg obstoječe hipoteke za hišo, dodatno hipotekarno posojilo za potrebe potrošnje.

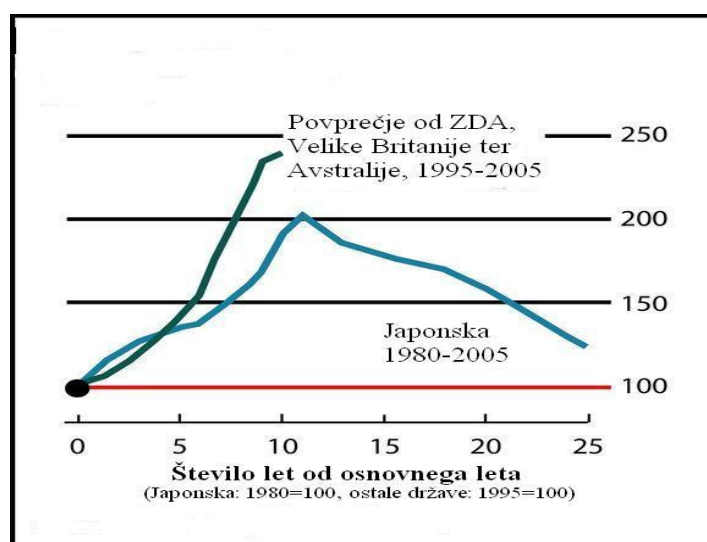
Poceni denar je povečal potrošnjo prebivalstva, ter začel napihovati nov balon na nepremičninskem sektorju. Da bi povečali obseg posojil na nepremičninskem področju, so posojilodajalci znižali kriterije za podeljevanje posojil, ter od posojiljemalcev zahtevali zelo malo oziroma nič dokumentacije (t.i. liar loans). Na trgu drugorazrednih posojil so uvedli tudi t.i. »teaser loans«, posojila z začetnimi, samo eno odstotnimi obrestnimi merami. Teh je bilo v letu 2006 80%. Vse zgoraj naštetu je v nakup hiš in stanovanj pritegnilo čedalje več ljudi, predvsem tistih, kateri si pred znižanjem kriterijev nakup doma še zdaleč ne bi mogli privoščiti. Nekateri so razmere izkoristili za razne špekulativne nakupe večjega števila nepremičnin v upanju na porast cen. To je uspelo tudi kreditno nesposobnim špekulantom, ki so posojila dobili zaradi ohlapnih

² Zapadlost hipotek + več kot 90 dnevno zamujanje s plačilom obrokov

standardov za pridobitev posojil, ter lažnega navajanja višine svojih dohodkov. V prid jim je bila tudi višina posojil, ki so presegala 90% vrednosti nepremičnin, v nekaterih primerih pa so dosegala celo 100% vrednosti le-teh. Investitorji z Wall Street-a so spodbujali tako razprodajo denarja z vezavo posojil v obveznice, ki so bile potem prodane pokojninskim skladom in drugim institucionalnim investitorjem (The Economist, 2007b, str. 73 - 74).

Slika 4 prikazuje graf, na katerem je prikazan inflacijsko popravljene indeks cen stanovanj Japonske za 25-letno obdobje ter inflacijsko popravljene skupne povprečne indekse cen stanovanj ZDA, Velike Britanije ter Avstralije za 10-letno obdobje. Iz grafa je razvidno, da so po poku nepremičninskega balona v začetku 90-ih na Japonskem začele cene stanovanj strmo padati, kar bi se lahko še v večji razsežnosti zgodilo ostalim trem državam, glede na to, da je njihov vrh indeksa cen stanovanj še večji kot japonski.

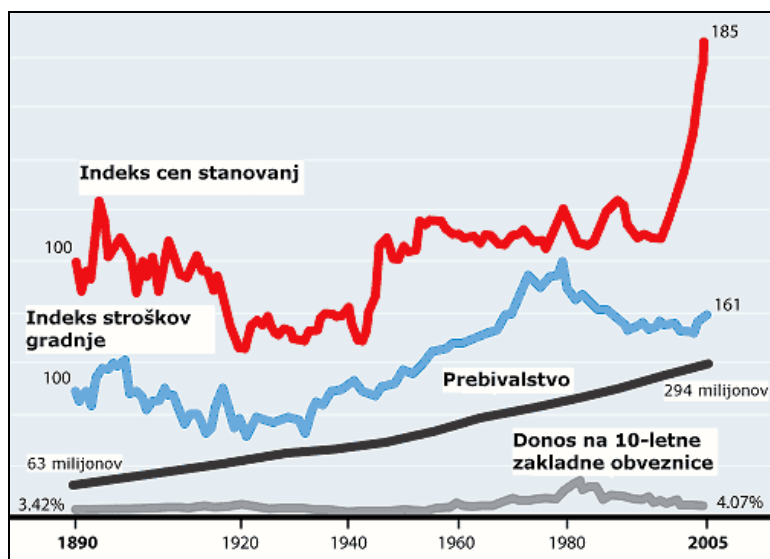
Slika 4: Primerjava indeksa cen stanovanj (inflacijsko popravljene) Japonske s skupnim povprečnim indeksom cen stanovanj ZDA, Velike Britanije ter Avstralije



Vir: House Bubble Facts and Figures, 2009.

Gledano zgodovinsko, rast cen stanovanj v ZDA v zadnjem obdobju krepko presega dolgoletno povprečje rasti. Slika 5 prikazuje graf inflacijsko popravljene indeksov cen stanovanj, stroškov gradnje, donosov na 10-letne zakladne obveznice ter krivuljo rasti prebivalstva za ZDA od leta 1890 do 2005. Cene stanovanj so od leta 1890 do 2005 v povprečju naraščale 0,4% na leto, ter 0,7% na leto od leta 1940 do 2005. Kot je razvidno iz grafa, so v zadnjih letih začele cene stanovanj močno naraščati v primerjavi z ostalimi elementi na grafu.

Slika 5: Inflacijsko popravljene indeksi cen stanovanj, stroškov gradnje, donosov na 10-letne zakladne obveznice ter krivulja rasti prebivalstva za ZDA od leta 1890 do 2005



Vir: *House Bubble Facts and Figures*, 2009.

4.1.3 Posledice za najemnike hipotekarnih posojil

Posledice so se začele kazati novembra leta 2006, ko je počil mehurček na nepremičninskem področju in so cene stanovanj začele upadati, obrestne mere pa naraščati. FED je namreč z namenom ohlajanja gospodarstva postopno zviševal referenčno obrestno mero, kar je močno povečalo višino anuitet. Istočasno se je na spremembe odzval tudi nepremičninski trg, saj je po enormni rasti cen v letih 2004 in 2005 (več kot 10% na leto) ponudba nepremičnin narasla za polovico. Ob višjih obrestnih merah ter povečani ponudbi stanovanj se je stanje na nepremičninskem trgu močno poslabšalo (Damijan, 2007).

Naraščajoče obrestne mere so za mnoge pomenile preveliko finančno breme in svojih plačilnih obveznosti niso bili več sposobni izpolnjevati. Mnogo kreditojemalcev je namreč, kljub temu, da ni imelo primernega premoženja in kreditne zgodovine pri banki posojilodajalki, hipotekarni kredit za nepremičnino lahko najelo, ker so cene nepremičnin rasle, pri čemer jim je tako po kasnejši prodaji nepremičnine in odplačilu kredita nekaj denarja celo ostalo, v primeru znižanja cen nepremičnin in višanja posojilnih obrokov pa se ta izračun mnogim ni izšel.

Znižanju cen nepremičnin je sledil upad števila novogradenj ter prodaje stanovanj ter povečanje zaloge le-teh, zmanjševati pa so se začele tudi najemnine. Mnogi posojilojemalci so se znašli pred dejstvom, da so vrednosti njihovih stanovanjskih posojil večje od vrednosti njihovih domov. Cene stanovanj v ZDA so se tako v tretjem četrtletju leta 2007, v primerjavi z enakim obdobjem v letu 2006, znižale za 4,5 odstotka, kar je predstavljalo največje znižanje v zadnjih 21 letih.

Dodaten problem se pričakuje pri upokojevanju »baby boom« povojne generacije, saj velik del le-te ni zadosti varčeval za obdobje po upokojitvi. Zanašali so se ne naraščajočo vrednost svojih nepremičnin, katere bi uporabili za dodaten vir financiranja v starosti. Hitro rastoče cene stanovanj so Američanom vlivale zaupanje in dajale finančno oporo za to, da so lahko zapravljali več, kot so zaslužili. Stopnja prihrankov v ameriških gospodinjstvih je bila na najnižji ravni odkar je minila velika depresija med svetovnimi vojnami, pri čemer skoraj polovica gospodinjstev ni imela nikakršnih prihrankov. Ker za veliko lastnikov stanovanj vrednost njihovega stanovanja pomeni več kot polovico njihovega premoženja, zmanjšanje cen nepremičnin pomembno vpliva na zmanjšanje njihovega življenjskega standarda (Hoak, 2006).

Zaradi višjih obrestnih mer je izposojanje denarja postalo precej dražje. Kriteriji za dodeljevanje posojil so se zvišali in s tem tudi višina pologa gotovine pri najetju posojila. Dobiti posojila je bilo tako veliko težje in posledično je bilo tudi prodati hišo veliko težje, ker so banke in druge finančne institucije zaradi strožjih standardov zmanjšale število odobrenih hipotekarnih posojil.

4.1.4 Posledice za finančne institucije

Ameriške banke so svoje drugorazredne hipotekarne kredite zavarovale pri hedge skladih, ki so se v obdobju razcveta na nepremičninskem trgu močno okrepili. V te, takrat visoko donosne sklade, je svoje naložbe precej nekritično namenilo veliko ameriških in evropskih bank. Z zlomom nepremičninskega trga se je pričakovano zrušil tudi trg izvedenih finančnih derivatov, ki so temeljili na drugorazrednih hipotekarnih kreditih. To je povzročilo bankrot številnih hedge skladov in s tem ogrožitev stabilnosti finančnega sistema celotnega sveta (Damijan, 2007).

Zaradi globalizacije so tako čutili posledice ameriških hipotekarnih težav tudi drugod po svetu, kajti ameriške banke so slaba hipotekarna posojila s sekuritizacijo prenesle na vlagatelje po vsem svetu. Kljub prednostim sekuritizacije in njeni porazdelitvi tveganja, so težave, ki niso bile deležne ustrezne priprave. Ameriške banke zaradi nje sicer niso utrpele takšne škode, kot bi jo drugače, je pa posledice ameriških težav s slabimi posojili čutil ves svet. Sekuritizacija je tako tudi sama pripomogla k razvoju slabih posojil. Nekdaj so namreč banke, ki so v svoji lasti imele slaba posojila, same nosile posledice takšnega ravnanja, s sekuritizacijo pa lahko izvorni krivci slaba posojila prenesejo na druge. Ko upniki v starih časih niso več mogli odplačevati posojil, so se hipotekarna posojila prestrukturirala, sekuritizacija pa je tako prestrukturiranje dolga zelo otežila, oziroma celo onemogočila (Stiglitz, 2007b, str. 16).

V času krize je bil eden glavnih problemov nelikvidnost bank. Banke, med njimi tudi take, od katerih se ne bi pričakovalo, da imajo v svojih bilancah strukturirane produkte vezane na drugorazredna posojila, so namreč objavljale milijardne izgube. To je v bančni sistem vneslo precej nezaupanja. Banke si med seboj niso več zaupale, saj niso vedele, kaj se skriva v njihovih bilancah in ali so zmožne vrniti posojila. Posledično so se kratkoročne obrestne mere dvignile,

sledilo pa je pomanjkanje likvidnosti, saj si po takih obrestnih merah ni hotel nihče izposojati denarja.

Za območje evra so obrestne mere na medbančnem trgu tako rekordno presegle ključno obrestno mero ECB za glavne operacije refinanciranja na odprtem trgu (main refinancing rate), s katero Evrosistem signalizira naravnost denarne politike. Zaradi tega je tako bilo ogroženo delovanje denarnega trga pa tudi bančnega sistema.

V nadaljevanju je naštetih nekaj največjih neposrednih žrtev hipotekarne krize med finančnimi institucijami.

- Med zvenečimi imeni ustanov se je začelo z bankrotom dveh hedge skladov v lasti ene največjih ameriških investicijskih bank Bear Sterns, zaradi reorganizacije hipotekarne dejavnosti pa so morali odpustiti več kot 800 zaposlenih.
- Škotska banka Northern Rock, ki je imela v Veliki Britaniji na področju hipotekarnih posojil največji tržni delež, je zaradi visoko špekulativnega poslovanja najbolj občutila finančno krizo, ki so jo še poglobili visoki odlivi denarja z osebnih in varčevalnih računov komitentov banke, ki so se zbal za svoje prihranke. Podjetje je bilo na robu bankrota, a ga je rešila britanska centralna banka z rešilnim kreditom, zaradi krize pa je v tretjem četrtletju leta 2007 izgubila kar 79,45% vrednosti.
- Francoska banka BNP Paribas se je soočala z naglim upadanjem premoženja v svojih skladih Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor in BNP Paribas ABS Eonia, katerim je v dveh tednih premoženje upadlo za pol milijarde evrov. Presahla likvidnost v segmentih ameriškega hipotekarnega trga jim ni omogočala poštenega izračunavanja čiste vrednosti premoženja svojih skladov, zato so jih morali začasno zamrzniti (Kenda, 2007b).
- Vzajemni sklad DWS ABS največjega nemškega upravljavca premoženja DWS, ki je v lasti Deutsche Bank, so množični zahtevki paničnih vlagateljev zmanjšali za 30 odstotkov (900 mio EUR), in to kljub zagotovitvi, da ta med svojim premoženjem nima tveganih naložb, povezanih z drugorazrednimi hipotekami (Usenik, 2007).
- Ameriška družba American Home Mortgage Investment, deseta največja ponudnica hipotekarnih posojil v ZDA, je bila zaradi hipotekarne krize v takšnem likvidnostnem šoku, da ni mogla več črpati kreditnih linij in tako ni bila zmožna pridobiti dovolj sredstev, da bi izpolnila svoje obveznosti pri dajanju hipotekarnih posojil svojim strankam. Odpustiti so morali večino zaposlenih ter objavili stečaj. Njihovi delničarji so zaradi tega izgubili 90 odstotkov svojega premoženja. Toliko je namreč upadel tečaj delnic družbe, potem ko se je razširil strah, da bo družba morala razglasiti bankrot (Kenda, 2007a).

4.1.5 Ukrepi centralnih bank

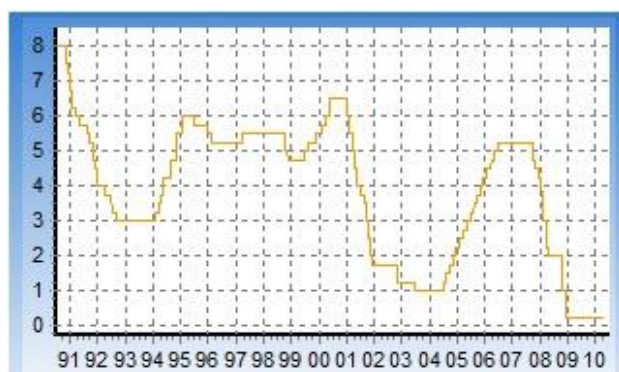
Centralne banke so zaradi zmanjšanje likvidnosti bank morale ukrepati. Tako Ameriška centralna banka (FED), kot tudi Evropska centralna banka (ECB) sta na situacijo reagirali istočasno. Obe sta trgu pomagali s posojanjem denarja bankam po nizkih obrestnih merah. Do začetka septembra 2007 sta na trg posredovali večje količine denarja in s tem povečevali likvidnost denarnega trga ter ublažili nepričakovana nihanja razpoložljivega denarja v obtoku. ECB je do septembra trg oskrbela z okoli 250 milijardami evrov, FED pa z okoli 100 milijardami ameriških dolarjev. S količino plasiranja denarja v obtok je tako ECB presegla rekordno višino pomoči bankam po šoku svetovnih finančnih trgov zaradi terorističnih napadov v ZDA 11. septembra 2001. Tudi ostale centralne banke po svetu so s podobnimi ukrepi nemudoma reagirale, da bi omilile negativne učinke finančne krize iz ZDA.

FED je z namenom umirjanja trga nanj plasiral dodatno finančno injekcijo – sporazum o ponovnem odkupu s komercialnimi bankami, po katerem Zvezne rezerve od njih kupijo vrednostne papirje, banke pa se zavežejo, da jih bodo ob boljših časih kupile nazaj. S ciljem zagotovitve dodatne likvidnosti trga pa je FED od bank kupal tudi hipotekarne obveznice.

Zaradi posojilne krize je FED prvič po štirih letih sredi septembra 2007 znižal glavno obrestno mero (FED federal funds rate), po kateri si lahko banke medsebojno, običajno čez noč, izposojajo rezerve. Znižanje je bilo precej agresivno, za 0,5 odstotne točke, čeprav je večina pričakovala znižanje za 0,25 odstotne točke. Tako je glavna obrestna mera znašala 4,75 odstotka na leto. S tem znižanjem naj bi onemogočili večjo nepremičninsko krizo in pomirili burne finančne trge, ki bi lahko sprožili recesijo. Znižanje obrestne mere naj bi tudi spodbudilo ameriško gospodarsko rast z znižanjem stroškov posojil za fizične osebe in podjetja, pri čemer je bila skrb pred previsoko inflacijo začasno odrinjena na stran. Prvemu znižanju obrestne mere je sledilo drugo, konec oktobra 2007, in sicer za dodatne 0,25 odstotne točke na 4,5 odstotka. V decembru 2007 so obrestno mero znižali še tretjič in to spet za 0,25 odstotne točke na 4,25 odstotka.

V letu 2008 je FED glavno obrestno mero zaradi krepkega poslabšanja gospodarskih obetov kot posledico finančne krize, v upanju, da bo ukrep spodbudil potrošnjo in oživil gospodarstvo, znižal še sedemkrat, na današnjo 0,25% raven.

Slika 6: Potek krivulje glavne obrestne mere Ameriške centralne banke (FED federal funds rate) za obdobje 1991 - 2010



Vir: HomeFinance, 2010.

FED je trgu pomagal tudi z ustvarjanjem diskontnega okna, kar pomeni, da je znižal diskontno obrestno mero, po kateri si banke izposojajo denar od centralne banke, in sicer iz 6,25% na 5,75%. Ta obrestna mera je druga najbolj pomembna obrestna mera FED-a in je bila vedno 1 odstotno točko nad ključno obrestno mero. Bankam je tako omogočil možnost cenejšega izposojanja denarja. Ti ukrepi sprva niso bili tako uspešni kot so pričakovali, saj banke diskontnega okna niso izkoristile (Mendiževc, 2007, st. 8). Diskontna obrestna mera se je nato do konca leta 2008 znižala še enajstkrat, na 0,5%. Posojilna ekspanzija se ni pretirano prelila v realno gospodarstvo, temveč v borzne špekulacije in nakup tujih valut, kar je povzročilo upad vrednosti dolarja, ekspanzivna denarna politika pa je povzročila pospeševanje inflacije, pri čemer so cene nafte, hrane in zlata dosegle zgodovinsko visoke vrednosti (Sachs, 2008).

ECB zaradi krize ni izvedla pričakovanega dviga ključne obrestne mere (ECB refinancing rate), ki je bil za to obdobje namenjen umerjanju inflacijskih pritiskov. Obrestna mera je tako ostala na ravni štirih odstotkov. Sredi leta 2008 je ECB dvignila ključno obrestno mero za 0,25 odstotne točke, kmalu zatem pa je zaradi vse večje gospodarske krize, ključno obrestno mero v sedmih zaporednih serijah v obdobju enega leta znižala na današnjo, 1,0% raven.

Slika 7: Potek krivulje ključne obrestne mere Evropske centralne banke (ECB refinancing rate) v obdobju 1999 - 2010



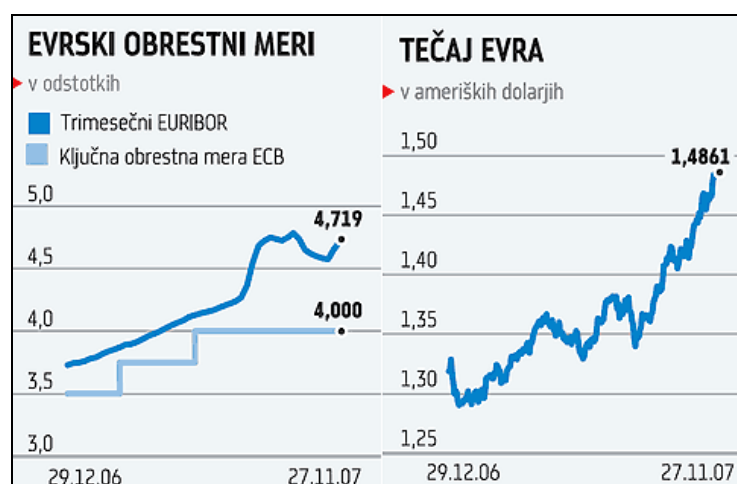
Vir: HomeFinance, 2010.

4.1.6 Posledice za ameriško in svetovno gospodarstvo

Najbolj vidna posledica ukrepov ameriške centralne banke pri hipotekarni krizi je bilo upadanje tečaja dolarja. Zaradi znižanja obrestnih mer v ZDA in enakih obrestih v Evropi se je kratkoročni kapital začel seliti v evre. Znižanje dolarske obrestne mere je namreč pomenilo sorazmerno zniževanje donosnosti oziroma privlačnosti dolarskih vrednostnih papirjev glede na evrske, kar je znižalo tudi povpraševanje po dolarjih. Močan evro v primerjavi z dolarjem je za blago iz evro območja pomenil zmanjšanje konkurenčnosti, šibak dolar pa je, zaradi zvišanja konkurenčnosti njihovega blaga, rešil ZDA pred večjo recesijo.

Na spodnji sliki vidimo rast vrednosti evra, ki je zelo strmo naraščala predvsem v drugi polovici leta 2007, kot posledica ukrepov centralnih bank ob hipotekarni krizi. Zaradi izgub, ki so jih utrpeli evropske banke zaradi finančne krize, so se zaostri posojilni pogoji in zvišala evrska obrestna mera, kar lahko vidimo na Sliki 8.

Slika 8: Potek krivulj evrskih obrestni mer ter tečaj evra v primerjavi z dolarjem za obdobje od 29.12.2006 do 27.11.2007



Vir: J. Tomažič, *Prihaja pasje leto za male podjetnike, 2007, str. 3.*

Padci vrednosti delnic, kot posledica hipotekarne krize, so močno načeli dobičke akumulirane v letu 2007 v Evropi in ZDA, medtem ko je kriza na Japonskem povzročila, da so vrednosti delnic padle na raven, doseženo ob koncu leta 2006. V primerjavi z vrednostjo, doseženo ob koncu maja, je bil ameriški borzni indeks S&P 500 v sredini avgusta 2007 nižji za 8 %.

Poslovni rezultati 481 družb, ki sestavljajo newyorški borzni indeks S&P 500, so pokazali, da se je v tretjem četrtletju leta 2007 čisti dobiček na delnico, glede na isto obdobje v letu 2006, v povprečju zmanjšal za 24,2 odstotka. To je bil najstrmejši upad čistega dobička v minulih petih letih, glavni vzrok pa je bil upad naložb zaradi zaostrenih pogojev financiranja ter številčni odpisi slabih naložb po razmahu nepremičninske krize. V obdobju od maja do avgusta 2007 je evropski indeks DowJones EUROSTOXX izgubil 7%, japonski indeks TOPIX pa 10%.

Gledano sektorsko, so bili najbolj prizadeti gradbeništvo, bančništvo in avtomobilska industrija. Samo v obdobju od konca maja do konec avgusta 2007 je ameriški gradbeni indeks "Homebuilding Subindex" padel za 33%. Tudi bančni indeks "S&P Bank Index" je izgubil 7% vrednosti, medtem ko je indeks investicijskega bančništva "Investment Banking Subindex" utrpel padec v višini 17%. Vrednosti bančnih delnic v Evropi in na Japonskem so se gibale v isti smeri, pri čemer so v povprečju izgubile so med 11 in 18 odstotkov vrednosti (Taškar, 2007).

Pri gradbenih podjetjih v ZDA je bil problem, da so v letih nizke obrestne mere močno dvignili število zaposlenih, nakupili in razvili zemljiške posesti in se v letu 2007 nahajali v sredini gradnje oz. realizacije njihovih načrtov. Ta podjetja so imela v letu 2007 na zalogi zelo veliko neprodanih nepremičnin, katere so na trgu dosegle veliko nižje cene od prvotno načrtovanih. V ZDA je bila tako gradnja novih hiš na 16-letnem dnu, prodaja novih hiš pa je bila za 25% nižja kot v letu 2006. Zaradi težjega dostopa do posojil in z zmanjšanjem povpraševanja, so se znižale cene nepremičnin tudi v Evropi. Zaradi zmanjšanje vrednosti nepremičnin, ki pogosto predstavljajo obliko poroštva za posojila, se je znižala tudi rast zasebne potrošnje.

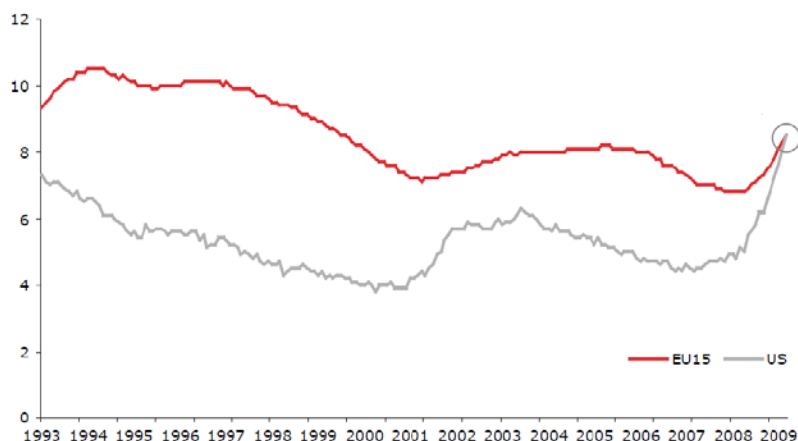
Podjetja so se soočala s težjim financiranjem načrtov in investicij, saj se je obrestna mera občutno povišala, večja pa je bila tudi zahtevana varščina za kredite. Svetovna gospodarska rast je bila v letu 2007 sicer visoka (5,2 odstotna), vendar predvsem zaradi Kitajske in Indije, ki sta bila glavna motorja rasti.

V nadaljevanju krize v letu 2008 je krizo močno občutila ameriška avtomobilska industrija, kateri se je prodaja avtomobilov močno zmanjšala, saj se potrošniki v času krize niso spuščali v večje nakupe. Padec prodaje je bil tudi posledica visokih cen nafte in zaostrovanja kreditnih standardov bank. Upad prodaje novih avtomobilov v Evropi v letu 2008 je bil 7,8 odstoten, kar je predstavljalo največji padec v zadnjih 15 letih.

Gospodarske razmere so privedle do višanja stopenj brezposelnosti. Na Sliki 9 lahko vidimo gibanje stopenj brezposelnosti. Hipotekarna kriza je imela vpliv na dvig brezposelnosti najprej v ZDA, kjer se je ta začela dvigovati konec leta 2007, v EU 15³ pa s polletnim zamikom, sredi leta 2008. Sprva nizka, 4,4%, stopnja brezposelnosti v ZDA se je zelo hitro dvigala ter v marcu 2009 dosegla stopnjo brezposelnosti v EU 15, ki je znašala 8,5%.

³ Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugalska, Španija, Švedska, Velika Britanija.

Slika 9: Stopnje brezposelnosti za ZDA in EU 15 za obdobje 1993 - 2009



Vir: J. Schmitt et al., *U.S. Unemployment Now As High as Europe*, 2009, str. 3.

4.1.7 Posledice za Slovenijo

Slovensko gospodarstvo takoj po izbruhu ameriške hipotekarne krize ni čutilo večjih posledic. Slovenske banke so bile namreč popolnoma izolirane od dogajanj na mednarodnih trgih. Razlog je bil v tem, ker pri nas in tudi v državah Vzhodne Evrope, finančna struktura ni tako poglobljena in razvita, da bi naše banke poslovale s strukturiranimi finančnimi proizvodi. V tem primeru se je celo izkazalo, da je manjša razvitost na finančnem področju lahko celo prednost, saj Vzhodna Evropa praktično ni imela problemov.

Slovenske banke tako niso bile neposredno izpostavljene vrednostnim papirjem, ki so čutili posledice ameriške krize, težave pa so občutile pri najemanju posojil v tujini. Za domače banke je bilo, v nasprotju z bankami v večinski tuji lasti, pridobivanje dolgoročnih sredstev težavnejše, saj je bil celoten evropski bančni sektor zelo zadržan pri medsebojnem dolgoročnem financiranju. Večina slovenskih bank je tako po izbruhu krize, septembra 2007, podražila posojila zaradi višjega vrednotenja tveganj na mednarodnem finančnem trgu, kar je slovenskim bankam dražilo financiranje. Zlasti so se dvignile cene posojil gospodarstvu, kjer so bila najbolj prizadele podjetja v najnižjih bonitetnih razredih ter mala podjetja, ki se financirajo predvsem z zunanjimi viri financiranja. Večji pribitki na obrestne mere so tako vplivali na rast podjetij in njihove naložbene dejavnosti (Tomažič, 2007, str. 2).

Slovenski borzni indeksi niso pretirano sledili korekcijam na borzah vrednostnih papirjev po svetu, ki so bile posledica krize v ZDA. To lahko utemeljimo z majhnim deležem lastništva globalnih skladov, majhno izpostavljenostjo naših finančnih subjektov na ameriškem trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov ter sezono objav polletnih poslovnih rezultatov podjetij na borzi, ki so v večini pozitivno presenetila investitorje. Indeks SBI 20 je tako večjo korekcijo doživel le sredi septembra 2007, ko je njegova vrednost občutneje zdrsnila, a je že v naslednjih dneh prišel na nivoje pred korekcijo.

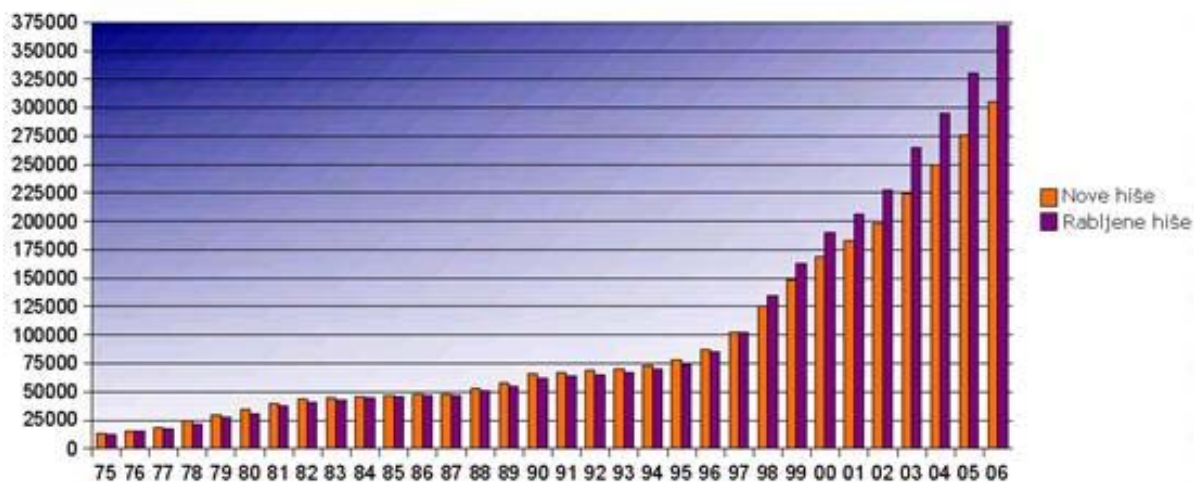
Seveda pa je slovensko gospodarstvo krizo močno občutilo kasneje, v drugi polovici leta 2008, ko je celotno svetovno gospodarstvo zašlo v recesijo.

4.2 Nepremičninski balon na Irskem

Cene stanovanj na Irskem so bile do leta 2008 v porastu celi dve desetletji, pri čemer so se cene nepremičnin začele strmo dvigovati od sredine 90-ih. Povečano povpraševanje po stanovanjih je sprožil močan porast gradbene dejavnosti. Tako je 12,6% celotne delovne sile zaposlene v gradbeni industriji (povprečje EU je 8%), od katere je odvisno 23% irskega bruto nacionalnega proizvoda. Od leta 1995 do 2005 so se tako cene rabljenih hiš več kot potrojile, kar predstavlja najvišjo rast v tem obdobju med državami članicami Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (Noord & Rae, 2006, str. 5). Naraščalo je tudi število praznih stanovanj, ki so bila kupljena iz špekulativnih namenov. V letih 2000 do 2003 je njihovo število naraslo za 80.000, kar predstavlja polovico novozgrajenih hiš v tem obdobju. Kot ukrep proti zmanjšanju števila praznih stanovanj ter oddajanja stanovanj na črno, so za nepremičnine, kjer lastniki niso stalno prijavljeni, uvedli proti-špekulativni davek (anti-speculative property tax) v višini dveh odstotkov tržne vrednosti nepremičnine (Noord & Rae, 2006, str. 19). Stavbnega »booma« je bilo v letu 2007 konec, leta 2008 je gradnja hiš upadla za četrtno, mesečna prodaja hiš pa je upadla za več kot 50 %.

Na Sliki 10 vidimo povprečne cene hiš na Irskem za obdobje od leta 1975 do leta 2006. Rast cen se je začela drastično zviševati od leta 1995, saj so se do leta 2006 povprečne cene rabljenih hiš povečale za 340%, cene novih hiš pa za okoli 240%. Razliko med rastjo lahko razložimo s tem, da si nova in rabljena hiša nista popolna substituta. V povprečju so nove hiše manjše ter bolj oddaljene od centra mesta, ponudba novih hiš pa se lahko hitreje poveča kot rabljenih, katerih ponudba je manj elastična (Noord & Rae, 2006, str. 10-11).

Slika 10: Povprečne cene novih ter rabljenih hiš na Irskem od leta 1975 do 2006 v EUR.



Vir: Central Statistics Office Ireland, 2009.

4.3 Vzroki za razcvet nepremičninskega trga na Irskem

V spodnjih alinejah so naštetih demografski in ekonomski vzroki za rast cen na irskem nepremičninskem trgu (Noord & Rae, 2006, str. 6 - 7; Sullivan, 2009, str. 1 - 3).

Demografski vzroki:

- rast prebivalstva, ki je bila v povprečju 1,2% letno,
- manjšanje števila članov v gospodinjstvih,
- povečane migracije znotraj države,
- povečanje števila ločitev.

Ekonomski vzroki:

- ohlapna kreditna politika bank – posojila so dosegala 70-100% vrednosti stanovanj,
- visoka rast razpoložljivega dohodka, ki je povprečno znašala 5 odstotkov letno,
- številni nakupi stanovanj povojne »baby boom« generacije z namenom dajanja v najem, zaradi skrbi, da bodo po odhodu v pokoj prejeli nizke pokojnine,
- ugodne davčne olajšave - Irska je ena redkih držav, ki omogoča davčni odbitek tistim, kateri odplačujejo hipotekarna posojila,
- neobdavčeni kapitalski dobički - pri prodaji tistih stanovanj v katerih so živeli njihovi lastniki,
- prevzem evra je dodatno znižalo obrestne mere, kar je povečalo povpraševanje po hipotekarnih posojilih,
- lastništvo dveh stanovanj – v letu 2005 je 15% lastnikov stanovanj, starih med 35 in 54 let, imelo v lasti še eno stanovanje zaradi špekulativnih namenov.

4.4 Posledice nepremičninskega balona na Irskem

Zanašanje na nepremičnine kot vodilo gospodarske rasti na irskem je pomenilo precejšnje tveganje za finančno stabilnost, saj je skoraj tri četrtine vsega premoženja na Irskem v nepremičninah, kar z naskokom presega mednarodno povprečje. Tveganje za finančno stabilnost je predstavljala stopnja zadolženosti prebivalstva saj se je povprečni dolg irskega gospodinjstva od leta 1996 do 2006 podvojil, pri čemer posojila za nakup nepremičnin znašajo 80 odstotkov teh dolgov. Celotna vrednost hipotekarnega dolga je tako od 33 milijarde evrov v letu 2000, narasla do 100 milijard evrov v letu 2005.

Povečanje obsega hipotekarnih kreditov je bil tudi glavni vzrok za rast inflacije na Irskem, ki je močno preseгла inflacijo v ostalih državah članicah EU. V letu 2006 se je namreč obseg mesečnega odplačevanja hipotekarnih kreditov povečal za 47,9% in to na račun večjih povprečnih zneskov kreditov ter dviga temeljne obrestne mere s strani Evropske centralne banke. Povečan obseg hipotekarnih kreditov je tako na začetku leta 2007 prispeval 2,5 odstotne točke k inflaciji, ki je znašala 5,2 % (Hughes, 2007).

Precejšnje tveganje predstavljajo tisti, ki so kupili hiše z namenom oddajanja v najem. To so v glavnem majhni, nepoučeni vlagatelji, ki jim najemnina prinaša dodaten vir zaslužka ob upokojitvi. Od leta 2002 do 2005 so se najemnine zniževale, cene hiš pa naraščale. Ker najemnine raste cen nepremičnin ne sledijo, saj so omejene s kupno močjo ljudi in nimajo špekulativne komponente, je položaj lastnikov tako odvisen od nizkih obrestnih mer. Če bi se te zviševale, bi to pomenilo višanje obrokov hipotekarnih posojil in tako bi mnogi od lastnikov ustvarjali izgubo, saj bi donosnost oddajanja nepremičnin padla pod stroške financiranja (Masten, 2007).

Obrestne mere pa so se zviševale, saj je Evropska centralna banka svojo ključno obrestno mero, ki je bila od sredine leta 2003 do konca leta 2005 na rekordno nizki ravni, od novembra 2005 do sredine leta 2007 zvišala osemkrat, oziroma skupaj za dve odstotni točki. Obroki posojil, vezanih na Euribor, so se tako precej zvišali. Posojilojemalcu, ki je hipotekarno posojilo najel marca leta 2005, se je tako mesečna anuiteta povečala za desetino, kar je mnogim predstavljalo precejšnje breme. Letni donos od najemnin je upadel pod stroške financiranja, na 4%. Za vzpostavitev ravnovesja cen na nepremičninskem trgu se ocenjuje, da je potrebno znižanje cen nepremičnin za 40 - 60 % v naslednjih letih, glede na cene iz leta 2007 (The Economist, 2007a, str. 11).

Cene stanovanj so se sicer od svojega vrha v letu 2007, do konca leta 2009 znižale za 27%, pri čemer se ocenjuje, da je na Irskem okoli 200 tisoč neprodanih stanovanj, kar bo pomenilo nadaljnja zmanjšanja cen v prihodnjih letih. Obseg irskega BDP-ja se je v letu 2009 skrčil za 7,5%, kar je skoraj dvakratno povprečje držav EU, stopnja brezposelnosti pa je v letu 2009 narasla na 11,8%. Irska se sooča tudi z visokim 11,7% proračunskim primanjkljajem, ki je delno posledica vladnega zanašanja na prihodke od nepremičninskih davkov v času ekspanzije na nepremičninskem trgu, ki pa so se z pokom balona močno skrčili (Fahy, 2010).

5 SLOVENSKI NEPREMIČNINSKI TRG

5.1 Trg poslovnih nepremičnin

Trg poslovnih nepremičnin v Sloveniji je v preteklosti dobro funkcioniral. Ponudbe je bilo dovolj, kjer pa je bilo povpraševanje večje, so investitorji z novogradnjami poskrbeli za ustrezno zagotovitev poslovnih prostorov za nakup ali najem. Zadostno je bilo tudi število proizvodnih in skladiščnih prostorov, kar je v veliki meri posledica propada velikih industrijskih obratov v začetku 90-ih let, ki so imeli velike površine poslovnih, proizvodnih in skladiščnih prostorov. Za privabljanje različnih podjetij v svoje občine, le-te ponujajo zemljišča po ugodnih pogojih v novo nastalih industrijsko-obrtnih conah, pri čemer je moč opaziti selitev industrijske dejavnosti na obrobje mest, kjer so cene nepremičnin nižje (Razmere na trgu, 2009).

V letu 2009 so se razmere na trgu poslovnih nepremičnin zaostrele, saj so podjetja zaradi splošne gospodarske krize svoja razpoložljiva sredstva usmerila v svojo osnovno dejavnost. Investiranje podjetij v nepremičnine se je tako zmanjšalo, pri čemer so mnoga opuščala že zastavljene nepremičninske projekte. Povpraševanje po poslovnih nepremičninah se trenutno preusmerja na najemniški trg, pri čemer raste ponudba novih in rabljenih poslovnih nepremičnin.

5.2 Trg stanovanjskih nepremičnin

Slovenski nepremičninski trg se je od začetka 90-ih do danes precej razvil, pri čemer ga zaznamujejo naslednje značilnosti (Razmere na trgu, 2009):

- velik delež lastniških stanovanj,
- neurejen najemni trg,
- želje ljudi po nakupu nepremičnin le v določenih krajih (Ljubljana, Obala),
- neustrezna razporejenost nepremičnin,
- odsotnost pravega hipotekarnega kreditiranja,
- pomanjkanje novogradenj na najbolj zaželenih območjih,
- manjšanje družin,
- eno-starševske družine, samski ljudje ter večanje števila ločitev vpliva na povečano povpraševanje po bivalnih enotah,
- kupci postajajo vse bolj zahtevni in previdni.

V Sloveniji prevladuje velik delež lastniških stanovanj, kar je posledica ugodnih pogojev nakupa ali gradnje v obdobju Jugoslavije in t.i. Jazbinškovega zakona, ki je po osamosvojitvi Slovenije omogočil velikemu delu najemnikov državnih stanovanj njihov odkup po nizkih cenah. Posledica velikega deleža lastniških stanovanj je majhno povpraševanje po najemnih stanovanjih, zato je ta segment trga slabo razvit. Najemni trg je slabo reguliran, saj je veliko oddajanja na črno, najemniki pa niso dovolj zaščiteni. Država tega področja ni zadostno uredila, obenem pa tudi ne spodbuja k legalnemu oddajanju, saj so dohodki iz najemnin precej obdavčeni. Med najemniki v veliki meri prevladujejo študentje, tujci in tedenski migranti. Cene nepremičnin v večjih in bolje razvitih mestih (Ljubljana z okolico ter obalna mesta) so visoke, na podeželju pa so nizke, kar delno kaže na neustrezno razporejenost nepremičnin. Za slovenski nepremičninski trg je značilna tudi odsotnost pravega hipotekarnega kreditiranja. Banke ponujajo hipotekarne kredite, ki pa niso pravi hipotekarni krediti, temveč samo krediti z zastavo nepremičnine, pri čemer kredit dosega določeno vrednost nepremičnine, ki običajno ne presega 70% njene vrednosti. Glavni razlog za odsotnost pravega hipotekarnega kreditiranja je v zakonodaji, ki onemogoča prenos lastništva s kreditojemalca na kreditodajalca v primeru, da pride do težav pri vračanju dolga. V takem primeru mora upnik sprožiti postopek rubljenja, nepremičnina pa gre na dražbo, kar podaljša postopek poplačila dolga (Razmere na trgu, 2009).

5.3 Gibanje cen na trgu nepremičnin

V Sloveniji je do natančnejšega spremljanja cen je prišlo v letu 2004, ko so morale nepremičninske agencije sporočati podatke o prodaji Ministrstvu za okolje in prostor, za preteklost pa so podatki precej nepopolni. Za boljšo preglednost trga nepremičnin je v novembru 2007 Geodetska uprava Republike Slovenije vzpostavila evidenco trga nepremičnin, ki omogoča vpogled v podatke o dejanskih prodajnih cenah nepremičnin. Namen evidence je centralno vodenje javne evidence nepremičnin, ki zagotavlja dolgoročno sistematično spremljanje gibanja cen nepremičnin ter najemnin, enakopravno obveščenost vseh aktivnih udeležencev o dogajanju na trgu in preglednost nepremičnin.

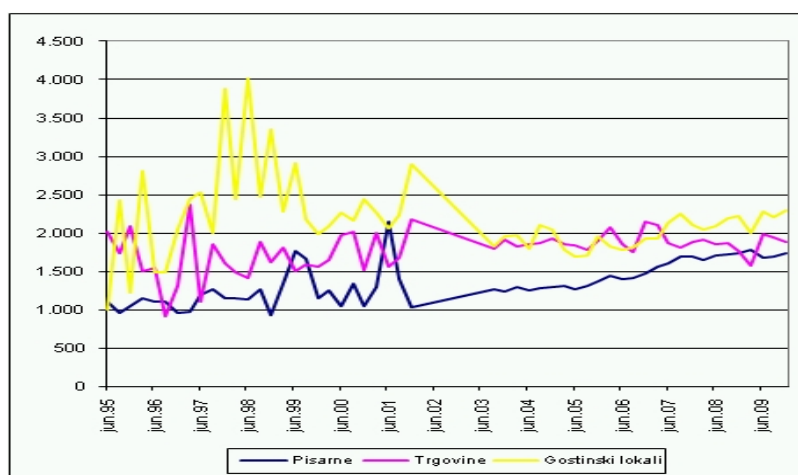
V nadaljevanju je prikazan pregled cen in najemnin poslovnih prostorov in stanovanj za Ljubljano, kjer je nepremičninski trg najbolj razvit in je evidenca cen zaradi največjega števila transakcij najbolj relevantna.

5.3.1 Cene in najemnine poslovnih nepremičnin v Ljubljani

Cene se oblikujejo v skladu s pogoji na trgu, temu pa se prilagajajo uporabniki poslovnih prostorov. Opazno je, da se industrijska dejavnost seli iz mest na njihova obrobja, kjer so cene ustreznih nepremičnin nižje, proste nepremičnine pa se uporabijo ali za gradnjo stanovanjskih nepremičnin ali pa za druge poslovne namene.

Po povišanju cen poslovnih prostorov za 15,9% v letu 2007 so se te v letu 2008 zvišale za dobrih 2,1%, v letu 2009 pa so cene začele rahlo upadati.

Slika 11: Gibanje povprečnih oglaševanih cen poslovnih prostorov v Ljubljani v €/m², junij 1995 - december 2009

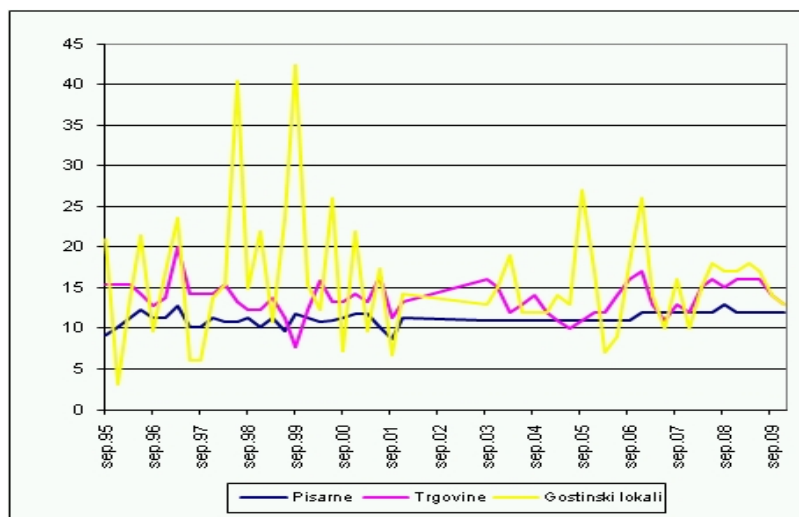


Vir: Cene nepremičnin, 2010.

Najemnine za poslovne prostore se od leta 2007 niso dosti spreminjale, v letu 2009 pa so rahlo upadle. Večja ponudba najemnih poslovnih prostorov v Ljubljani in padec njihovih povprečnih

oglaševalnih cen pomeni, da se podjetja, katerih dejavnost ne zahteva ozko specializirane opreme, vedno bolj odločajo za najem poslovnih prostorov. To je z davčnega vidika ugodneje in ob dražjih bančnih posojilih racionalna odločitev, še posebno v obdobju krize ko je najem poslovnih prostorov lahko prednost, ker dopušča večjo fleksibilnost poslovanja (Banka Slovenije, 2009a, str. 18).

Slika 12: Gibanje povprečnih oglaševanih najemnin poslovnih prostorov v Ljubljani v €, september 1995 - september 2009



Vir: Cene nepremičnin, 2010.

5.3.2 Cene in najemnine stanovanjskih nepremičnin v Ljubljani

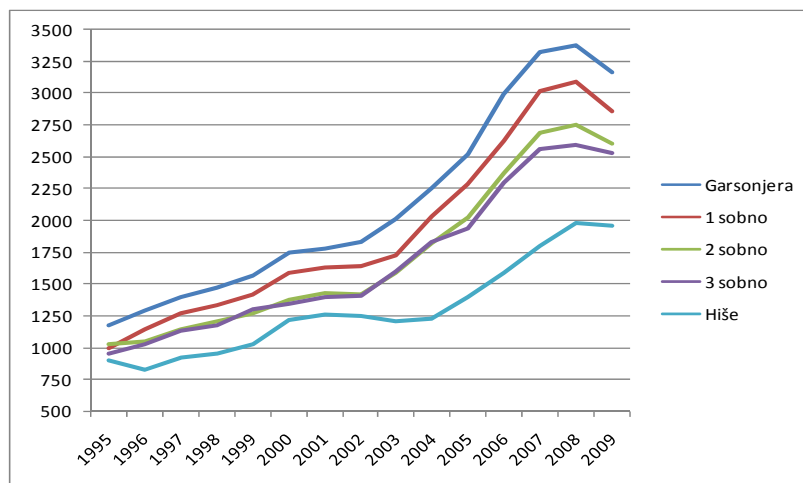
Najvišje cene dosegajo stanovanja v Ljubljani in nekaj okoliških občinah, sledi Kranjska Gora s sosednjimi turističnimi občinami, za njo pa Obala. Cene hiš na Južnem Primorskem so le malo nižje kot v Ljubljani, cene hiš na Gorenjskem so podobne cenam hiš v okolici Ljubljane. V ostalih regijah, kjer so cene bistveno nižje, je večinoma zaznati trend rasti, stopnje rasti pa so različne in odvisne od regije.

V Ljubljani so cene stanovanj začele dosegati povečano rast po letu 2003, pri čemer je rast cen svoj vrhunec dosegla v letu 2006, ko so se cene stanovanj v povprečju dvignile za 18%. V letu 2007 je rast cen dosegla 14%, v letu 2008 pa je rast cen na letni ravni dosegla 3,4%. Cene hiš so do leta 2005 do 2008 v povprečju rasle 10% letno.

Prodajalci stanovanj so se v letu 2008 prvič od vzpostavitve nepremičninskega trga pri nas znašli pred problemom presežne ponudbe. Pri tem pa stanovanjska ponudba ni presegla stanovanjskih potreb prebivalstva, ampak velik del ponudbe pri obstoječih cenah ni več našel kupcev, ki bi bili glede na napovedi padanja cen pripravljene kupiti nepremičnine. Posledično se je zmanjšal obseg novih investicij v stanovanja, deloma kot posledica prilagajanja vlagateljev, deloma pa zaradi nedostopnosti ustreznih kreditov.

Cene stanovanj so v letu 2009 padle za slabih 6%, predvsem zaradi skromnega povpraševanja, kar se je kazalo tudi v majhnem številu sklenjenih transakcij. Padec cen je bil bolj intenziven pri manjših stanovanjih, manjši pa pri večjih stanovanjih in hišah, kjer je bil zabeležen padec v višini 1,3%. Ker so ponudniki v preteklosti zaradi pretiranih pričakovanj preveč dvignili cene, se je prodaja ustavila, kupci pa so čakali na padec cen.

Slika 13: Povprečne oglaševane cene stanovanj in hiš v Ljubljani po letih v €/m²



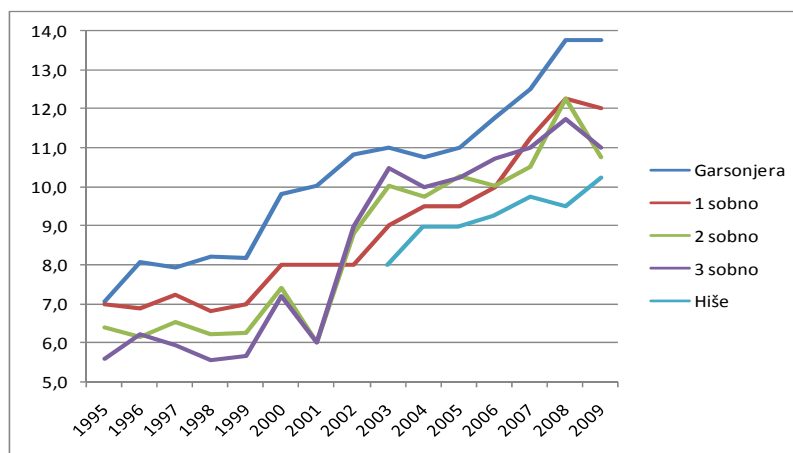
Vir: Cene nepremičnin, 2010.

Od leta 2003 do 2007 je bil najemni stanovanjski trg uravnotežen, v letu 2008 pa so najemnine intenzivno porasle za slabih 12%, predvsem zaradi povečanega števila stanovanj, katerih lastniki niso mogli prodati in so za njih postavili visoke najemnine.

V začetku leta 2009 so najemnine stanovanj začele upadati, pri čemer je padec na letni ravni znašal 9%. Padec je bil posledica izdatnega povečanja ponudbe stanovanj saj se je od marca 2008 do marca 2009 število ponujenih stanovanj povečalo za preko 200%. Padanje vrednosti povprečne oglaševalne najemnine je potekalo hitro, kar kaže, da so bila pričakovanja najemodajalcev previsoka, povpraševanja pa ni doseglo ponudbe.

Najemni trg hiš v Ljubljani je že nekaj let zapored stabilen in tudi v letu 2009 ni beležil večjih padcev, medtem ko so najemnine hiše v okolici Ljubljane v letu 2009 doživele kar 14% padec, ki je bil posledica velikega števila novozgrajenih hiš, ki pa jih prodajalci zaradi zastoja na trgu niso mogli prodati.

Slika 14: Povprečne oglaševane najemnine stanovanj in hiš v Ljubljani v po letih €/m²



Vir: Cene nepremičnin, 2010.

5.4 Donosnost investicij v stanovanje v Ljubljani

V spodnji tabeli je prikazana donosnost investiranja v različne oblike finančnih naložb v obdobju 2006 do prve polovice leta 2009 za območje Ljubljane. Donosnost je izračunana po plačilu davkov.

Za obravnavano obdobje je značilen predvsem velik padec cen delnic na kapitalskih trgih v letih 2008 in 2009, ki je izničil visoke rasti cen delnic v predhodnih letih. Investiranje lastnih sredstev v stanovanje se je v tem obdobju izkazalo za najbolj donosno naložbo, kljub padcu cen nepremičnin in najemnin. Nakup stanovanja s posojilom je za to obdobje pomenil negativno donosnost, pri čemer so edino pozitivno in varno alternativo varčevanja predstavljale bančne vloge.

Tabela 4: Donosnost investicije v stanovanje v Ljubljani v primerjavi z drugimi oblikami finančnih naložb v obdobju 2006 – Q2 2009 v %

	Nakup stanovanja s posojilom	Investiranje lastnih sredstev				
		Stanovanje	Delnice	Vzajemni skladi	OM za vloge	
			SBI 20	VEVPS		
2006	6,8	14,1	30,3	15,2	2,7	
2007	6,0	13,9	62,5	22,4	3,4	
2008	-3,0	5,4	-67,5	-42,8	4,3	
Q2 2009	-18,0	-10,2	-45,9	-25,0	3,6	
Povprečje 06 - Q2 09	-2,1	5,8	-5,1	-7,6	3,5	

Vir: Banka Slovenije, 2009b, str. 59.

6 VZDRŽNOST RAVNI CEN NEPREMIČNINSKEGA TRGA V LJUBLJANI

Pri ocenjevanju vzdržnosti ravni cen na nepremičninskem trgu v Ljubljani sem upošteval kazalnike vzdržnosti ravni nepremičninskih cen, opisane v tretjem poglavju diplomske naloge: razmerje med ceno stanovanj in povprečno mesečno neto plačo, indeks dostopnosti stanovanj ter razmerje med ceno in najemnino stanovanj. Poleg teh treh kazalnikov sem prikazal tudi razmerje med dejanskimi in temeljnimi cenami, tj. cenami, ki so upravičene z ekonomskimi in institucionalnimi dejavniki. Za analizo sem izbral Ljubljansko območje, ki ima najbolj razvit nepremičninski trg, pri čemer je evidenca cen najbolj popolna za garsonjere, enosobna, dvosobna in trisobna stanovanja, zato sem v analizo vključil te štiri segmente stanovanj.

Pri kazalniku razmerja med povprečno ceno stanovanja in povprečnim mesečnim dohodkom ter kazalniku indeksa dostopnosti stanovanj sem se oprl na Poročilo o finančni stabilnosti 2008 in poročilo o Stabilnosti slovenskega bančnega sistema iz leta 2009, ki ju izdaja Banka Slovenije in v katerih je obravnavano stanje na nepremičninskem trgu z vidika vzdržnosti ravni cen.

Razmerje med cenami stanovanj in letnimi najemnini ter razmerje med dejanskimi in temeljnimi cenami stanovanj sem izračunal iz letnih podatkov o cenah nepremičnin in najemnin iz spletnega nepremičninskega portala Slonep. Na spletnem portalu Slonep so za stanovanja objavljene njihove oglaševane cene, zato sem za potrebe analize le-te zmanjšal za 5%, kolikor naj bi, po podatkih Slonepa, znašala povprečna razlika med oglaševanimi ter dejanskimi cenami stanovanj na območju Ljubljane.

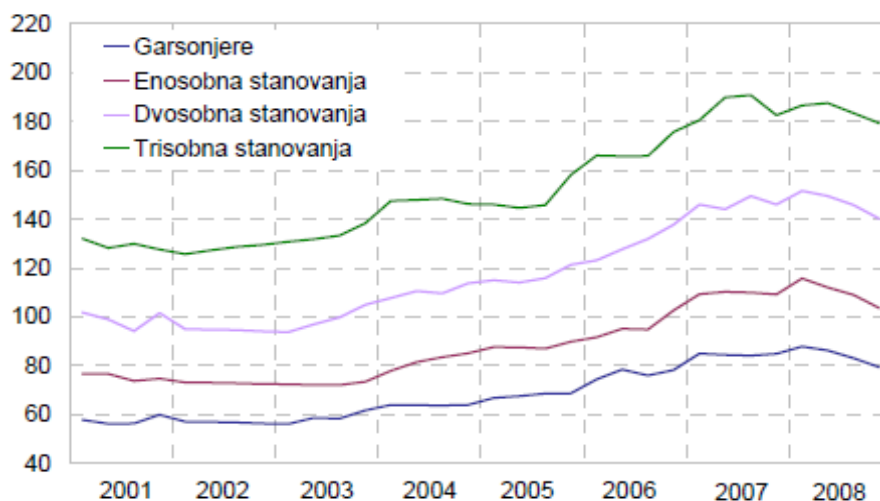
6.1 Razmerje med povprečno ceno stanovanja in povprečnim mesečnim dohodkom

Razmerje, ki je izraženo med ceno stanovanj v Ljubljani in letno drsečo sredino povprečnih mesečnih neto plač, se je začelo po letu 2002 povečevati, kar je bila posledica hitre rasti cen stanovanj, ki jim rast neto plač ni sledila. Relativno se je najbolj povečevalo razmerje dvosobnih in enosobnih stanovanj, katerim so sledila trisobna stanovanja in garsonjere. Za nakup dvosobnega stanovanja v Ljubljani je bilo ob koncu leta 2006 treba nameniti kar 52 povprečnih mesečnih neto plač več kakor ob koncu leta 2002. Razmerje je za vse obravnavane stanovanjske segmente raslo vse do leta 2007, ob koncu katerega se je trend počasi obrnil.

Razmerje se je tako v letu 2008 v Ljubljani zmanjšalo. V izračunu so upoštevane cene stanovanj, ki so v drugi polovici leta upadle, na lažjo dostopnost pa je vplival tudi dvig povprečne neto plače za 8,2%. Za nakup garsonjere, eno in dvosobnega stanovanja je bilo ob koncu leta 2008 treba nameniti od 5,5 do 6 povprečnih mesečnih neto plač manj kot v zadnjem četrtletju leta 2007. Za nakup trisobnega stanovanja je prihranek znašal 3,3 povprečne mesečne neto plače (Banka Slovenije, 2009a, str. 18) .

Do konca tretjega četrtletja 2009 se je dostopnost stanovanj v primerjavi s koncem leta 2008 še nekoliko izboljšala, in sicer predvsem na račun upada cen stanovanj in tudi dviga povprečne neto plače za 3,3% (Banka Slovenije, 2009b, str. 54).

Slika 15: Razmerje med ceno stanovanj in letnimi drsečimi sredinami povprečnih mesečnih neto plač za Ljubljano



Vir: Banka Slovenije, 2009a, str. 19.

6.2 Indeks dostopnosti stanovanj

Dostopnost stanovanj, ki poleg gibanja cen stanovanj in neto plač, upošteva tudi pogoje na trgu stanovanjskih posojil, meri indeks dostopnosti stanovanj⁴, ki je izražen kot razmerje med mesečno anuiteto odplačila posojila in neto plačo. Od leta 2003 do 2006 je upad dostopnosti stanovanj zaradi hitre rasti cen blažilo zniževanje ravni obrestnih mer in podaljševanje ročnosti stanovanjskih posojil. Dejanska dostopnost stanovanj je tako do konca leta 2005 naraščala, v letu 2006 pa se je do leta 2008 začela postopoma zmanjševati zaradi naraščanja obrestnih mer, predvsem pa se višja rast cen stanovanj ni več kompenzirala s hitrim podaljševanjem povprečne ročnosti novih stanovanjskih posojil.

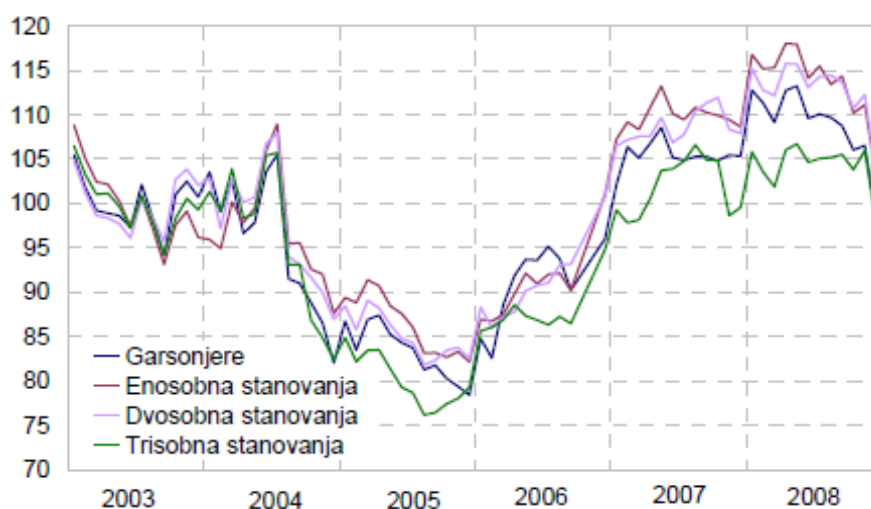
Dostopnost stanovanj se je v letu 2008 povečala, pri čemer je bil upad indeksa dostopnosti stanovanj posledica znižanja cen stanovanj in povišanja neto plač. Pogoji za odobritev stanovanjskih posojil so se sicer v letu 2008 zaostriili, saj so banke zahtevale večjo lastno udeležbo kupcev pri nakupu nepremičnine, od investitorjev pa podrobnejši načrt projekta s

⁴ Izračun predpostavlja, da se celotna vrednost nepremičnine financira s stanovanjskim posojilom pri banki. V postopku izračuna indeksa se najprej, na podlagi obrestnih mer in povprečne tehtane ročnosti novo odobrenih stanovanjskih posojil v posameznem mesecu, izračuna mesečna anuiteta za posojilo v višini vrednosti stanovanja. Nato se izračuna delež mesečne anuitete v 12-mesečni drseči sredini povprečnih mesečnih neto plač v Ljubljani, iz katerega se izračuna bazni indeks.

predvideno realizacijo. Povečanje dostopnosti stanovanj je po tem kriteriju v letu 2008 ublažilo zvišanje obrestnih mere za stanovanjska posojila z variabilno obrestno mero. V decembru 2008 pa so se zaradi nižje referenčne obrestne mere EURIBOR letno znižale za 15 bazičnih točk na 6,3%. Dostopnost garsonjer se je tako povečala za 6,4%, enosobnih stanovanj za 5,1%, dvosobnih za 4% in trisobnih stanovanj za 1,8% (Banka Slovenije, 2009a, str. 19).

Indeks dostopnosti stanovanj je prvih treh četrletjih leta 2009 dodatno upadel, kot posledica že omenjenega porasta neto plač in upada cen stanovanj, dodatno pa so upadle tudi variabilne obrestne mere za stanovanjska posojila, katere so bile v tretjem četrletju leta 2009 nižje za 3,2 odstotne točke glede na konec leta 2008 (Banka Slovenije, 2009b, str. 55).

Slika 16: Indeks dostopnosti stanovanj za Ljubljano (2003 = 100)



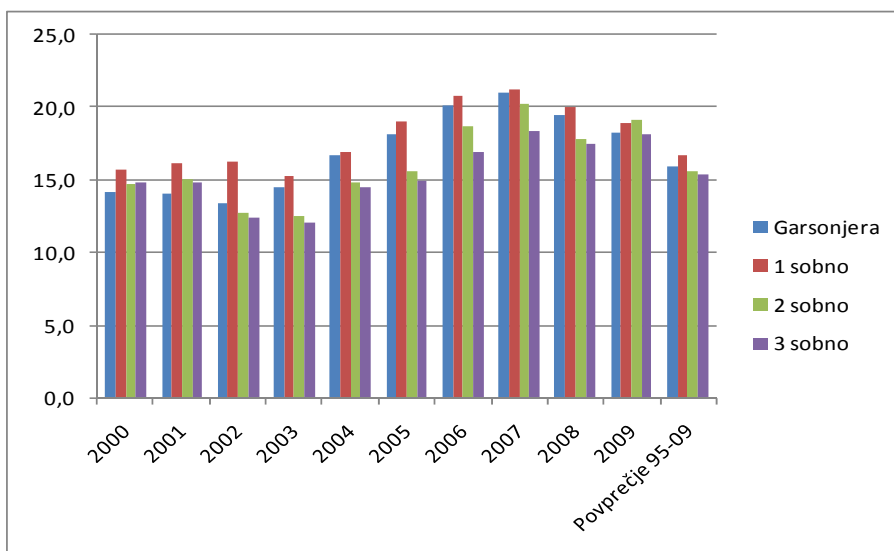
Vir: Banka Slovenije, 2009a, str. 19.

6.3 Razmerje med cenami stanovanj in letnimi najemninami

Razmerje med cenami stanovanj in najemninami se je od leta 2003 do 2007 konstantno povečevalo za vse obravnavane stanovanjske segmente. V obdobju 2003-2007 je povprečna letna rast cen znašala 13,7%, medtem ko je povprečna letna rast najemnin znašala samo 2,9%. V letu 2008 se je ta trend ustavil, saj so povprečne letne najemnine v primerjavi s cenami stanovanj porasle bolj kot v letu 2007. To se je odrazilo v znižanju razmerij med ceno in najemnino pri stanovanjih. V letu 2009 so upadle tako najemnine kot tudi cene, pri čemer je bil padec cen malenkost večji od padca najemnin.

Kupci, ki so kupili nepremičnino kot naložbo, so po tržnih razmerah v letu 2009 prejeli letno preko najemnin v povprečju 5,4 odstotka vloženih sredstev.

Slika 17: Razmerje med cenami in letnimi najemninami v Ljubljani v obdobju 2000 - 2009

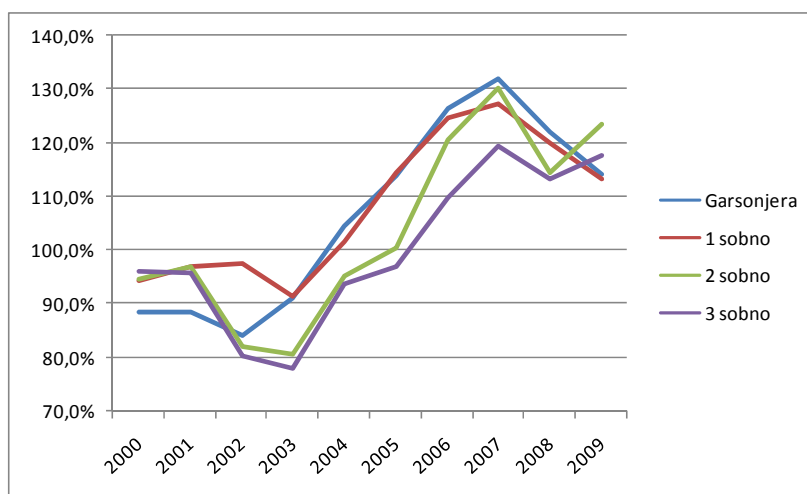


6.4 Razmerje med dejanskimi in temeljnimi cenami stanovanj

Pri izračunu temeljnih cen stanovanj sem upošteval povprečno razmerje med cenami in letnimi najemninami stanovanja v obdobju 1995-2009. Temeljne cene za posamezno leto so izračunane kot zmnožek tega razmerja in povprečne najemnine v posameznem letu.

Po daljšem obdobju rasti, se je razmerje med dejanskimi in temeljnimi cenami v letu 2008 znižalo. Ta trend se je z manjšimi odstopanji pri dvosobnih in trisobnih stanovanjih nadaljeval tudi v letu 2009. Na podlagi grafa lahko sklepamo, da cene stanovanj v Ljubljani niso upravičene s temeljnimi dejavniki.

Slika 18: Razmerje med dejanskimi in temeljnimi cenami stanovanj za Ljubljano v obdobju 2000 - 2009



6.5 Korekcije cen stanovanj za Ljubljano na podlagi njihovih temeljnih cen

Iz analize kazalnikov vzdržnosti ravni cen na ljubljanskem trgu je razvidno, da se dostopnost stanovanj v zadnjem obdobju veča, predvsem na račun nižanja cen stanovanj, kljub temu pa na trgu vlada stagnacija prodaje. Nepremičninski trg v Sloveniji je trenutno v veliki krizi, saj je prodaja stanovanj zastala, potencialni kupci stanovanj zaradi napovedi nižjih cen odlašajo z nakupi, zadolžena gradbena podjetja in investitorji pa se soočajo s težavami pri odplačevanju posojil, kar pomeni resno grožnjo finančni stabilnosti.

Zanimalo me je torej, kako velika bi morala biti korekcija cen na ljubljanskem stanovanjskem trgu, da bi bil trg ponovno v ravnovesju, kar bi sprostilo prodajo in preprečilo nadaljnjo destabilizacijo finančnega sistema. Za potrebe analize sem na podlagi temeljnih cen stanovanj za Ljubljano, izračunal cene stanovanj za december 2009, katere bi temeljile na dolgoletnem razmerju med cenami in najemninami, k čemur težijo cene stanovanj (Leamer, 2002).

Najprej sem na nepremičninskem portalu Slonep zbral podatke o najemninah in cenah nepremičnin za najdaljše možno obdobje za katerega so bile cene objavljene (od leta 1995) in iz teh podatkov izračunal povprečno razmerje za posamezni segment stanovanj.

Tabela 5: Povprečno razmerje med cenami in letnimi najemninami za obdobje 1995 - 2009

	Garsonjera	1 sobno	2 sobno	3 sobno
Povprečje 95-09	15,9	16,7	15,5	15,4

V spodnji tabeli so prikazane povprečne oglaševane cene stanovanj za december 2009, zmanjšane za 5% razliko med oglaševanimi in dejanskimi cenami.

Tabela 6: Povprečne cene stanovanj v decembru 2009, v EUR/m²

	Garsonjera	1 sobno	2 sobno	3 sobno
Dec. 2009	2.975	2.730	2.466	2.401

Vir: Slonep, 2010.

Za izračun temeljnih cen sem najemnine za december 2009 prevedel na letno raven.

Tabela 7: Višine najemnin v decembru 2009, prevedene na letno raven, v EUR/m²

	Garsonjera	1 sobno	2 sobno	3 sobno
Dec. 2009	156	144	120	120

Vir: Slonep, 2010.

Temeljne cene stanovanj za december 2009 sem izračunal iz zmnožka povprečnega razmerja med cenami in najemninami za obdobje 1995-2009 in višine najemnin v decembru 2009.

Tabela 8: Temeljne cene za december 2009, v EUR/m²

	Garsonjera	1 sobno	2 sobno	3 sobno
Dec. 2009	2.488	2.399	1.866	1.848

Na podlagi razmerja med temeljnimi in dejanskimi cenami so v spodnji tabeli prikazane potrebne korekcije cen. Da bi bile cene upravičene s temeljnimi dejavniki, bi se morale cene garsonjer znižati za 16,4%, cene enosobnih stanovanj za 12,1%, dvosobnih za 24,3% ter cene trisobnih stanovanj za 23,0%.

Tabela 9: Korekcije cen stanovanj za december 2009, na podlagi temeljnih cen

	Garsonjera	1 sobno	2 sobno	3 sobno
Dec. 2009	-16,4%	-12,1%	-24,3%	-23,0%

Gallin (2004) je v svoji raziskavi razmerja med cenami stanovanj in najemninami prišel do zaključka, da v primeru obdobja visokega razmerja med cenami in najemninami, temu sledi obdobje, ko se pri vračanju k dolgoletnemu razmerju, najemnine spreminjajo bolj kot cene stanovanj. Kljub temu mislim, da je na primeru ljubljanskega trga nepremičnin bolj verjetna večja sprememba v cenah stanovanj, saj so cene najemnin že tako precej visoke za slovenske razmere.

7 FINANČNA STABILNOST V SLOVENIJI V POVEZAVI Z NEPREMIČNINSKIM TRGOM

Finančna stabilnost v Sloveniji je trenutno na veliki preizkušnji. Kriza je močno načela gospodarstvo pri čemer je upad BDP v letu 2009 znašal 7,8% (UMAR, 2010 str. 6). Kriza je najbolj vplivala na gradbeništvo, katerega delež v BDP-ju znaša visokih 8,7% in je tako precej višji kot v 16 državah evro območja. Zmanjšanje gradbene aktivnosti ima tako velik vpliv na upad BDP-ja, gradbena podjetja, obremenjena z visokim finančnim vzvodom pa se soočajo s problemi zastoja transakcij na nepremičninskem trgu in pritiskom na znižanje cen nepremičnin. Dejavnosti gradbeništvo in poslovanje z nepremičninami sta v letih pred krizo dosegali nadpovprečne donose in se nadpovprečno zadolževali, pri čemer je finančni vzvod zadolženosti⁵ v letu 2008 za gradbeništvo znašal 420%, v dejavnosti poslovanje z nepremičninami pa 281% (Banka Slovenije, 2009b, str. 22).

Slabe razmere v gradbeništvu so bankam povzročile povišane stroške oslabitev in rezervacij ter s tem zmanjšanje dobička. Kreditno tveganje bank se povečuje, saj narašča število gradbenih podjetij, ki niso sposobna plačati dospelih obveznosti. Večino posojil je zavarovanih s

⁵ Finančni vzvod zadolženosti je izračunan iz finančnih podatkov podjetij kot razmerje med poslovnimi in finančnimi obveznostmi ter kapitalom podjetij.

hipotekami, kar pa ob padanju cen nepremičnin za banke tudi ob zasegu in s prodajo na trgu ne pomeni celotnega poplačila svojih terjatev. Kreditni portfelj bank se slabša zaradi razvrščanja dolžnikov iz manj v bolj tvegane skupine.

Z naraščanjem kreditnega tveganja in zniževanja dobička bank postaja kapitalska ustreznost in s tem absorpcijska sposobnost prevzemanja tveganj pomemben dejavnik zagotavljanja stabilnosti slovenskega bančnega sistema. Tveganju nezadostne kapitalske ustreznosti so bolj naklonjene manjše banke z večjo izpostavljenostjo gradbenemu sektorju, pri katerih je v trenutnih finančnih razmerah težje najti sredstva za dokapitalizacijo.

Banke so se na povečanje kreditnega tveganje odzvale z zaostritvijo kreditnih standardov in povečanjem oslabitev in rezervacij. Kreditne standarde so zaostriale s povečanjem pribitkov ter zahtevami po kakovostnejših zavarovanjih posojil.

V spodnji tabeli je prikazana izpostavljenost, zamuda in pokritost z oslabitvami in rezervacijami pri podjetjih iz gradbeništva in poslovanja z nepremičninami v septembru 2009 po skupinah bank. Od celotne aktive bank odpade na podjetja iz panoge gradbeništva in poslovanja z nepremičninami skupno 9,1% terjatev. Do teh dejavnosti so z 11,2% deležem v svojem portfelju najbolj izpostavljene manjše domače banke, katere so tudi najbolj previdne pri oblikovanju oslabitev in rezervacij, saj so jih v letu 2009 najbolj povečala in so z njimi septembra pokrili 5,0% terjatev do teh dejavnosti.

Tabela 10: Izpostavljenost, zamude in pokritost z oslabitvami in rezervacijami pri podjetjih iz gradbeništva in poslovanja z nepremičninami v septembru 2009 po skupinah bank

	Razvrščena aktiva (RA) do podjetij iz dejavnosti				RA z zamudami	RA z zamudami nad 90 dni	
	Celotna RA bank		Delež v celotni RA bank v %	Pokritost RA z oslabitvami in rezervacijami v %	Delež v celotni RA do podjetij iz dejavnosti v %	Delež v celotni RA do podjetij iz dejavnosti v %	Pokritost RA z oslabitvami in rezervacijami v %
	v mio EUR	v mio EUR					
Velike domače banke	29.636	2.700	9,1	4,0	18,8	7,5	19,3
Majhne domače banke	3.503	394	11,2	5,0	27,6	7,6	27,2
Banke v večinski tuji last	15.456	1.307	8,5	2,9	17,1	8,4	18,7
Skupaj	48.596	4.401	9,1	3,8	19,1	7,8	19,8

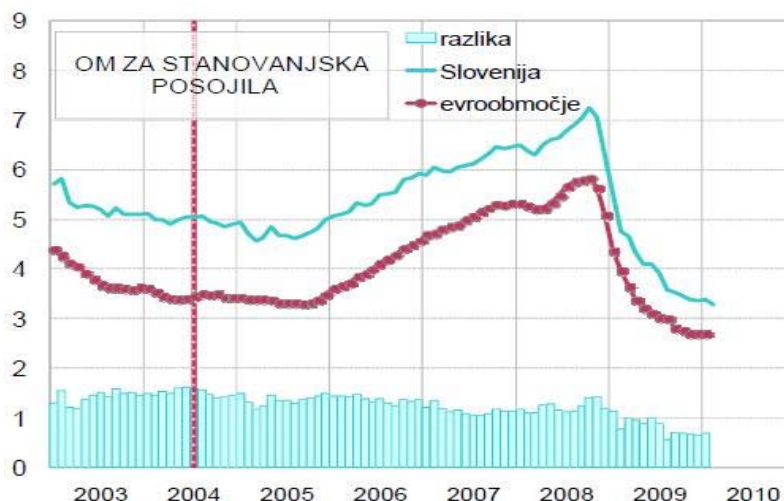
Vir: Banka Slovenije, 2009b, str. 24.

Krajšim zamudam pri poplačilu terjatev so z 27,6% terjatev najbolj izpostavljene manjše domače banke, daljšim zamudam pa, z 8,4% terjatev, banke v večinski tuji lasti, katere imajo do teh terjatev 18,7% pokritost z oslabitvami in rezervacijami. Najboljšo kakovost portfelja teh dejavnosti imajo velike domače banke, najboljšo pokritost z oslabitvami in rezervacijami manjše domače banke, najslabšo pokritost pa banke v večinski tuji lasti, ki imajo tudi najslabšo kakovost portfelja.

Povpraševanje gospodinjestev po stanovanjskih posojilih je v letu 2009 precej upadlo. Banke so zaostriale kreditne pogoje z višanjem pribitkov ter zahtevo po večji udeležbi kupcev pri nakupu nepremičnin. Obrestna mera za stanovanjska posojila se je kljub temu zniževala, zaradi znižanja

referenčne obrestne mere EURIBOR. Znižanje obrestnih mer ni povečalo povpraševanj po stanovanjskih posojilih, saj ljudje zaradi gospodarske negotovosti, naraščajoče brezposelnosti, nižanja standardov ter pričakovanj o občutnejšem znižanju cen nepremičnin, odlašajo z nakupi stanovanj.

Slika 19: Gibanje obrestnih mer za stanovanjska posojila



Vir: Banka Slovenije, 2010, str. 4.

V Sloveniji je bilo v letu 2009 95% stanovanjskih posojil odobrenih s spremenljivo mero, vezano na EURIBOR, ki je bila v tem obdobju nizka, medtem ko so bili pribitki bank visoki. Obstaja bojazen, da bo v času dviga ključne obrestne mere, obremenitev posojilojemalcev presegla njihovo sposobnost vračila posojil, kar bi lahko vplivalo na povečanje kreditnega tveganja bank.

7.1 Stres testi finančnega sistema

Za ugotavljanje ravni finančne stabilnosti v državi centralne banke izvajajo ocenjevanja tveganj in ranljivosti bančnega in finančnega sistema s t.i. stres testi.

Izvajanje stres testov v centralnih bankah je spodbudil predvsem Mednarodni denarni sklad, k širitvi pa je pripomogel tudi standard Basel 2⁶, ki zahteva izvajanje stres testov tudi od poslovnih bank, saj so mikro stres testi po novih standardih sestavni del ocenjevanja internih modelov spremljanja tveganja v poslovnih bankah (Šuler, 2007, str. 77). Makro stres testi, katere izvaja Banka Slovenije so namenjeni ocenjevanju simuliranega, na podlagi zgodovinskih izkušenj mogočega, a malo verjetnega šoka dejavnikov tveganja na bančni sistem in finančno stabilnost. Ker so banke v Sloveniji z bilančno vsoto 47,5 mrd EUR oziroma 128% BDP najpomembnejši finančni posrednik in izdajatelj finančnih instrumentov z velikim vplivom na finančno stabilnost,

⁶ Mednarodni sporazum bank o kapitalu in kontroli tveganj ("Basel II dogovor")

je opravljanje stres testov in pravočasno prepoznavanje morebitne ranljivosti bančnega sistema velikega pomena.

Način izvajanja simulacij makro stres testov temelji na pristopu »od zgoraj navzdol« na celotnem bančnem sistemu. Banka Slovenije določi šoke na podlagi katerih izvede teste z upoštevanjem zgodovinskih podatkov in z dvakratno velikostjo standardnega odklona, s čimer omeji velikost dejavnikov tveganja na zgodovinsko največje, ki so se pripetili ob 5% statistični verjetnosti (Banka Slovenije, 2007, str 4).

Dejavnike tveganja pri makro stres testih so do leta 2005 predstavljali nižja rast realnega BDP-ja, višje tolarske obrestne mere, nižje obrestne marže ter apreciacije in deprecijacije tolarja. V letu 2006 med simulirane šoke nista bila vključena apreciacije in deprecijacije tolarja, saj zaradi uvedbe evra v letu 2007, večina deviznih postavk v letu 2006 ni bila več izpostavljena deviznemu tveganju.

V letu 2007 je bil dejavnikom tveganja, zaradi pretresov na mednarodnih finančnih trgih in zaradi vedno večje odvisnosti bank od tujih virov financiranja, pridružen tudi likvidnostni šok, ki je predvideval ustavitev financiranja iz tujine. Makro stres testi iz leta 2007 so tako pokazali, da so slovenske banke najbolj izpostavljene tveganju likvidnostnega šoka, sledila je občutljivost za tveganje zvišanja obrestnih mer, medtem ko je bila ranljivost bank na znižanje rasti gospodarske aktivnosti najmanjša, predvsem zaradi počasnosti negativnih posledic.

V začetku leta 2009 so v Banki Slovenije izvedli stres test slovenskih bank, pri čemer so scenariji predvidevali neugodne makroekonomske razmere, kot je negativna rast BDP, stagnacija kreditne rasti, nadaljnji padec vrednosti vrednostnih papirjev, padec cen nepremičnin ter poslabšanje bonitete kreditnega portfelja. Rezultati so pokazali zadovoljivo kapitalsko ustreznost zaradi absorpcijskih sposobnosti in robustnosti bančnega sistema, saj je v primeru vseh scenarijev kapitalaska ustreznost na nivoju bančnega sistema ostala nad predpisanimi osmimi odstotki, pri čemer se je nekaj bank približalo minimalnim zahtevam (Seja Sveta Banke Slovenije, 2009). Pri tem je potrebno poudariti, da padec cen nepremičnin ni predstavljal enega izmed simuliranih šokov, temveč je bil padec cen zgolj na splošno upoštevan kot del gospodarskih razmer. Tu se zastavlja vprašanje kako relevantni so ti testi, glede na to, da so cene nepremičnin pomemben dejavnik pri finančni stabilnosti in ima znižanje njihovih cen pomemben vpliv na poslovanje bank.

Stres teste so se v letu 2009 izvedli tudi na ravni EU, po naročilu odbora evropskih bančnih nadzornikov – CEBS (Committee of European Banking Supervisors). V test je bilo vključeno 25 največjih evropskih bank, med katerimi ni bilo slovenskih bank, saj imajo le-te premajhen vpliv na evropski bančni sistem. Evropska centralna banka bo rezultate testa, z namenom povečanja transparentnosti bančnega trga, javno objavila v drugi polovici leta 2010.

SKLEP

Spremembe v cenah nepremičnin, najemninah in stroških financiranja nepremičnin vplivajo na skupno porabo in inflacijo, ter igrajo pomembno vlogo pri transmisijem mehanizmu denarne politike. Različna nihanja ter nenadni vzponi in upadi na trgu nepremičnin povzročijo finančne cikle in vplivajo na finančno stabilnost. Kot so pokazale analize primerov, lahko nepremičninski cikli v posamezni državi močno zamajajo finančno stabilnost gospodarstva, v današnjih časih globalizacije pa se lahko ti vplivi s finančnimi instrumenti prenesejo tudi na druge države, kar se je posebej intenzivno pokazalo v primeru nedavnih anomalij na nepremičninskem trgu v ZDA.

Najbolj negativne posledice za finančno stabilnost ima nepremičninski cikel v času po poku nepremičninskega balona, katerega predrtje po navadi povzroči dvig obrestnih mer v kombinaciji z zasičenim trgom in nevzdržno ravnanje cen nepremičnin. V tem obdobju imajo investitorji v nepremičnine velike izgube zaradi nižanja cen nepremičnin, gradbeni panogi in z njo povezanimi vejami gospodarstva pa se skrči obseg dela kar vpliva na povečanje brezposelnosti. Banke postanejo kritične do financiranja nepremičninskih projektov, kar vpliva na poglobitev krize na gradbenem področju.

Višje obrestne mere vplivajo na povečanje kreditnega tveganja bank in večanje števila slabih posojil, saj se mnogi posojilojemalci znajdejo pod prevelikim finančnim bremenom povečanih anuitet. Finančno stabilnost v tem obdobju dodatno ogrožajo nižje vrednosti nepremičnin, katere so zastavljene za zavarovanje hipotekarnih posojil, saj se v primeru nezmožnosti plačila posojilojemalca lahko zgodi, da le-te ne pokrijejo višine posojila, kar lahko posojilne institucije pahne v nove izgube.

Za uravnavanje finančne stabilnosti v času neugodnih nepremičninskih ciklov so ključni ustrezni ukrepi centralne banke in pristojnih institucij, ki s spreminjanjem obrestnih mer, uravnavanjem ustrezne količine denarja v obtoku, zagotavljanjem likvidnosti finančnim institucijam in ostalimi ukrepi, blažijo negativne posledice in ohranjajo zaupanje v finančni sistem.

V trenutnem obdobju je nepremičninski trg v krizi v mnogih državah, med katerimi so bolj izpostavljene ZDA, Irska, Španija in Velika Britanija. S težavami se sooča tudi Slovenija, kjer na trgu nepremičnin, po pretekli visoki rasti cen in intenzivni gradnji, ponudba presega povpraševanje, cene pa upadajo. Vlada stagnacija prodaje, saj kupci v pričakovanju nižjih cen odlašajo z nakupi. Veliko ljudi pa si nepremičnin preprosto ne more privoščiti, saj so njihove cene še vedno visoke, gospodarska kriza pa je povzročila povečanje brezposelnosti in poslabšanje ekonomskega položaja mnogih ljudi, kar dodatno vpliva na zmanjšanje prodaje. Gradbena podjetja zaradi refinanciranja njihovih kreditov s strani bank odlašajo z večjimi znižanji cen stanovanj, kar podaljšuje stagnacijo na nepremičninskem trgu in veča možnosti finančne destabilizacije. Izračuni korekcije cen, katere sem opravil na podlagi povprečnega dolgoletnega razmerja med cenami in najemninami, so pokazali, da bi se cene stanovanj na ljubljanskem območju v decembru 2009 morale v povprečju spustiti za okoli 19%, da bi dosegle ravnovesje.

Banka Slovenije redno spremlja delovanje bančnega sistema in stanje finančne stabilnosti, ter s stres testi ugotavlja potencialne ranljivosti in ocenjuje tveganje finančnega sistema. Zadnji stres testi so pokazali, da je finančna stabilnost v Sloveniji trenutno na zadovoljivi ravni, vendar lahko negotove razmere na našem nepremičninskem trgu to stanje hitro poslabšajo.

LITERATURA IN VIRI

1. Banka Slovenije. (2004). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
2. Banka Slovenije. (2007). *Makro stres testi za slovenski bančni sistem*. Ljubljana: Banka Slovenije.
3. Banka Slovenije. (2009a). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Banka Slovenije. (2009b). *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*. Ljubljana: Banka Slovenije.
5. Banka Slovenije. (2010). *Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalskem trgu in obrestne mere*. Ljubljana: Banka Slovenije.
6. Bronster F. B., & Krechmer L. (2007). *Subprime mortgage loans*. Texas: Alex eSolutions, INC.
7. *Cene nepremičnin*. Najdeno 6. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/info/cene-nepremicnin/>
8. *Central Statistics Office Ireland*. Najdeno 7. februarja 2009 na spletnem naslovu http://www.cso.ie/surveysandmethodologies/survey_housing_households.htm
9. Cirman A. (2007a). *Strategija rabe stanovanj mora biti usklajena s strategijo gospodarskega razvoja: stanovanjska raba*. Najdeno 16. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.ds-rs.si/dejavnost/posveti/RabaStanovanj/Cirman.doc>
10. Cirman A. (2007b). *Poslovanje z nepremičninami – osnovni pojmi*. Najdeno 16. marca 2009 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/191027/osnovpopr2007.doc
11. Damijan P. J. (2007, 13. avgust). Ameriški finančni virus na pohodu. *Finance*. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/188597/Jo%BEe-P.-Damijan-Ameri%B9ki-finan%E8ni-virus-na-pohodu>
12. DiPasquale D., & Wheaton C. W. (1996). *Urban Economics and Real Estate Markets*. New Jersey: Prentice Hall.
13. Fahy L. (2010, 5. maj). Irish house prices may drop 9% in 2010 as slump continues. *Bloomberg*. Najdeno 25. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601068&sid=aEeqj6DFPzu8>
14. *Fair Isaac Corporation*. Najdeno 26. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.fico.com>
15. Gallin J. (2004). *The Long-Run Relationship between House Prices and Rents*. Washington: Federal Reserve Board.
16. Gerardi K., Hale Shapiro A., & Willen S. P. (2008). *Subprime Outcomes: Risky Mortgages, Homeownership Experiences, and Foreclosures*. Boston: Federal reserve bank of Boston.
17. Gostiša J. (2003, 30. september). Hipotekarne obveznice bijejo bitko z računovodskimi škandali. *Finance*. Najdeno 5. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/57655>
18. Grahek A. (2005, 30. avgust). Pri vročih nepremičninah se lahko grdo opečete. *Finance*. Najdeno 12. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/129533>
19. Gramlich M. E. (2004, 21. maj). Subprime Mortgage Lending: Benefits, Costs and Challenges. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040521/default.htm>

20. Heath R. (2005). Real estate prices as financial soundness indicators. *BIS Papers No. 21*, str. 6 – 8.
21. Helbling F. T. (2005). Housing price bubbles - a tale based on housing price booms and busts. *BIS Papers No. 21*, str. 30 – 41.
22. Herring R., & Watcher S. (2002, marec). *Bubbles in Real Estate Markets*. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://realestate.wharton.upenn.edu/newsletter/bubbles.pdf>
23. *Hipoteka*. Najdeno 18. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/vodic/zemljiska-knjiga/hipoteka/>
24. Hoak A. (2006, 19. julij). A house is not a piggy bank. *Market Watch*. Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/story/a-house-should-not-be-your-retirement-piggy-bank?siteid=google&dist>
25. *HomeFinance*. Najdeno 2. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.homefinance.nl/algemeen/informatie/europese-rente-ecb.asp>
26. *House Bubble Facts and Figures*. Najdeno 15. marca 2009 na spletnem naslovu <http://globalhouseprices.blogspot.com/2006/04/housing-bubble-facts-and-figures.html>
27. Hughes A. (2007, 23. februar). Irish job growth, booms and inflation increases. *Finfacts*. Najdeno 5. aprila 2009 na spletnem naslovu http://www.finfacts.com/irelandbusinessnews/publish/article_10009190.shtml
28. Kenda A. (2007a, 2. avgust). Delničarji American Home Mortgagea izgubili skoraj vse. *Finance*. Najdeno 20. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/187917/Delni&%2365533;arji-American-Home-Mortgagea-izgubili-skoraj-vse?sort=asc>
29. Kenda A. (2007b, 10. avgust). Zaradi usihanja vrednosti zamrznili naložbene sklade. *Finance*. Najdeno 22. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/188416>
30. Leamer E. E. (2002). Your home has a P/E Ratio too. *UCLA Anderson forecast*. Najdeno 26. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://iona.ghandchi.com/UCLA/Bubble.pdf>
31. Leber M. (2005). *Banke in finančna stabilnost v novih članicah EU* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Masten I. (2007, 14. april). Se lahko ameriška nepremičninska zgodba odvijte tudi pri nas. *Razgledi.net*. Najdeno 14. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://razgledi.net/2007/04/14/se-lahko-ameriska-nepremicninska-zgodba-odviye-tudi-pri-nas/>
33. Mendiževc T. (2007). Težave na finančnih trgih se nadaljujejo. *Poteza Bilten*. Najdeno 3. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/bin?bin.svc=obj&bin.id=CDF6E9AF-4D94-BF05-E1EE-07BC160AFE9>
34. *Nepremičninski trg*. Najdeno 7. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/info/nepremicninski-trg/nepremicninski-trg/>
35. Noord P., & Rae D. (2006). Ireland's housing boom: What has driven it and have prices overshot. *Economics department working paper No. 492*. Paris: OECD Economic Survey of Ireland.
36. *Razmere na trgu*. Najdeno 10. decembra 2009 na spletnem naslovu

<http://www.slonep.net/info/nepremicninski-trg/razmere-na-trgu>

37. Redakcija Financ. (2007, 3. avgust). Pojem dneva: Sekuritizacija. *Finance*. Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/187997/Sekuritizacija>
38. Sachs D. J. (2008, 31. marec). Vsaka finančna kriza ima svoje korenine, tudi ameriška. *Finance*. Najdeno 22. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/208841>
39. Schinasi J. G. (2004). *Defining financial stability*. IMF Working paper 04/187. Washington: International monetary fund.
40. Schmitt J., Jin R. H., & Fremstad S. (2009). U.S. Unemployment Now As High as Europe. *Center for Economic and Policy Research*. Najdeno 19. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.cepr.net/documents/publications/US-EU-UR-2009-05.pdf>
41. Schumer E. C. (2007). *Subprime mortgage market crisis timeline*. Washington: Joint Economic Committee.
42. *Seja Sveta Banke Slovenije 28.7.2009*. Najdeno 5. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/iskalniki/sporocila-za-javnost.asp?MapaId=137&VsebinaId=14045>
43. Shiratsuka S. (2005). The asset price bubble in Japan in the 1980s: Lessons for financial and macroeconomic stability. *BIS Papers No. 21*, str. 42 – 62.
44. Stacho A. (2006). *Analysis on the Real Estate Risks of Financial Sectors*. Budapest: Hungarian Financial Supervisory Authority.
45. Statistični urad Republike Slovenije. (2009). *Indeks cen stanovanj in družinskih hiš, Slovenija, 2. čet. 2009*. Najdeno 29. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=2585
46. Stiglitz J. (2007a, 13. avgust). Dan, ko se je Amerika soočila z zapitkom. *Finance*, str. 11.
47. Stiglitz J. (2007b, 25. oktober). Zgodba o ameriških hišicah iz kart. *Finance*, str. 16.
48. Sullivan C. (2009). *The impact of lending activity and monetary policy in the Irish housing market*. Najdeno 23. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.tcd.ie/Economics/SER/sql/download.php?key=305>
49. Šuler T. (2007). *Kreditna aktivnost slovenskih bank in njeno financiranje* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
50. Taškar B. B. (2007, 15. oktober). Naložbene priložnosti: Ali si še upate tvegati. *Revija Kapital*. Najdeno 3. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/poslovnefinance.php?idclanka=50001>
51. The Economist. (2007a, 24. marec). The trouble with the housing market. *The Economist*, str. 11.
52. The Economist. (2007b, 24. marec). Cracks in the facade. *The Economist*, str. 73-75.
53. Tomažič J. (2007, 28. november). Prihaja pasje leto za male podjetnike. *Finance*. Najdeno 7. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/197767/Prihaja-pasje-leto-za-male-podjetnike>
54. UMAR. (2010). *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2010*. Ljubljana: UMAR.
55. Usenik B. (2007, 13. avgust). Vzajemec prvega nemškega upravljavca ob tretjino premoženja. *Finance*. Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/188572>
56. *Vlada sprejela predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in*

komunalni obveznici. (2009, 30. april). Najdeno 15. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/slov/mediji/2009/2009-04-30_1.htm

57. Zhu H. (2005). The importance of property markets for monetary policy and financial stability. *BIS Papers No. 21*, str. 9 – 29.