

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNO POGLABLJANJE V EVROPSKI UNIJI PRED  
ZAČETKOM GLOBALNE KRIZE**

Ljubljana, junij 2016

TOMAŽ MUŠIČ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Tomaž Mušič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Finančno poglobljanje v Evropski uniji pred začetkom globalne krize, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Mitjo Čokom

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 17.6.2016

Podpis študenta: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	1
<b>1 FAKTORJI RAZVOJA FINANČNIH SISTEMOV</b> .....	2
1.1 Tehnološke inovacije .....	3
1.1.1 Razvoj strojne opreme.....	3
1.1.2 Elektronsko bančništvo .....	3
1.2 Finančne inovacije .....	5
1.2.1 Definicija finančnih inovacij.....	5
1.2.2 Motivi za razvijanje finančnih inovacij.....	5
1.2.3 Lastnosti finančnih inovacij .....	6
1.3 Finančna regulacija .....	8
1.3.1 Definicija finančne regulacije .....	8
1.3.2 Razlogi za regulacijo .....	8
1.4 Finančna liberalizacija in finančna integracija .....	9
1.4.1 Definicija finančne liberalizacije .....	9
1.4.2 Definicija finančne integracije .....	9
1.4.3 Razlogi za finančno liberalizacijo in integracijo.....	10
<b>2 LISTINJENJE IN IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI</b> .....	11
2.1 Listinjenje .....	11
2.2 Hipotekarna obveznica – MBS .....	12
2.3 Zadolžnica, zavarovana z dolgom – CDO .....	13
2.4 Zamenjava kreditnega tveganja – CDS .....	14
<b>3 VZROKI FINANČNE KRIZE</b> .....	15
3.1 Skupni vzroki.....	15
3.2 Novi vzroki .....	16
3.3 Drugi vzroki.....	17
<b>4 DEREGULACIJA</b> .....	19
4.1 Vloga deregulacije v finančni krizi.....	19
4.2 Trendi deregulacije .....	20
4.2.1 Deregulacija v ZDA .....	20

4.2.2 Deregulacija v EU .....	23
<b>5. FINANČNA LIBERALIZACIJA IN INTEGRACIJA</b> .....	24
5.1 Trendi finančne liberalizacije .....	24
5.2 Obseg finančnega poglobljanja v EU .....	27
5.3 Finančni vzvod v EU .....	30
5.4 Poglobitev neravnovesij v EU .....	32
<b>6 POSLEDICE KRIZE</b> .....	35
<b>7 NOVE NEVARNOSTI</b> .....	40
7.1 Negotovost v EU .....	40
7.2 Kitajska transformacija.....	41
7.3 Države izvoznice surovin .....	42
<b>SKLEP</b> .....	45
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	48

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Rast bilanc v EU, merjenih z zunanjim položajem bank (sredstva in obveznosti) kot odstotek v BDP-ju od 1990 do 2011 (povprečja).....	28
Tabela 2: Velikost kapitalskih trgov kot odstotek BDP-ja v letih 1990-2009 v državah jedra EU, periferije EU in evroobmočju (povprečja).....	28
Tabela 3: Učinki bančnih kriz med leti 1970 in 2011 .....	36
Tabela 4: Učinki finančne krize med leti 2008 in 2011 .....	37
Tabela 5: Makroekonomski kazalci za izbrana območja od začetka krize .....	39

## KAZALO SLIK

Slika 1: Pojavnost bančnih kriz med leti 1900 in 2008.....	25
Slika 2: Mobilnost kapitala in pojavnost bančnih kriz.....	26
Slika 3: Delež bančnih sredstev glede na BDP .....	29
Slika 4: Finančni vzvod pred in po uvedbi evra za države periferije EU.....	30
Slika 5: Finančni vzvod pred in po uvedbi evra za države jedra EU .....	31
Slika 6: Saldi tekočih računov kot odstotek BDP-ja za države periferije EU .....	33
Slika 7: Javni dolg kot odstotek v BDP-ju v letih 1995-2009.....	34
Slika 8: Rast kitajskega BDP-ja (v %) .....	42
Slika 9: Gibanje cen surovin med leti 1984 in 2015 .....	43

## UVOD

Finančna deregulacija in liberalizacija v poznem 20. stoletju sta omogočili nove načine najemanja in posojanja posojil, ki so pomagali utreti pot svetovni finančni krizi. S povečnim obsegom kreditiranja pa se je povečala tudi pojavnost finančnih kriz. Uporaba finančnega vzvoda je skokovito naraščala, mnoge finančne inovacije in listinjenje pa so omogočale vse bolj tvegano obnašanje udeležencev na finančnih trgih.

Vsako od teh dogajanj je uvedlo nove vire finančne in gospodarske nestabilnosti, tako v Evropski uniji, kot tudi v Združenih državah Amerike ter drugod po svetu. Zdi se, da jo je še najslabše odnesla EU, kjer so bili mnogi izmed posameznih finančnih sistemov do integracijskega procesa tradicionalno zaščiteni z razmeroma strogimi in represivnimi finančnimi pravili.

Učinki finančne krize ne bi bili tako široki in globoki, kot so bili, če bi se ohranilo nekaj več nadzora nad finančnim sistemom. Države na obeh straneh Atlantika si verjetno ne bi izposojale ali posojale tako velikih količin, ki so pomagale zgraditi razne nepremičninske balone, vlagatelji pa se ne bi prepuščali masovnemu listinjenju, ki je obljubljalo navidezno varnost, v resnici pa je vsebovalo potencialno destabilizacijske posledice.

Evroobmočje kot cilj evropskih integracijskih procesov se je izkazalo za posebej ranljivo, saj je velika medsebojna izpostavljenost pomenila veliko nevarnost finančne okužbe med državami. Porast cen nepremičnin je, tako kot v ZDA, tudi v velikem delu Evrope tlakovala pot za povečano zadolževanje gospodinjstev, ter njihovo povečano izpostavljenost potencialnim tveganjem. To se je izkazalo še posebej v tistih državah, ki so na pot finančne liberalizacije stopile nekaj desetletij za svojimi evropskimi sosedi in v evroobmočje vstopile z bistveno slabšim začetnim položajem, razmeroma nepripravljene na hitro naraščajoče kapitalske pretoke.

Dolgo obdobje brez večjih finančnih pretresov po koncu 2. svetovne vojne je prepričalo politične in finančne elite v zahodnem svetu, da so sprejeli nove ekonomske teorije in modele, na podlagi katerih so izpeljali proces deregulacije in liberalizacije. Prejšnje teorije, ki so predvidevale, da je trg sam po sebi nestabilen, so zamenjale nove, ki predpostavljajo, da je trg sam po sebi stabilno okolje, ki se lahko samo regulira in nadzira z racionalnim obnašanjem udeležencev, ter da je vsakršna oblika regulacije škodljiva.

Če bi parafrazirali američane, bi lahko rekli da se je z ognjem igral Wall Street, opeklina pa je dobil Main Street, kar pomeni, da se je izvorni greh zgodil na finančnih trgih z neodgovornim ravnanjem velikih finančnih institucij in korporacij, ki so jih rešile države, končni račun pa je bil izstavljen realnemu sektorju gospodarstva in splošnemu prebivalstvu, ki so se morali soočiti z naknadno gospodarsko krizo, povečano brezposelnostjo ter krčenjem pravic in ugodnosti.

Cilj diplomskega dela je predstaviti okoliščine in procese, ki so ustvarili pogoje v katerih se je razvila finančna kriza. Ugotoviti sem hotel, kako je finančno poglobljanje postopoma spremenilo evropsko finančno sfero ter pojasniti povezavo med na eni strani procesi deregulacije, liberalizacije in integracije, in na drugi strani pojavnostjo finančnih kriz, poleg tega pa sem hotel tudi ugotoviti približno ceno reševanja finančne krize.

Diplomska naloga je sestavljena iz več poglavij, ki si sledijo v logičnem zaporedju. V prvem poglavju se bolj teoretično posvečam vprašanju, kaj in na kakšen način vpliva na razvoj finančnih sistemov. Sem sodijo inovacije, ki jih bom najprej opisal, nato pride na vrsto pravni okvir oziroma regulativni predpisi, ki urejajo pravila poslovanja na finančnih trgih, na koncu poglavja pa še finančna liberalizacija in integracija, ki sta tesno povezani, in ki imata verjetno največji vpliv na razvoj finančnih sistemov. Vsi faktorji so tudi v medsebojni povezanosti, saj bi brez enega, drugi imel manjši učinek in nasprotno. Če so ti dejavniki pravilno uporabljeni, so lahko pozitivni za razvoj finančnih sistemov, če se jih zlorabi v sebične namene, pa lahko tudi negativno vplivajo. Drugo poglavje je prav tako teoretično, tukaj bom opisal proces listinjenja in tri najbolj uporabljene finančne instrumente, ki so bili v epicentru ob izbruhu finančne krize.

Od tretjega poglavja naprej pa sledi bolj raziskovalni del, najprej bom opisal vzroke, zaradi katerih se je finančna kriza sploh pojavila. V četrtem in petem poglavju bom opisal trende s poudarkom na EU na področju finančne deregulacije, liberalizacije in integracije. V šestem poglavju se bom lotil posledic krize, tako ceno reševanja bančnih sistemov, kot tudi makroekonomske kazalce v EU. Na koncu pa bom v sedmem poglavju navedel še nekatere nove nevarnosti, ki grozijo stabilnosti finančnih sistemov in posledično gospodarstvu kot celoti.

## **1 FAKTORJI RAZVOJA FINANČNIH SISTEMOV**

Dobro delujoč finančni sistem, ki usmerja sredstva v najbolj produktivne namene, je ključni pogoj za gospodarski razvoj in splošno blaginjo. Sestavljen je iz finančnih posrednikov in finančnih trgov ter njihovih odnosov v zvezi s pretokom sredstev v in iz gospodinjstev, domačih in tujih poslovnih podjetij ter vlad. Glavna naloga finančnega sistema je usmerjati sredstva iz sektorjev, ki imajo presežek, v sektorje, ki imajo pomanjkanje finančnih sredstev. K razvoju finančnih sistemov pomembno prispevajo inovacije, tako tehnološke, kot tudi finančne, saj oboje pomagajo širiti obseg poslovanja finančnih institucij. Še večji vpliv na razvoj finančnih sistemov pa ima pravni sistem, v okviru katerega so opredeljena pravila poslovanja na finančnih trgih. Literatura nam pove, da so finančni sistemi praviloma bolj razviti tam, kjer so regulativni predpisi in nadzor manj strogi, in tam, kjer svobodnejši pretok kapitalskih tokov in integracija trgov povečujeta konkurenco med finančnimi subjekti. Vsekakor pa so vsi faktorji med seboj močno povezani in se dopolnjujejo pri poglobljanju finančnih sistemov.

## **1.1 Tehnološke inovacije**

Razvoj informacijskih in telekomunikacijskih tehnologij je precej olajšal izvajanje transakcij v plačilnem prometu, tako med subjekti na domačih trgih, kakor tudi na mednarodnih trgih. Transakcije v plačilnem prometu so lahko začele potekati bistveno hitreje, kar je omogočila avtomatizacija procesa izvajanja plačilnega prometa. Na medcelinskem trgu tako velika razlika v časovnih pasovih več ni predstavljala ovire za hitrejše poslovanje. Polega hitrejšega poslovanja, je avtomatizacija prinesla tudi bistveno znižanje stroškov izvajanja plačilnega prometa (Berger, 2003, str. 8).

### **1.1.1 Razvoj strojne opreme**

Da pa je lahko prišlo do avtomatizacije pri izvajanju plačilnega prometa, je bil še prej potreben napredek pri razvoju računalniške opreme. Konstantnemu povečevanju moči računalniških procesorjev je sledil tudi razvoj boljših in učinkovitejših programskih paketov s katerimi so se izvajale transakcije v plačilnem prometu.

Pred nastopom 80-ih let prejšnjega stoletja je imela informacijska tehnologija v bančništvu zelo omejeno vlogo, saj je skrbela le za obdelavo informacij, ki so bile priskrbljene na različnih papirnatih dokumentih, ter jih spremenila v elektronsko obliko. Kmalu se je z razvojem učinkovitejših telekomunikacijskih protokolov in cenejših terminalov vloga informacijske tehnologije razširila, saj se je celotno poslovanje v banki začelo pomikati bolj proti elektronskemu načinu poslovanja. Z razvojem osebnih računalnikov, ki so nadomestili terminale, se je bančno poslovanje še pocenilo in postalo bolj dostopno za širši krog komitentov (Roxo da Fonseca, 2004, str. 40).

Velika vlaganja bančne industrije v informacijsko tehnologijo v začetku 90-ih let prejšnjega stoletja pa so tudi rezultirala z razvojem raznih aplikacij, ki so sledile razvoju strojne opreme. Največji preskok v bančnem poslovanju je takrat predstavljala uvedba internetnega poslovanja. Od 1998 naprej se je portfelj ponujenih finančnih storitev konstantno širil, temu primerno pa je rastlo tudi število uporabnikov internetnega bančništva (Roxo da Fonseca, 2004, str. 41). Mobilno bančništvo kot nadgradnja internetnega bančništva pa se je začelo uveljavljati v drugi polovici 2000-ih let.

### **1.1.2 Elektronsko bančništvo**

Elektronsko bančništvo ni samo ena tehnologija, ampak je rezultat združitve več različnih tehnologij. Vsaka od njih se je razvila na različne načine, vendar so skozi zadnja desetletja različne skupine podjetij in industrija prepoznale pomen sodelovanja pri njihovem razvoju. Različne oblike tehnoloških inovacij ali elektronskih distribucijskih kanalov, ki so jih banke sprejele in implementirale v svoje poslovanje, prispevajo k razvoju finančnih sistemov in jih lahko imenujemo s skupnim imenom kot elektronsko bančništvo. Banke so zdaj priča evoluciji razvoja v njihovem poslovanju, deloma tudi zato, ker se je v zadnjih

dveh desetletjih zaradi vse večje računalniške pismenosti prebivalstva po svetu, zgodil kvantni preskok pri uporabi tehnologij.

Fišer (2010, str. 42) deli elektronsko bančništvo na ožji in širši smisel. V ožjem smislu se elektronsko bančništvo nanaša na storitve bančništva, ki jih lahko bančni komitent opravi neposredno s svojega delovnega mesta ali od doma, brez neposredne pomoči bančnega uslužbenca, in to kadarkoli, 24 ur na dan, 365 dni v letu. Ta del elektronskega bančništva imenuje virtualno bančništvo. V najširšem smislu pa elektronsko bančništvo opredeljuje kot vsako bančno storitev, ki se opravlja po elektronski poti. Med te storitve vključuje bančne avtomate, telefonsko bančništvo, informacijske terminale, odjemalce za spletno trgovino, POS terminale, internetno bančništvo in nazadnje mobilno bančništvo.

Vse te našteve tehnološke inovacije so pomembno vplivale na povečanje obsega poslovanja bank s svojimi komitenti. Nekatere od teh inovacij segajo že v daljna pozna 60. leta prejšnjega stoletja, namreč prvi bankomati so se pojavili pri londonski banki Barclays Bank že leta 1968 (Fišer, 2010, str. 44). Druge inovacije, kot internetno bančništvo in pa predvsem mobilno bančništvo, pa so bistveno novejšega izvora. Trend pri razvoju elektronskega bančništva gre v smer poenostavitve plačilnega procesa, lažjega dostopa komitentov do svojega osebnega računa in večje zaščite pred spletnimi prevarami.

Drugi avtorji pa v sklop elektronskega bančništva uvrščajo še elektronsko izmenjavo informacij, ki jo predstavljajo posredniki, preko katerih banke in drugi posojilodajalci delijo oziroma si izmenjujejo podatke, ki prikazujejo nivo kreditne sposobnosti obstoječih ter potencialnih novih posojilojemalcev. Ta izmenjava informacij zajema zbiranje podatkov od raznih finančnih institucij, privatnih upnikov in javnih evidenc ter drugih virov. Nato so ti podatki sestavljeni skupaj in na podlagi teh povzetih informacij se izdelajo kreditna poročila in/ali kreditne točke za posojilne ustanove (Berger, 2003, str. 9). Nekatere študije tudi dokazujejo, da prihaja v državah, kjer se veliko uporablja takšen način izmenjave informacij o kreditni sposobnosti posojilojemalcev, do večjega obsega posojanja in hkrati manjšega obsega neuspešnega poplačila posojilnih obveznosti. Poleg tega lahko pripomore tudi do ugodnejše obrestne mere za posojilojemalce (Japelli & Pagano, 1999, str. 13).

Z vsesplošno povezanostjo bank in drugih finančnih subjektov na medmrežju pa se je pojavila tudi potreba po bolj učinkoviti zaščiti pred morebitnimi zlorabami. Tako so banke v sodelovanju s podjetji, ki razvijajo informacijsko tehnologijo, uvedle nekatere zaščitne ukrepe, ki so bili usmerjeni v preprečevanje goljufij. Roxo da Fonseca (2004, str. 51) med te novosti prišteva uvedbo biometrične tehnologije, pametne kartice, elektronski podpis ter glasovno prepoznavo uporabnika.



## **1.2 Finančne inovacije**

### **1.2.1 Definicija finančnih inovacij**

Lerner & Tufano (2011, str. 6) finančno inovacijo definirata kot dejanje ustvarjanja in popularizacije novih finančnih instrumentov, kot tudi novih finančnih tehnologij, institucij in trgov. Inovacije so včasih razdeljene na produktne in procesne variante. Med prve spadajo pogodbe o novih izvedenih finančnih instrumentih, novi podjetniški vrednostni papirji ali nove oblike združenih naložbenih produktov. Med druge pa spadajo novi načini distribucije vrednostnih papirjev ter novi načini obdelovanja in vrednotenja transakcij. V praksi pa se pogosto zdi, da to razlikovanje ni jasno, saj so procesne in produktne inovacije pogosto povezane. Na koncu pa dodata, da se najpogosteje inovacijo v najožjem smislu razume kot izum nečesa povsem novega, v praksi pa je večina finančnih inovacij evolucijska prilagoditev prejšnjim inovacijam.

### **1.2.2 Motivi za razvijanje finančnih inovacij**

Motive oziroma razloge za razvoj inovacij na finančnem področju različni avtorji pojmujejo različno, Llewellyn (2009, str. 5-7) se sklicuje na funkcionalni pristop in kategorizira motive za finančne inovacije po kriteriju, za kakšen namen se jih lahko uporabi, ter našteva naslednje:

- Prenos tveganja – zmanjšanje tveganja ali zaščita pred vsemi vrstami tržnega tveganja: cenovno tveganje, tečajno tveganje, obrestno tveganje ali kreditno tveganje (na primer z uporabo izvedenih finančnih instrumentov ali listinjenja)
- Vrednotenje tveganja – tveganje, ki je vsebovano v finančnem instrumentu se da ločiti od samega instrumenta, potem ovrednotiti in z njim trgovati ločeno (na primer s transakcijami na sekundarnih trgih s CDO-ji in ABS-ji)
- Povečanje likvidnosti – izboljšanje likvidnosti sredstev ali instrumentov (na primer v procesu listinjenja posojil se lahko trguje na sekundarnem trgu, kar lahko izboljša strukturo sredstev posojilne institucije)
- Povečanje emisije posojil – razširitev dostopa do kreditnih trgov ali povečanje kreditne sposobnosti tako za posojilojemalce kot za upnike (na primer z uporabo CDO-jev ali CDS-jev)
- Generacija kapitala – povečanje dostopa do lastniškega financiranja, skupaj z večjo fleksibilnostjo kapitalske strukture (na primer z uporabo dolžniško-lastniške zamenjave)
- Zavarovanje – širitev možnosti za zavarovanje tveganja v zameno za plačilo premije (na primer kreditno tveganje se lahko zavaruje z izdajo CDS-ja)
- Upravljanje premoženja in obveznosti – razširitev področja upravljanja s sredstvi in obveznostmi (na primer listinjenje, CDS-ji, CDO-ji)

- Financiranje finančnih institucij – širitev virov financiranja finančnih institucij (na primer listinjenje omogoča diverzifikacijo virov sredstev, ki jih uporabljajo finančne institucije za financiranje svojih dejavnosti)

Na finančnih trgih so omejitve za razvoj novih finančnih produktov ali storitev razmeroma nizke. Glavni razlog, da regulatorni organi običajno dopuščajo neregulirane razmere pri novih finančnih inovacijah, je želja, da se finančni sektor še naprej razvija. Polega tega pa pogosto nimajo dovolj znanja in človeškega kapitala, da bi lahko ustrezno ocenili pozitivne in negativne učinke novih finančnih instrumentov na stabilnost finančnega trga. Za novodobne finančne inovacije je tako značilno, da so zelo kompleksne in razumljive le malemu krogu ljudi, saj jih praviloma razvijajo najbolj nadarjeni in izobraženi matematiki in fiziki, ki prihajajo iz vodilnih tehnoloških univerz. Finančne inovacije so v vzhajajočih gospodarstvih običajno sprejete brez večjih zadržkov, saj verjamejo, da so varne, glede na to, da so jih povzele iz razvitega sveta. (Mullineux, 2010, str. 253).

Za sodobni finančni sistem pa je po mnenju Blachove (2011, str. 25) značilna visoka hitrost inovacij, ki se lahko pojavijo v katerem koli izmed njegovih elementov: na trgu, v instituciji, v predpisih ali kot finančni instrument. Finančne inovacije lahko v finančnem sistemu razdelimo po različnih kriterijih, kar kaže na njihovo heterogenost. Kljub razlikam v uporabljenih klasifikacijah, je teorija finančnih inovacij osredotočena predvsem na njihove učinke na finančni sistem. Trajnostne finančne inovacije so potrebne, ker povečujejo učinkovitost finančnega sistema, s tem pa lahko izboljšajo gospodarsko rast in povečajo socialno blaginjo. Vendar pa imajo nekatere finančne inovacije lahko tudi negativne stranske učinke na finančni sistem, na primer tiste, ki ponujajo ugodnosti posameznim udeležencem, hkrati pa so škodljive za druge. Zaradi tega je za učinkovito uporabo posamezne finančne inovacije potrebno obsežno znanje o svojem načinu delovanja in temeljita analiza njenih posledic.

### 1.2.3 Lastnosti finančnih inovacij

Za konec si pogledjmo še lastnosti finančnih inovacij, ki jih lahko razdelimo na pozitivne ali negativne. Finančne inovacije nenazadnje lahko klasificiramo tudi po tem, kakšen učinek imajo lahko na finančni sistem (povzeto po World Future Council, 2012, str. 6-9), ali pozitivni, ali negativni, lahko pa tudi oba hkrati. Najprej si oglejmo tiste, katerih gonilna sila je **pozitivna**:

- Poenostavitev denarne transakcije – žiro plačila in debetne kartice so ključni instrumenti za olajšanje transakcij in zmanjšanje transakcijskih stroškov.
- Financiranje podjetij, potrošnikov in držav – tradicionalni namen financiranja je olajšati delovanje realnega gospodarstva. Finančne inovacije morajo na trajnostni podlagi zagotoviti pravo ravnovesje med dolgom in kapitalom, kar se lahko doseže z uporabo različnih vrst obveznic in delnic.

- Ustvarjanje premoženja – denar se preko dolžniškega in lastniškega financiranja preliva iz področij s presežkom na območja, kjer je večje povpraševanje po njem. Tradicionalni namen financiranja ni špekulirati, ampak injicirati presežna sredstva vlagateljev v realno gospodarstvo.

Mnogo inovacij ima lahko tudi **negativno** konotacijo:

- Izogibanje regulatornim predpisom – eden od ključnih dejavnikov razvoja finančne inovacije je želja, da bi se izognili potencialnim stroškom regulatorne uredbe, tako vsaki novi regulatorni uredbi praviloma kmalu sledi nova inovacija, katere namen je zaobiti prav to uredbo. Z večplastnim listinjenjem lahko banke iz svojih bilanc prenesejo tveganje ter se izognejo kapitalskim zahtevam, ki jih narekuje Baselski sporazum. Finančne inovacije bodo skušale (in na podlagi dokazov jim uspeva) oslabiti in prečkati regulatorno načrtovano mejo med osnovnim bančništvom in investicijskim bančništvom. Regulacija bo brez preventivnega testiranja finančnih instrumentov vedno za en korak zaostajala za inovacijami, enako pa velja tudi v zvezi z notranjim upravljanjem s tveganji.
- Izogibanje davkom – drugi negativni ključni gonilnik finančne inovacije je izogibanje plačilu davkov. Pri nekaterih izvedenih finančnih instrumentih lahko, na primer, podjetja premikajo dobičke po časovnih obdobjih ali naprej ali za nazaj.
- Ustvarjanje denarja na račun kompleksnosti – kompleksnost je na splošno za finančne institucije bolj donosna od preprostosti, zlasti za bonitetne agencije. Toda cena, ki jo za to plačajo regulatorji, nadzorniki in družba, je zamegljen finančni sistem. Listinjenje je samo po sebi lahko koristno do neke točke; na primer, hranilnice ga lahko uporabljajo za diverzifikacijo svojega regionalnega tveganja, vendar pa realno gospodarstvo za normalno delovanje listinjenja na drugi ali tretji ravni v bistvu ne potrebuje.
- Ustvarjanje denarja iz denarja in oškodovanje realnega gospodarstva – finančni investitorji imajo prevladujoči vpliv pri določanju cen surovin, kot so pšenica, riž, olje, itd. Močan vpliv finančnega trga je preoblikoval ta realni trg v finančni trg, saj finančni vlagatelji, ki nimajo nič opraviti z resničnim prehrabnim sektorjem, trgujejo s surovinami, kar zvišuje njihovo ceno in posledično povzroča podhranjenost po svetu.
- Boj za konkurenčnost zaradi padajočih marž – običajno se finančnih inovacij ne patentira, zato jih konkurenti hitro lahko kopirajo in dobiček inovatorjev se zaradi tega zniža. To vodi do konkurenčnih pritiskov, zato finančne institucije stalno uvajajo nove finančne instrumente, ki pa so pogosto tudi bolj tvegani od prejšnjih.

Obstajajo pa tudi finančne inovacije, ki imajo lahko **pozitivne ali negativne** posledice:

- Ukvarjanje s finančnim tveganjem – delitev tveganj je temeljna in uporabna komponenta financ, toda sam prenos tveganja ne pomeni tudi odprave tveganja. Prenos posameznega tveganja ne sme povzročiti nepredvidljivo sistemsko tveganje; na primer, če izvedeni finančni instrumenti, kot so prenos kreditnega tveganja (CDS) ali

zadolžnice, zavarovane z dolgom (CDS), dopuščajo bankam, da prenašajo tveganje po celotnem kapitalskem trgu.

Več o nekaterih finančnih inovacijah, ki so odigrale pomembno vlogo pri nastajanju finančne krize pa v 2. poglavju.

## **1.3 Finančna regulacija**

### **1.3.1 Definicija finančne regulacije**

Finančna regulacija je oblika regulacije ali nadzora, ki podreja finančne institucije nekaterim zahtevam, omejitvam in smernicam, s ciljem, da se ohrani celovitost finančnega sistema. To se lahko dosega bodisi z vladnimi ali mednarodnimi nevladnimi organizacijami. Finančna regulacija z zmanjšanjem stroškov izposojanja vpliva tudi na strukturo bančnega sektorja, hkrati pa tudi povečuje paleto finančnih produktov, ki so na voljo. Razpon regulativnih dejavnosti lahko vključuje določitev minimalnih kapitalskih standardov, pravil obnašanja, ter izvajanje rednih nadzornih pregledov in pregon neprimerne obnašanja. Poseg regulatornih organov na trgu je opravičljiv ob nastopu tržne nepopolnosti, ki nastane, ko zasebni sektor povzroči neoptimalne rezultate (Financial Times Lexicon, 2016).

### **1.3.2 Razlogi za regulacijo**

Glavna skrb regulatorjev je sistemsko tveganje, ki pomeni, da se napaka posamezne bančne institucije odraža v celotnem bančnem sistemu in celo v celotnem narodnem gospodarstvu. Vzrok za sistemsko tveganje leži v močni povezavi med bankami in kreditorejmalci. Namreč, propad velikega števila bank ali pa propad manjšega števila večjih bank, lahko povzroči verižno reakcijo, ki oslabi celotni finančni sistem, saj komitenti bank v realnosti težko razločijo, ali je bil vzrok propada banke osamljen primer ali pa gre za razširjen problem, ki bo ogrozil delovanje tudi preostalih bank. V želji ustvariti večjo donosnost in s tem dobiček, so banke pripravljene prevzemati vedno večja tveganja. S prevzemanjem večjih tveganj pa se poveča tudi potencialna izguba, ki lahko pripelje do propada banke in ima negativne posledice za celotno narodno gospodarstvo (Bessis, 2002, str. 27).

Za podjetja velja, da jim učinkovit nadzorni sistem koristi, saj pomaga dvigovati in utrjevati ugled podjetja na denarnih, blagovnih in drugih trgih. Poleg tega pomaga vodstvu pravočasno odkrivati slabosti v poslovanju in sprejemati popravljalne odločitve, lastnikom kapitala pa zmanjšuje tveganje pri naložbah. Zaradi svojih posebnih funkcij in pomena za posameznike, gospodarske družbe in gospodarstvo kot celoto, so banke med vsemi gospodarskimi subjekti izbrane kot tiste, ki potrebujejo poseben nadzor, saj bi večje motnje funkcij bank lahko vodile do neugodnih učinkov na ostale gospodarske subjekte oziroma do negativnih eksternalij. Propad posamezne banke lahko namreč v mislih varčevalcev

ustvari dvome v stabilnost in solventnost finančnega sistema na splošno, kar povzroča škodo celotnemu narodnemu gospodarstvu (Saunders, 2000, str. 85).

Po mnenju Greenbauma, Thakorja in Boota (2015, str. 355) so cilji regulatornega nadzora zagotavljanje varnosti strank, varnosti in vzdržnosti finančnih institucij, spodbujanje konkurence, monetarni nadzor, učinkovita alokacija kreditov in zagotavljanje stabilnosti finančnega sistema. Lahko rečemo, da je cilj vsakega regulatorja vzpostavitev sistema, v katerem banke in ostale finančne institucije opravljajo svojo funkcijo v korist gospodarstvu ter posamezniku pri opravljanju gospodarskih poslov oziroma varnemu shranjevanju prihrankov. Takšen urejen finančni sistem pa je predpogoj za učinkovit gospodarski sistem, ki v končni fazi zvišuje tudi standard in splošno blaginjo.

## **1.4 Finančna liberalizacija in finančna integracija**

### **1.4.1 Definicija finančne liberalizacije**

Po Kaminskyju & Schmuklerju (v Arestis & Caner, 2004, str. 2) finančno liberalizacijo sestavljajo deregulacija kapitalskega računa tujega sektorja, domači finančni sektor in borzni sektor, ki ga vidijo ločeno od domačega finančnega sektorja. Liberalizacijo kapitalskih računov opredeljujejo predpisi o izposojanju finančnih institucij in nefinančnih podjetij zunaj svojih meja, na več trgih deviznih tečajev, ter nadzor nad odlivom kapitala. V popolnoma liberaliziranem trgu se lahko banke in podjetja svobodno zadolžujejo v tujini, pri tem morajo morda obvestiti pristojne organe, vendar se jim dovoljenje izda skoraj avtomatično. Če obstajajo obvezne rezerve, so le-te nižje od 10 odstotkov, poleg tega ne obstajajo posebni menjalni tečaji za transakcije tako na tekočem računu kot na kapitalskem računu, prav tako pa niso v veljavi niti omejitve kapitalskih odlivov. Za popolnoma liberaliziran domači finančni sistem je značilno pomanjkanje nadzora nad obrestnimi merami za posojanje ali izposojanje in seveda pomanjkanje kreditne kontrole, poleg tega pa so dovoljene tudi vloge v tujih valutah.

### **1.4.2 Definicija finančne integracije**

Finančna integracija je proces, v katerem postane finančni trg neke države tesneje povezan s finančnim trgom ene ali več drugih držav. To pomeni odpravo ovir za poslovanje tujih finančnih institucij in ponujanje čezmejnih finančnih storitev ter vsebuje povezovanje bank, kapitalskih trgov in drugih finančnih trgov. Finančna integracija zahteva uskladitev nekaterih predpisov, ki urejajo finančne trge, pogosto pa lahko zajema tudi poenoteno monetarno in fiskalno politiko, odvisno od globine integracije. Z integracijo finančnih trgov se podjetjem odprejo možnosti pridobitve novih vlagateljev, saj lahko domači vlagatelji kupujejo premoženje v tujini, tuji vlagatelji pa lahko kupujejo domače premoženje. V popolnoma integriranih trgih pa bi morala sredstva z enakim tveganjem dobiti enak donos, ne glede na lokacijo svojega izvora (Balls, 2016).

### 1.4.3 Razlogi za finančno liberalizacijo in integracijo

Naraščajoči obseg finančnih transakcij prispeva k trajnim spremembam v strukturi finančnih sistemov in večjo integracijo regionalnih trgov, zato je medregionalna mobilnost kapitala postala pomemben parameter, ki vpliva na gospodarsko dejavnost. V ta namen številne države odpravijo neposredne ovire za pretok kapitala, kot je odstranitev kapitalskih kontrol ter tako spodbujajo dotok kapitala in investicije ali pa si omogočijo lažje financiranje lastnega primanjkljaja. Kljub temu pa obstajajo različne posredne ovire za popolne finančne integracije, kot so asimetrične informacije med domačimi in tujimi vlagatelji, različne preference, fiksni vstopni stroški in kulturne razlike (Buch, 2000, str. 6).

Po mnenju Levina (2001, str. 22) liberalizacija omejitev mednarodnih portfeljskih tokov spodbudi likvidnost na trgu, kar preko povečane produktivnosti vodi v večjo gospodarsko rast. Poleg tega večja prisotnost tujih bank izboljša učinkovitost domačega bančnega sistema, kar prav tako pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Tako lahko mednarodna finančna integracija spodbuja gospodarski razvoj s spodbujanjem izboljšav na področju domačega finančnega sistema, kar ima pozitivne posledice za dolgoročno rast produktivnosti.

Brezigar & Masten (2008, str. 41) sta s svojo analizo prišla do zaključkov, ki potrjujejo pozitivne učinke na gospodarsko rast s strani razvoja državnih finančnih trgov in finančne integracije. Najbolj pozitivnih učinkov so deležne manj razvite države, z razvojem pa se pozitivni učinki zmanjšujejo in lahko celo izginejo. Poleg tega sta odkrila, da je pozitiven učinek integracije močno pogojen z razvojem nacionalnih finančnih trgov, makroekonomske stabilnosti in kvalitete institucij, kar pomeni, da si pozitiven učinek lahko obetajo samo države, ki imajo dovolj velike absorpcijske sposobnosti merjene s stopnjo finančnega razvoja. Opozarjata pa tudi na morebiten negativen vpliv hitre kreditne ekspanzije na finančno stabilnost, ko je določeno obdobje rast kreditiranja zelo hitra, nato pa se lahko zelo hitro tudi ustavi. Glede tega ugotavljata, da se delež slabih posojil poveča le v primeru ekstremnih kriznih dogodkov oziroma finančnih kriz, katerih globlji vzroki pa ne ležijo zgolj v procesu prehitrega finančnega poglobljanja.

Nekateri avtorji so nasprotnega mnenja in ne vidijo pozitivne povezave med integracijo in gospodarsko rastjo. Stiglitz (2004, str. 62) opozarja, da ima integracija finančnega sektorja, v katerem mednarodne banke prevzamejo domače banke, lahko morebitne škodljive posledice za gospodarsko rast. To razlaga s tem, da mednarodne banke ne morejo ali nimajo želje posojati lokalnim malim in srednjim podjetjem. Načeloma taka integracija ohranja možnosti za večjo stabilnost kreditiranja (ker so tveganja diverzificirana), v praksi pa obstajajo pomembni primeri, ko šoki v bančnem sistemu domačega gospodarstva povzročijo krčenje kreditiranja, kar posledično povzroča krčenje celotnega domačega gospodarstva.

Stiglitz (2004, str. 60) dodaja, da večina kritikov integracije in liberalizacije kapitalskih trgov ni tako zaskrbljenih zaradi dolgoročnih kapitalskih tokov (neposredne tuje investicije), kot so zaradi kratkoročnih finančnih tokov (špekulativni kapital). Te tudi označuje kot posebej destruktivno obliko finančnih tokov, ki nič ne prispevajo h gospodarski rasti. Dejstvo, da skupni kapitalski tokovi, ki vključujejo tako kratkoročne kot dolgoročne, ne prinesejo želenih učinkov, je za Stiglitz še posebej obsojajoče. Namreč, že dolgo je sprejeta domneva, da imajo neposredne tuje investicije pozitiven učinek na gospodarsko rast, to pa pomeni, če skupni tokovi, kratkoročni in dolgoročni, ne prinesejo učinkov, potem morajo imeti kratkoročni tokovi negativen učinek.

Prevladujoče mnenje v literaturi, ki proučuje odnos med finančnim razvojem ter gospodarsko rastjo je, da povečana ponudba finančnih instrumentov in institucij zmanjšuje transakcijske oziroma informacijske stroške v ekonomiji. Dobro razviti finančni trgi pomagajo ekonomskim agentom pri trgovanju in razprševanju tveganj ter tako posredno prispevajo k povečevanju investicij ter ekonomski rasti.

## **2 LISTINJENJE IN IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI**

### **2.1 Listinjenje**

Listinjenje se je razvilo že v davnih 70-ih letih prejšnjega stoletja in v najosnovnejši obliki pomeni zbiranje posojil v pakete in njihovo prodajo investitorjem. V samem procesu listinjenja se torej z združevanjem različnih sredstev vzpostavijo finančni instrumenti, ki omogočajo nakup deležev v teh sredstvih večjemu številu vlagateljev, kar posledično poveča likvidnost in sprostí kapital za gospodarsko rast. Finančne oblasti so vseskozi podpirale listinjenje, saj le-to omogoča nov način razpršitve tveganj, prav tako pa so tudi banke listinjenje sprejele z odprtimi rokami, ker jim je odprlo novo pot širitve poslovanja, saj niso bile več odvisne od nabiranja depozitov med prebivalstvom in gospodarstvom, pač pa so si vire izposojale na finančnem trgu. Listinjenje je bilo tudi podlaga za kasnejši razcvet investicijskega bančništva (Štiblar, 2008, str. 103).

Tradicionalno listinjenje (angl. *securitization*) je proces v katerem se denarni tok enega ali več sredstev ali terjatev združi v snope in prenese (proda) na posebej za to ustanovljeno pravno osebo, SPV (angl. *special purpose vehicle*), ki na podlagi teh sredstev ali terjatev izda dolžniške ali lastniške vrednostne papirje, ki jih potem proda zainteresiranim investitorjem. Ti vrednostni papirji predstavljajo zahtevke oziroma terjatve do premoženja, ki so podlaga teh vrednostnih papirjev oziroma do denarnega toka, ki izvira iz teh sredstev. Obresti in glavnica iz teh na novo izdanih vrednostnih papirjev pa se pokrijejo z denarnim tokom iz prenesenega premoženja (Kavanagh 2003, str. 3). Velikost denarnega toka je odvisna od obrestne mere, ki se določi glede na obrestno mero, ki jo na začetku sprejme posojilojemalec. Obrestna mera, ki jo izdajatelj ponudi investitorjem, je vedno nižja od tiste, ki jo izdajatelj dobi od posojilojemalca. Razlika med obrestnimi merami se imenuje

obrestna marža in pripada izdajatelju vrednostnega papirja (Davidson, Saunders, Wolff in Ching, 2003, str. 80). Ko banka proda posojila oziroma terjatve izdajatelju, dobi v zameno gotovino, ki ni izpostavljena kreditnemu ali obrestnemu tveganju, kakor to velja za neodplačana posojila. S prodajo terjatev banka v premoženjski bilanci nelikvidne terjatve nadomesti z likvidnimi sredstvi in tako poveča svojo likvidnost (Saunders & Millon Cornett, 2000, str. 818).

Poleg tradicionalnega listinjenja poznamo tudi sintetično listinjenje (angl. *synthetic securitization*), pri katerem se kreditno tveganje razdeli na vsaj dva različna segmenta oziroma tranše, ki odražajo različno stopnjo kreditnega tveganja. To tveganje se v celoti ali delno z uporabo kreditnih izvedenih instrumentov ali garancij prenese na tretjo osebo, skupna izpostavljenost, ki je predmet listinjenja, pa se ne prenese in se izkazuje v bilanci stanja izvirne banke. V sintetičnem listinjenju banka od vlagatelja kupi kreditno zavarovanje na portfelj svojih posojil, kar pomeni, da v primeru nepoplačila danega posojila iz portfelja, investitor povrne banki izgubo, ki jo ta utrpi (Bell & Dawson, 2002, str. 556).

Ustrezno strukturirano listinjenje ima lahko vitalno vlogo pri dobrem delovanju kapitalskih trgov, saj predstavlja pomemben kanal za diverzifikacijo virov financiranja in omogoča širšo in učinkovitejšo porazdelitev tveganja v finančnem sektorju. Polega tega pa lahko izboljša učinkovitost finančnega sistema in zagotovi dodatne možnosti za naložbe, saj lahko tudi pripomore k sprostitvi bilanc stanja posojilnih institucij, kar omogoča dodatne kredite gospodarstvu. Listinjenje lahko vzpostavi most med kreditnimi institucijami in kapitalskimi trgi, pri tem pa nudi tudi vrsto posrednih koristi za podjetja in državljane (na primer prek cenejših kreditov, hipotekarnih kreditov za podjetja in kreditnih kartic), obenem pa pomembnejšim investitorjem zagotavlja nove kategorije sredstev, ki niso vezana na kreditno tveganje originatorja (Uredba evropskega parlamenta in sveta, 2015).

## **2.2 Hipotekarna obveznica – MBS**

Hipotekarne obveznice oziroma MBS (angl. *Mortgage Backed Securities*) so dolžniški vrednostni papirji, ki so osnovani na svežnju hipotekarnih posojil in predstavljajo terjatve do denarnih tokov iz paketov hipotekarnih posojil, najpogosteje na stanovanjske nepremičnine fizičnih oseb. Banke, hipotekarne družbe in drugi originatorji hipotekarnih posojil, prodajo le-te SPV-jem, ki so lahko državne (Ginnie Mae), paradržavne (Freddie Mac, Fannie Mae) ali pa privatne institucije, na primer investicijske banke. SPV potem vsa ta hipotekarna posojila združi v košarico oziroma portfelj posojil in z listinjenjem izda vrednostne papirje, ki predstavljajo terjatve izdajatelja do glavnice in obresti posojil, zapakiranih v njih in jih odplačujejo posojilojemalci. (U.S. Securities and Exchange Commission, 2010).

Hipotekarna obveznica je v bistvu oblika vrednostnega papirja, zavarovanega s premoženjem oziroma ABS (angl. *Asset Backed Securities*), razlika je le ta, da so ABS



obveznice lahko ustvarjene na podlagi več vrst posojil (hipotekarnih, potrošniških, študentskih, itd.). Hipotekarne obveznice so lahko sestavljene iz več vrst hipotekarnih posojil, če jo sestavljajo le hipotekarna posojila tržnih subjektov, potem se hipotekarna obveznica imenuje CMBS (angl. *Commercial Mortgage Backed Security*), če pa je sestavljena le iz hipotekarnih posojil fizičnih oseb, potem se imenuje RMBS (angl. *Residential Mortgage Backed Security*). Obveznice z mešanimi hipotekarnimi posojili pa so splošno imenovane MBS.

Še posebej pa velja omeniti, da so RMBS lahko prvorazredne (angl. *prime*) ali drugorazredne (angl. *sub-prime*). Prve temeljijo na prvorazrednih hipotekarnih posojilih, to so posojila dodeljena posojilojemalcem z visoko kreditno sposobnostjo in ustrezno visokim deležem lastne udeležbe po splošni obrestni meri, ki velja za hipotekarna posojila. Druga pa temeljijo na drugorazrednih hipotekarnih posojilih, to so posojila namenjena posojilojemalcem s slabo kreditno oceno, in so običajno brez dokumentacije o dohodkih, z višjo obrestno mero in višjimi stroški odobritve. (Mayer & Pence, 2008, str. 4).

V praksi so drugorazrednim hipotekarnim posojilom največkrat dodali tudi gibljivo obrestno mero, ARM (angl. *Adjustable Rate Mortgage*), in ravno takšna drugorazredna hipotekarna posojila z gibljivo obrestno mero so bila prva, ki so začela množično neizpolnjevati svoje pogodbene obveznosti poplačila dolga ter so bila povod za finančno krizo. Obstajajo tudi bolj zapletene oblike MBS, kot so zadolžnice, zavarovane s hipoteko oziroma CMO (angl. *Collateralized Mortgage Obligation*), ki so lahko izdane z namenom investitorje zaščititi pred tveganjem ali pa jih namerno izpostaviti različnim vrstam tveganj, odvisno od želje investitorjev. Takšna oblika vrednostnega papirja pa ima že nekatere lastnosti zadolžnic, zavarovanih z dolgom.

### **2.3 Zadolžnica, zavarovana z dolgom – CDO**

Zadolžnice, zavarovane z dolgom oziroma CDO (angl. *Collateralized Debt Obligation*) so izvedeni finančni instrumenti, ki omogočajo udeležencem, da ob izdaji na investitorje prenesejo velik delež kreditnega tveganja skozi transakcije, ki vsebujejo velik finančni vzvod. CDO-ji so izvedeni na podlagi t.i. bazenov (angl. *pool, pooling*) drugih vrednostnih papirjev, posojil, najpogosteje pa na podlagi hipotekarnih obveznic in zamenjav kreditnega tveganja (IMF, 2008, str. 153).

CDO-ji ustvarijo svojo vrednost s tem, da privlačijo likvidnost v dele emisije, ki same po sebi ne bi bile likvidne ali bi bile preveč kompleksne za investitorje. Za razliko od tradicionalnega listinjenja, je število sredstev, ki jih vključuje CDO, nekoliko manjše po obsegu, so pa ta sredstva veliko bolj raznolika, z veliko koncentracijo izpostavljenosti individualnim dolžnikom. Prav zaradi te raznolikosti sredstev je za investitorja zelo težko oceniti pravo tveganje CDO-ja, saj je potrebno poleg kreditnega tveganja upoštevati tudi povezanost med posameznimi sredstvi, zajetimi v CDO. V praksi so tukaj prišle v poštev

bonitetne ocene bonitetnih agencij, ki so bile podane na osnovi rangiranja različnih delov emisije in povezanosti med njimi.

Kreditno tveganje (iz izvorne banke na SPV) se lahko prenese na dva načina. In sicer, s tradicionalnim listinjenjem, kjer pride do t.i. »true sale« prodaje, ali pa s sintetičnim listinjenjem, kjer s kombiniranjem s katerim izmed izvedenih finančnih instrumentov (najpogosteje CDS), prenesemo samo kreditno tveganje. V primeru sintetičnega listinjenja so transakcije visoko fleksibilne v smislu mešanja referenčnih obligacij portfelja in njihovega kreditnega tveganja. Investitorji na ta način izbirajo takšen CDO, ki najbolj ustreza njihovim preferencam. Pri tem je pomembno, da referenčne obligacije, zapakirane v CDO-ju, ostanejo na bilanci izvorne banke, medtem ko SPV upravlja s povezanim CDS-jem oziroma proda zaščito za kreditno tveganje banki. Izvorna banka na podlagi CDS-ja plačuje redne premije SPV-ju, v kolikor pa pride do izgub v kritnem premoženju (referenčne obligacije oziroma terjatve), SPV povrne izvorni banki nastalo ekonomsko škodo. V tem primeru se ta strukturirani finančni instrument imenuje sintetični CDO (ECB, 2008, str. 84-85).

## **2.4 Zamenjava kreditnega tveganja – CDS**

Zamenjava kreditnega tveganja oziroma CDS (angl. *Credit Default Swap*) je dvostranska pogodba med kupcem in prodajalcem kreditnega tveganja oziroma med kupcem in prodajalcem kreditne zaščite. V najosnovnejši obliki se kupec zaščite (večinoma banka) pogodbeno zaveže s prodajalcem zaščite (večinoma SPV), da mu bo plačeval periodična plačila (premija) ob predhodno določenih datumih. Plačila se bodo izvrševala do konca pogodbenega razmerja (zapadlosti CDS-ja) ali do nastanka kreditnega dogodka (delna ali popolna nezmožnost poplačila svojih obveznosti). V zameno se prodajalec zaščite zaveže, da bo vrnil ekonomsko vrednost zavarovanega referenčnega sredstva, če v času pogodbenega razmerja nastane kreditni dogodek. V procesu zamenjave kreditnega tveganja je vpletena tudi referenčna enota, to je posojilojemalec. V večini primerov je to podjetje, ki izda obveznice, katere postanejo referenčno sredstvo in so predmet kreditne zaščite, lahko pa se tudi zgodi, da referenčna enota sploh ne ve za CDS pogodbo na njen dolg (Anthropelos, 2010, str. 1).

Zelo pomembno dejstvo je, da kupec zaščite ne rabi imeti v lasti nobene referenčne obligacije, niti ne rabi biti povezan z izgubami oziroma trpeti izgube referenčne obligacije. V takšni obliki se CDS uporabi kot samostojni instrument. V praksi pa so bile uporabe CDS veliko bolj kompleksne, od primera, prikazanega zgoraj, saj se jih je v večini primerov uporabljalo v povezavi s kombinacijo CDO-jev in MBS-jev (še največ drugorazrednih RMBS). Pred nastopom krize so bili ti izvedeni finančni instrumenti najbolj priljubljeni tudi zaradi tega, ker so bili izvzeti iz regulatornega nadzora. Namreč, z njimi se je trgovalo na t.i. »over the counter« trgu (OTC), kar pomeni, da so se pogodbe sklepale bilateralno in izven organiziranega trga, kar jih je naredilo še dodatno

netransparentne in težje razumljive, tako za vlagatelje kot za regulatorne organe (Anthropelos, 2010, str. 3).

### **3 VZROKI FINANČNE KRIZE**

Vzroke finančne krize že od njenega nastopa preleva veliko strokovnjakov in še več se jih bo s to tematiko ukvarjalo v prihodnosti. V literaturi različni avtorji navajajo različne vzroke, vendar so si vsi pretežno podobni. Vsekakor je imela zadnja finančna kriza, kot tudi prejšnje krize, več medsebojno povezanih vzrokov. Nekateri od teh vzrokov so skupni prejšnjim krizam, nekateri pa so se prvič pojavili ravno v tej krizi. Spodaj povzemam vzroke za nastop krize iz poročila delovnega lista mednarodnega denarnega sklada iz leta 2014, avtorjev Claessens & Kodres, ki vzroke deli na skupne in nove. V nadaljevanju pa povzemam še nekatere vzroke, ki jih izpostavljajo drugi avtorji.

#### **3.1 Skupni vzroki**

Prvi skupni vzrok je najbolj poudarjen od vseh vzrokov, to je pojav kreditnega razcveta oziroma hitre finančne ekspanzije. Kreditni razcveti so pogosto povezani s poslabšanjem posojilnih standardov, tako kot je bilo videno s porastom drugorazrednih posojil v ZDA.

Drugi skupni vzrok je hitra rast cen sredstev, najpogosteje nepremičnin oziroma stanovanjskih objektov. Cene stanovanj v ZDA so se povečale za več kot 30 % od leta 2003 do začetka krize, na mnogih drugih trgih, kot sta Irska in Španija, pa so se cene dvignile še za več. Ker se hiše uporabljajo kot sredstvo za zavarovanje hipotekarnih posojil, njihove naraščajoče cene olajšujejo pospešitev kreditnega razcveta, zato so pogosto povezane s hitro rastjo posojil gospodinjstvom in povečanjem finančnega vzvoda, kar še dodatno povečuje tveganje in škodljive posledice naknadnega zloma cen.

Ustvarjanje novih finančnih instrumentov, katerih donos se zanaša na vedno ugodne gospodarske razmere, izstopa kot tretji pogosto skupen vzrok krize. V tokratni krizi je bila to hitra rast strukturiranih kreditnih proizvodov, kot so CDO-ji in podobnih, ki so odvisni od izplačil denarnega toka drugih sredstev. Tveganja, povezana z novimi finančnimi proizvodi pogosto niso v celoti razumljena s strani investitorjev, lahko pa so tveganja tudi umetno zmanjšana z ugodnimi ocenami bonitetnih agencij, kar pa še poveča nestabilnost finančnega sistema.

Finančna liberalizacija in deregulacija predstavljata četrti splošno ugotovljeni vzrok za krizne razmere. Ena takšnih potez je odstranitev ovir med komercialnim in investicijskim bančništvom v ZDA (razveljavitev zakona Glass-Steagal leta 1999, ki je bil v veljavi od leta 1933 in je uspešno stabiliziral finančne trge po veliki depresiji) in večja odvisnost bank od notranjih modelov za upravljanje s tveganji, katerim pa ni sledilo tudi sorazmerno povečanje nadzornih kapacitet. Ravno nasprotno, regulatornim in nadzornim organom zaradi prepočasnega sledenja napredku v bančništvu, deloma pa tudi zaradi močnih

bančnih lobijev ter političnih procesov, ni uspelo omejiti pretirano tveganega poslovanja. Tveganjem, zlasti v bančništvu v senci, pa tudi v velikih mednarodnih bankah, je bilo dovoljeno, da rastejo brez večjega nadzora, kar je sčasoma povečalo tako bančno kot nebančno nestabilnost.

### **3.2 Novi vzroki**

Med novimi vzroki je prvi in najbolj pomemben razširjenost in močno povečanje finančnega vzvoda gospodinjstev, oziroma njihovega povečanega zadolževanja ter naknadne nezmožnosti poplačila svojih v večini primerov stanovanjskih posojil. Prejšnje krize so bile tudi povezane z vzponom in padcem cen nepremičnin, vendar so bile večinoma osredotočene na prekomerno kreditiranje poslovnih nepremičnin in redko na gospodinjstva. Propad trga drugorazrednih hipotekarnih posojil in začaran krog padanja cen nepremičnin sta bila katalizator za krizo v ZDA. To je sprožilo podobne padce cen na stanovanjskih trgih v mnogih razvitih državah (Irska, Španija), kot tudi na nekaterih nastajajočih trgih, ki so doživeli zlome. Z neposrednim vključevanjem tako velikega števila lastnikov stanovanj pa je ta kriza postala veliko bolj zapletena. V praksi zaenkrat ne obstaja najboljši način, kako se lotiti problema masovne nezmožnosti poplačila obveznosti gospodinjstev, jasno pa je, da bo pot izhoda gospodinjstev iz zadolženosti dolgotrajna, kar bo še podaljšalo okrevanje celotnega gospodarstva.

Drugi novi vidik je proces in način, na katerega se je povečani finančni vzvod razširil na več subjektov, od finančnih institucij in gospodinjstev, do trgov. Medtem, ko sam nastanek finančnega vzvoda ni novost, je obseg soodvisnosti od nelikvidnega premoženja omejil sposobnost sistema, da absorbira celo majhne šoke. To je privedlo do hitrega padca vrednosti zastavljenega premoženja (predvsem hiš in z njimi povezanih izvedenih kreditnih proizvodov), ki je zamajalo zaupanje na trgu. Večje finančne institucije so bile z uporabo finančnega vzvoda, majhnega obsega lastnega kapitala, pomanjkanjem likvidnostnih sredstev in zunajbilančnimi postavkami zelo izpostavljene tveganju. Zato se je strah pred neplačili nasprotne stranke dramatično povečal že ob prvih znakih krize, kar je povzročilo zamrznitev tržnih transakcij in bistveno otežilo pravilno ocenitev vrednosti kritnega premoženja. Vzpon velikih nebančnih finančnih institucij, kot se finančne družbe, zavarovalnice (na primer AIG oziroma American International Group) in investicijske banke, je povečal skupno tveganje sistema. Sistemska ranljivost, ki se je počasi nabirala, pa je na koncu pripomogla likvidnostno krizo prenesti v krizo solventnosti.

Tretja novost je povečana zapletenost in nepreglednost na trgu, ki je posledica predvsem listinjenja slabih ali vprašljivih posojil, eksplozivne rasti uporabe izvedenih finančnih instrumentov po vsem svetu ter temačnega poslovanja bančnega sistema v senci. Model listinjenja hipotek ustvari-in-prenesi (angl. *originate-and-distribute*) je res prinesel boljšo porazdelitev tveganja, vendar se je izkazalo, da so bila tveganja manj porazdeljena kot je bilo predvideno, poleg tega pa je takšno listinjenje spodkopalo spodbude za pravilno oceno

tveganj, vključno s tistimi od bonitetnih agencij. Kompleksna narava listinjenih proizvodov je torej otežila pravilno ocenitev njihovih vrednosti in izvor tveganj, ki izhajajo iz njih, posledično pa je solventnost finančnih institucij, ki so imele v lasti listinjene strukturirane finančne instrumente, prišla pod vprašaj. Zapletena uporaba vrednostnih papirjev, kot so ABS-ji ali MBS-ji v kombinaciji s CDO-ji ter njihove različne ročnosti, pa je dodala tveganje izgube zaupanja v vrednost kritnih sredstev. V obdobju tik pred izbruhom krize, med leti 2007 in 2008, so se ogromne vsote iz ameriškega in evrskega denarnega trga stekale v bančne komercialne zapise in kratkoročno zadolževanje, medtem ko je široka uporaba povratnih nakupov ustvarila dolge verige posojil med medsebojno povezanimi trgovci z vrednostnimi papirji in bankami. Takšen razvoj je spodbudil prekomerno rabo kratkoročnih virov z medbančnih trgov, ki ni bila dobro razumljena, in je vodila v krizo zaupanja.

Četrty vzrok, ki je značilen za to krizo pa je, da se je v desetletju pred nastopom krize mednarodna finančna integracija močno poglobila. Svetovne finance več ni predstavljalo le nekaj igralcev, ampak mnogo različnih finančnih institucij iz različnih trgov in držav. Tako je prišlo veliko hipotekarnih obveznic in drugih finančnih instrumentov ameriškega izvora, v last finančnih institucij iz drugih razvitih gospodarstev ter tudi v last nekaterih držav iz rastočih trgov. Čezmejno bančništvo in drugi kapitalski tokovi so se močno povečali, še najbolj pri razvitih evropskih državah. Medtem, ko je imelo povečano čezmejno poslovanje nedvomno koristi v predkriznem obdobju, pa se je v času krize pokazala tudi slabost takšnih povezav, saj so prenesle pretres iz ZDA v globalno krizo. V EU, in še posebej v evroobmočju, se je kriza zaradi čezmejnih vplivov, ki so potekali v več fazah, še dodatno poglobila, močna povezava držav v evroobmočju pa ni pomenila le, da so se motnje hitro razširile, ampak tudi, da je bilo koordinirane rešitve težje izvajati. Obseg financ se je pravzaprav povečal do take mere, da je finančni sistem postal prevelik in kompleksen, na njemu pa se je razpaslo poslovanje z mnogimi finančnimi produkti oziroma instrumenti, ki so po eni strani ponujali malo prave dodane vrednosti, po drugi pa povzročali številna tveganja.

### **3.3 Drugi vzroki**

Drugi avtorji navajajo še nekatere druge vzroke. Cabral (2010, str. 33) navaja še posebej znižanje obveznih rezerv, ki so bile omogočene z uvajanjem deregulacijskih ukrepov. V praksi je to pomenilo naslednje. V decembru 1989 je ameriški bančni sistem za vsak novi 1 \$ rezerv v povprečju ustvaril za 47,8 \$ posojil in ustreznih vlog. Do decembra 2006 pa je ameriški komercialni bančni sistem za vsak novi 1 \$ rezerv v povprečju ustvaril že kar za 167,2 \$ novih posojil in vlog. Kot posledica znižanja obveznih rezerv, je absolutna raven rezerv v obdobju od decembra 1989 do decembra 2006 padla za 31%, kljub 2,5-kratnemu povečanju sredstev celotnega bančnega sektorja. Banke so bile tako sposobne v istem obdobju, kljub znižanju obveznih rezerv, povečati skupni znesek posojil za približno 2,4-krat.

Adams & Park (2009, str. 15) med vzroke prištevata še globalna makroekonomska neravnovesja, ki bi jih na kratko lahko opisali kot razliko med rastočim plačilnobilančnim deficitom ZDA in suficitom Kitajske in ostalih rastočih ekonomij (države izvoznice nafte in drugih surovin ter nekatere azijske države) ter drugih razvitih držav kot sta Nemčija in Japonska. Ta vzrok ima korenine že kar v daljni preteklosti, saj je bil 1944 sprejet brettonwoodski sistem, ki je uveljavil ameriški dolar kot glavno svetovno valuto. Desetletja po tem je tako dolar zagotavljal likvidnost, stabilnost in globino svetovnemu finančnemu sistemu, obenem pa omogočal ZDA, da so živele preko svojih zmožnosti. Vendar je v prejšnjem desetletju ta situacija postala problematična za globalno finančno stabilnost zaradi rastoče razlike med ameriškim deficitom in suficitom ostalih držav, ki so financirale ameriški deficit.

K razvoju ameriškega deficita je pripomogla davčna nedisciplina oziroma ogromne davčne olajšave, ki so bile sprejete v začetku prejšnjega desetletja z nastopom republikanske vlade. Davčne olajšave so povzročile deficit v davčni blagajni in tako povečale skupno zadolženost države. Pomembno vlogo pa je imelo tudi manipuliranje valut držav s plačilnobilančnimi suficiti (držav posojilodajalk), še posebej Kitajske, ki so zavestno ohranjale vrednost svojih valut na nerealno nizkih ravneh in tako ohranjale svojo konkurenčnost. ZDA so za pokrivanje kolosalnih stroškov dveh vojn (Afganistan in Irak) masovno izdajale državne obveznice, ki so jih kupovale države s presežki v svojih plačilnih bilancah. Same po sebi državne obveznice niso tvegane in niso neposredno prispevale svoj delež za razvoj krize, imele pa so posredni vpliv, saj se je njihova donosnost začela zmanjševati s povečanim povpraševanjem po njih. Zato so se bolj pogumni investitorji kmalu raje preusmerili na naložbe, ki so obljubljale večji donos, v hipotekarne obveznice in izvedene finančne instrumente, le-ti pa so po svoji naravi bolj tvegani (Reinhart & Rogoff, 2008a, str. 11).

Vzponu bančnega sistema v senci gre tudi pripisati del krivde za nastanek finančne krize. Bančni sistem v senci ni novost zadnjih nekaj let, ampak obstaja že desetletja, pravzaprav gre njegov vzpon z roko v roki s procesom deregulacije in liberalizacije finančnega sistema. Sestavljajo ga nebančne finančne institucije, ki si finančna sredstva izposojajo kratkoročno, naprej pa posojajo dolgoročno, na primer, SPV-ji, hedge skladi, vzajemni skladi denarnega trga in hipotekarni posredniki. Obseg vseh sredstev v bančnem sistemu v sencu je večji od obsega vseh sredstev v tradicionalnem bančnem sistemu. SPV-ji, vzajemni skladi denarnega trga, listinjenje in povratne pogodbe, so odigrali osrednjo vlogo v krizi, saj so ključni elementi zunajbilančnih aktivnosti (angl. *off-balance sheet activities*). Investicijske družbe so ustanovljale SPV-je, ki so bili v realnosti navidezna podjetja, locirana v »off-shore« centrih ali v davčnih oazah izven nadzora ameriške zakonodaje in nanje prenesle vedno bolj inventivne finančne instrumente, ki so bili tako zapleteni, da jim ni bilo mogoče določiti niti vrednosti niti tveganja. S tem so banke lahko svojo bilanco razbremenile tveganih posojilnih operacij in si pripisale (navidezno) poslovno uspešnost na podlagi terjatev do teh SPV-jev (Orhangazi, 2014, str. 16).

Za konec med vzroke za krizo lahko prištejemo še oderuško posojanje oziroma plenilske prakse posojanja denarja (angl. *predatory lending*), ki so prav tako prispevale svoj delež k razvoju krize. V praksi so posojilodajalci ponujali posojilojemalcem posojila, za katera so vedeli, da jih skoraj zagotovo ne bodo sposobni vrniti. Obenem pa so bili posojilojemalci zavedeni z zelo kompleksno sestavljenimi hipotekarnimi pogodbami, iz katerih sploh niso bili sposobni razbrati dejanske obrestne mere in zneska, ki ga bodo morali vrniti. Najbolj so bile problematične pogodbe, ki so imele skrite gibljive obrestne mere, ki se aktivirajo po določenem obdobju. Seveda so banke ali hipotekarni posredniki te potencialno problematične hipoteke takoj naprej prodali drugim finančnim institucijam v listinjenje, zato jim ni bilo veliko mar, ali bo posojilo poplačano ali ne. Njihov interes je bil le, da poberejo provizijo pri prodaji posojil, pravzaprav bolj kot je bilo tvegano posojilo, dražje so ga lahko prodali. To je pomembno prispevalo k povečanju števila nepoplačil posojil, ki je potem kot verižna reakcija dosegla zadnjo instanco, prodajalce kreditne zaščite oziroma prodajalce CDS-jev (Steinglass, 2010).

## **4 DEREGULACIJA**

### **4.1 Vloga deregulacije v finančni krizi**

Deregulacija finančnih sistemov je direktno povezana s teorijami »prostega trga« v gospodarstvu in financah, ki so počasi pridobivale prevlado v 1970-ih letih in so služile kot teoretična podpora za strukturne spremembe na finančnih trgih. Vloga finančnega sektorja, glede na prevladujočo ekonomsko in finančno teorijo je, da preprosto služi potrebam gospodarstva in izboljša njeno učinkovitost. Poleg tega standardni modeli prikazujejo trge in gospodarstva kot zelo stabilne, makroekonomski modeli pa preučujejo samo stabilna stanja, ki jih lahko prizadene samo zunanji šok. Finančni trgi zagotavljajo osnovne storitve, kot so zagotavljanje likvidnosti, aktiviranje in združevanje prihrankov za investicije, zbirajo in obdelujejo informacije različnih subjektov v gospodarstvu in tako zagotavljajo storitve pregleda in nadzora, obvladovanja tveganja, diverzifikacijo in zavarovanje. Na podlagi teh modelov, cene finančnih sredstev odražajo pravo vrednost v realnem gospodarstvu, finančni trgi pa povečujejo alokacijsko učinkovitost sistema (Orhangazi, 2014, str. 10-11).

Ti modeli sklepajo, da finančni trgi najbolje delujejo v okolju minimalne regulacije, saj regulacija izkrivlja sistem. Vlagatelji, ki želijo doseči čim večji donos za določeno stopnjo tveganja, bodo izbrali optimalno tveganje in v procesu razporedili sredstva v njihovo najbolj produktivno uporabo. Prepuščeni sami sebi, brez regulacije, se bodo udeleženci na finančnem trgu obnašali v lastnem interesu, kar bo povzročilo učinkovite rezultate. Finančni ekonomisti so razvili te modele na močnih nerealnih predpostavkah, poteze posameznikov in podjetij pa so potem temeljile na teh modelih (Dowd, 1996, str. 682-683).

Del retorike v prid finančni deregulaciji je vključeval poudarek na samonadzoru finančnega sektorja. Na primer, ocenjevanje tveganja posameznih finančnih instrumentov je bilo v tej luči prepuščeno institucijam na finančnih trgih, ki so za ta namen uporabljale zelo sofisticirane kvantitativne modele ocenjevanja tveganja. Prepričanje, da lahko tržni mehanizmi in dobičkonosni motiv prineseta družbeno optimalne rezultate, je ustvarilo okolje v katerem so se lahko finančne inovacije in tvegane odločitve nenadzorovano razplamtele, poleg tega pa so bile vladne intervencije na trgu smatrane za kontraproduktivne že vse od 1980-ih.

To prepričanje predpostavlja, da so odločevalci na finančnih trgih, ki razumejo kaj počnejo, v boljšem položaju od vladnih uradnikov, ki nimajo strokovnega znanja in izkušenj na področju bančništva in financ, in ker so ti nosilci odločanja na finančnih trgih prefinjeni ljudje, ne bodo sprejeli ukrepov, ki bi lahko ogrozili njihove lastne interese in ustvarili krhkost sistema. Ker pa so bili ti modeli že v začetku razviti na podlagi nerealnih predpostavk, je to pripeljalo do podcenjevanja dejanskega tveganja in ustvarilo razmere, v katerih je postajalo vse težje razlikovati med slabo presojo in goljufivim ravnanjem (Orhangazi, 2014, str. 17).

Tymoigne (2009, str. 16) poda dober dokaz, da so ti modeli že v osnovi zgrešeni, saj se večina udeležencev na trgu obnaša racionalno v smislu, da jih močna konkurenca in kratkoročne spodbude za doseganje ciljev denarnih donosov, prisilita, da storijo vse kar je zakonito (včasih tudi nezakonito) dovoljeno, da obdržijo svoje tržne deleže. Ta izključno sebična skrb za finančno akumulacijo zasenči dolgoročne posredne povratne učinke, ki povečajo sistemsko tveganje. V realnosti udeleženci na trgu nimajo potrpljenja za te posredne učinke, četudi jim ti dolgoročno lahko škodijo.

## **4.2 Trendi deregulacije**

Finančna deregulacija je odigrala pomembno vlogo pri pripravi pogojev za kasnejšo finančno krizo 2007-2008. V obdobju, ki je vodilo do krize, je deregulacija ustvarila okolje, v katerem se je povečal obseg hipotekarnega posojanja in špekulacij na finančnih trgih, ni bila pa edini vzrok za kasnejše težave. Postopek finančne deregulacije je treba razumeti v kontekstu širših strukturnih sprememb, ki so se zgodile v gospodarstvu v ZDA, kot tudi v Evropi in drugih gospodarstvih v zadnjih desetletjih. Finančna deregulacija ni bila le sprememba volje politikov, ampak je pomemben del širše strukturne preobrazbe gospodarstev.

### **4.2.1 Deregulacija v ZDA**

Po koncu velike depresije v 1930-ih letih je bila v ZDA uvedena vrsta finančnih regulativnih predpisov, katerih glavni cilji so bili zagotovitev stabilnosti finančnega sistema ter okrepitev gospodarske rasti in akumulacije kapitala. Stabilen finančni sektor naj bi s poceni posojili spodbujal investicije in posledično pospeševal proizvodnjo. Poleg



uvedbe teh predpisov, se je sodelovanje države pri aktivnem makroekonomskem upravljanju povečalo zlasti po drugi svetovni vojni, po konferenci v Bretton Woodsu pa so bili uvedeni še mednarodni trgovinski in finančni predpisi.

Obdobju po koncu druge svetovne vojne radi rečemo tudi zlata doba kapitalizma, saj je tisto obdobje beležilo visoke stopnje gospodarske rasti, visoko zaposlenost, uvedbo socialne države in višanje osebnih dohodkov. Vendar pa se je v 1970-ih pojavila resna kriza. Sistem fiksnega deviznega tečaja, ki je bil uveden na brettonwoodski konferenci, je propadel, ameriško gospodarstvo pa je vstopilo v obdobje stagnacije skupaj z visokimi stopnjami inflacije. Dobičkonosnost nefinančnega podjetniškega sektorja v ZDA je začela močno upadati. Nižji dobički in s tem povezani slabši gospodarski kazalniki, so ustvaril dinamiko, ki je privedla do odločitev za postopno rahljanje regulativnega okvira iz prejšnje dobe. V novi dobi naj bi gospodarska preobrazba sledila dvem načelom. In sicer, iskanju poti za povišanje dobičkonosnosti podjetniškega sektorja in vzponu finančnega sektorja s postopno deregulacijo in liberalizacijo sistema (Orhangazi, 2011, str. 8).

1970-a leta so bila priča nagnjenosti k liberalizaciji finančnega sistema in finančnim inovacijam, katerih namen je bil izogibanje finančnim regulativnim predpisom kot tudi spopadanje z neugodnimi makroekonomskimi razmerami. Konec režima fiksnega deviznega tečaja in nadzora kapitala je povzročil naknadno nestanovitnost menjalnih tečajev, ki je zagotovila pomembne spodbude za razvoj finančnih inovacij, kot so izvedeni finančni instrumenti. V prvem valu finančne deregulacije sta bila sprejeta dva zakona. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act iz leta 1980 in Depository Institution Act iz leta 1982. Odpravila sta zgornjo mejo obrestnih mer in omogočila zaračunavanje premije za tveganje posojilojemalcem z večjim kreditnim tveganjem v obliki višjih obrestnih mer in stroškov. V skladu z liberalizacijskimi načeli so bile odpravljene vstopne ovire za opravljanje finančnih storitev, ki so jih po novem lahko opravljale tudi hranilnice, in ne več samo poslovne banke. Tako se je v bančništvu povečala konkurenca (Swary & Topf, 1992, str. 466).

Tudi vsi naslednji sprejeti zakoni so bistveno povečali konkurenčnost v bančnem sistemu. Alternative Mortgage Transaction Parity Act iz leta 1982 je dovolil uporabo kreativnega financiranja ter trgovanje z novimi, bolj zapletenimi produkti, vključno z izdajanjem hipotekarnih posojil, ki imajo prilagodljivo obrestno mero. Leta 1987 je bil sprejet zakon Competitive Equality Banking Act, ki je omejil zaščito poslovnih bank, zaradi česar so se le-te znašle v konkurenci z investicijskimi bankami, finančnimi podjetji in ostalimi finančnimi institucijami (Swary & Topf, 1992, str. 467).

Tudi po koncu ameriške krize varčevanja in posojanja, se je nadaljeval proces deregulacije s sprejetjem zakona Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act leta 1989, ki je pomenil do tedaj najkorenitejšo spremembo zakonodaje na področju financ. Sprejetje tega zakona je uvedlo nov regulativni okvir za finančne institucije, saj je postavil višje kapitalske standarde glede hipotekarnih posojil v portfelju, in sicer tako za

tradicionalne hipotekarne posojilodajalce kot tudi za poslovne banke. Polega tega sta se poostriili regulacija in nadzor nad hipotekarnimi posojilodajalci s strani nadzornih agencij. Zato so banke postale prisiljene zmanjšati svojo izpostavljenost visoko tveganim poslom. Obenem pa je to pomenilo veliko spodbudo za bolj razširjeno uporabo instrumentov za prenos kreditnega tveganja, kot je listinjenje (Weicher, 2007, str. 3).

Leta 1994 je bil sprejet zakon Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act, ki je odpravil prejšnje omejitve, glede poslovanja in širitve poslovanja med zveznimi državami znotraj ZDA. Posledica tega je bilo, da je veliko manjših bank izginilo iz trga, ker so jih prevzele velike banke. Leta 1996 pa je ameriška centralna banka večkrat reinterpreterirala znameniti Glass-Steagall Act in dovolila bančnim holdingom, da lahko zaslužijo do 25 % svojih prihodkov z investicijskim bančništvom (Sherman, 2009, str. 2).

V letu 1999 je zakon Financial Services Modernization Act odstranil segmentacijo ameriškega finančnega sistema in dokončno odpravil zadnje omejitve glede povezovanja bančništva, zavarovanja in trgovanja z delnicami, ki so se ohranile še iz zakona Glass-Steagall iz leta 1933. Novi zakon naj bi poslovnim bankam omogočil investicijsko dejavnost, spodbudil tekmovalnost in izboljšal poslovanje s potrošniki. Posledica tega zakona je bila, da so se banke vedno manj ukvarjale samo s posojanjem in vedno več z dejavnostjo investicijskega bančništva, saj se z investicijskim bančništvom pogosto zasluži več kot samo s komercialnimi posojili. Pri tem so banke lahko začele trgovati z obveznicami in drugimi finančnimi instrumenti, za katere so morale tudi jamčiti. (Sherman, 2009, str. 8-9).

Pod pritiskom lobijev velikih investicijskih bank je leta 2000 nova republikanska administracija s sprejetjem zakona Commodity Futures Modernization Act of 2000, uveljavila vrsto deregulacijskih predpisov in zakonov, s katerimi je nekatere finančne instrumente, kot so CDS-ji, izvzela iz sklopa pravil, ki veljajo za vrednostne papirje. Deregulacija je omogočila, da so investicijske družbe ustanovljale navidezna podjetja oziroma SIV (angl. *structural investment vehicle*) v davčnih oazah izven nadzora ameriške zakonodaje in nanje prenesla vedno bolj inventivne finančne instrumente, ki so bili tako zapleteni, da jim ni bilo mogoče določiti niti vrednosti niti tveganja. S tem so lahko svojo bilanco razbremenile tveganih posojilnih operacij in si pripisale (navidezno) poslovno uspešnost na podlagi terjatev do teh SIV-jev. Trgovanje s takšnimi izvedenimi finančnimi instrumenti CDO je prevzelo vodilno vlogo v svetovnem finančnem sistemu. Spomladi leta 2004 je močna skupina investicijskih bank v pogovorih s SEC (Security Exchange Commission) slavila pomembno zmago, saj so dosegli, da so bile investicijske banke, zavarovalnice in nekatere druge finančne ustanove izvzete iz zahtev po solventnosti. To je omogočilo investicijskim bankam, da prevzemajo tveganja, ki so povsem nesorazmerna z vrednostjo njihovega kapitala (Štiblar, 2008, str. 104-105).

Iz časovnega poteka sprejetja mnogih zakonov lahko vidimo, kako je bil postopoma odpravljen močnejši regulatorni nadzor, ki je bil uveljavljen v 1930-ih letih kot logični

odgovor na takratno krizo in depresijo. V obdobju zlate dobe kapitalizma od konca druge svetovne vojne do ranih 1970-ih ni bilo ne politične volje, ne gospodarskih razlogov za rahljanje zakonodaje. V 1970-ih pa je bilo ameriško gospodarstvo zaradi naftne krize in visoke inflacije že v malem krču, poleg tega so se države, ki so bile v drugi svetovni vojni porušene do tal, postavile na noge, in začele konkurirati ZDA v izvozu (Japonska, Zahodna Nemčija). Prav tako se je že oblikovala predhodnica današnje EU, ki je obetala veliko konkurenco ZDA. Zato ni presenetljivo, da so se pojavile tendence po deregulaciji finančnega sistema, ne le iz finančnega sektorja, temveč tudi iz gospodarstva, saj so menili, da jih obstoječi regulativni okvir ovira pri rasti in prodiranju na tuje trge. Po dvigu cen naftnih derivatov v 1970-ih so države proizvajalke nafte reciklirale svoje velike količine »naftnih« dolarjev preko bank v Evropi in New Yorku. Banke so začele iskati donosne naložbene priložnosti, saj so naenkrat imele velike količine sredstev. Ker stopnje donosa v ZDA in v Evropi niso bile visoke v počasnih letih rasti, so se banke začele prizadevati za odprtje mednarodnih naložbenih priložnosti. Povečana moč teh »obogatelih« bank je z močnim lobiranjem pomembno prispevala k stopnjevanju pritiskov za finančno liberalizacijo in deregulacijo. V 1990-ih je delež sredstev, ki so jih držali institucionalni investitorji začel naglo rasti, saj so investicijski skladi začeli privlačiti prihranke, ki so bili do takrat le v obliki bančnih depozitov. Pokojninski skladi so prav tako močno povečali dotok denarja na trg vrednostnih papirjev, kjer so kupovali delnice ter podjetniške in državne obveznice. Institucionalni investitorji so tako imeli veliko koristi od deregulacije, tehnološki napredek pa jim je omogočil, da so na račun znižanja svojih stroškov še bolj zrastle (Orhangazi, 2014, str. 8-9).

#### **4.2.2 Deregulacija v EU**

Polega procesa deregulacije v ZDA, se je podoben proces dogajal tudi v Evropi, natančneje v EU, kjer je bil z integracijo nacionalnih trgov v en sam enotni trg, brez mej in ovir, ter še s kasnejšo uvedbo enotne valute, evra, cilj povečati konkurenčnost in učinkovitost bančnega posredništva. V zadnjih 30-ih letih se je v Evropi odvijal proces, ki je vključeval hkrati deregulacijo in liberallizacijo na finančnem področju, poleg tega pa tudi privatizacijo, saj je večina evropskih držav po uničenju druge svetovne vojne z namenom obnove nacionalizirala svoja gospodarstva. Takoj po drugi svetovni vojni je imela Evropa dobro urejeno finančno sfero, raven finančne regulacije in privatizacije se je razlikovala po različnih državah, ki so imele relativno zaprte finančne sektorje. Države so spodbujale finančno stabilnost in se osredotočale na ponudbo nizkih obrestnih mer, vseeno pa je bilo že takrat očitno, da so med temi državami zahodnoevropske bolj tržno usmerjene in naklonjene kapitalu (Eichacker, 2014, str. 16).

Pot do finančne integracije v Evropi se je začela v začetku leta 1957 s podpisom Rimske pogodbe, ki je določala osnove za vzpostavitev enotnega evropskega trga za finančne storitve. Vendar pa je bil kljub nekaj pobudam v tej smeri napredek počasen. Šele v poznih 1980-ih in 1990-ih je, spodbujena z Enotnim evropskim aktom iz leta 1987, večina

evropskih držav posvojila strategijo finančne liberalizacije. V tem času je večina držav odpravila kapitalske kontrole, deregulirala obrestne mere in sprejela evropske direktive, ki se štejejo za ključne korake v smeri vzpostavitve enotnega trga za bančne in finančne storitve. Te so imele namen uskladiti pravila, nadzor in regulacijo finančnih institucij, kot tudi uvesti načelo nadzora matične države in tako imenovani Evropski potni list, ki usklajuje določbe za čezmejne storitve.

Zagon finančne deregulacije se je nadaljeval s sprejetjem petletnega programa finančnega usklajevanja, akcijskim načrtom finančnih storitev (FSAP) iz leta 1999. Namen le-tega je bil uskladitev pravil med državami članicami EU za celo vrsto finančnih storitev, vključno z vrednostnimi papirji, bančništvom, zavarovalništvom, hipotekami, pokojninami in drugimi oblikami finančnih transakcij prek izvajanja 42 ukrepov na teh različnih področjih. Njegovi natančnejši cilji so bili razvoj enotnega trga za finančne storitve, ustvarjanje odprtih in varnih trgov, določitev jasnih in učinkovitih pravil varnega in skrbnega poslovanja ter nadzor finančnih storitev in vzpostavitev pogojev za optimalni enotni finančni trg (Pérez-Caldentey & Vernengo, 2012, str. 10-11).

Proces nadaljnjega usklajevanja in liberalizacije v EU je potekal vzporedno s procesom vzpostavitve in uvedbe enotne valute (tudi v fizičnem smislu, saj je bil pred tem evro tri leta le računovodska valuta), ki je začela veljati 1. januarja 2002. Vzpostavitev enotne valute in monetarne unije pa je bilo pogojeno s predhodnim izpolnjevanjem konvergenčnih meril, določenih v Maastrichtski pogodbi, ki zadevajo področja inflacije, proračunskih ravnovesij, menjalnega tečaja in konvergence obrestnih mer. Pričakovani rezultat procesa usklajevanja finančne zakonodaje in predpisov EU ter procesa uvedbe enotne valute, je bilo močno povečanje čezmejnih finančnih tokov (Pérez-Caldentey & Vernengo, 2012, str. 13).

## **5. FINANČNA LIBERALIZACIJA IN INTEGRACIJA**

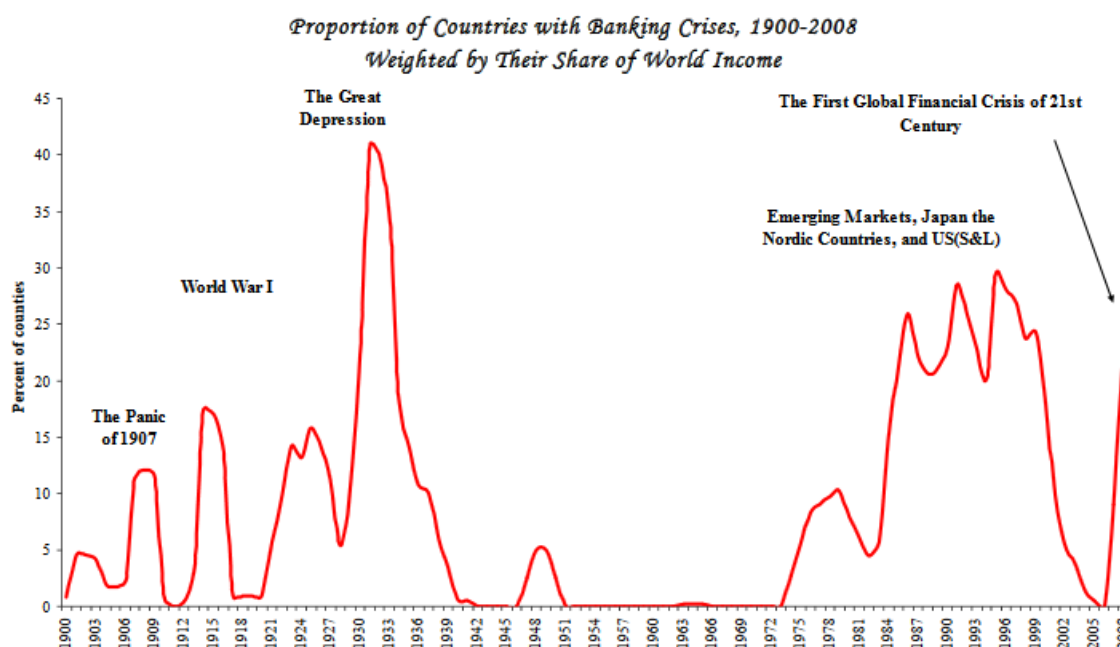
### **5.1 Trendi finančne liberalizacije**

Liberalizacija kapitalskih tokov je dobila svoj zagon že v zgodnjih 1970-ih letih in kot kažejo različne študije, je njena zvesta spremljevalka bančna kriza. Po dolgem premoru (po koncu druge svetovne vojne) se je delež držav, ki imajo bančne težave začel širiti v 1970-ih. Razpad brettonwoodskega sistema fiksnih menjalnih tečajev je v kombinaciji z dramatičnim dvigom cene nafte, povzročil dolgotrajno svetovno recesijo, ki je povzročila težave v finančnem sektorju v številnih razvitih gospodarstvih. V začetku 1980-ih je kolaps svetovnih cen surovin v kombinaciji z visokimi in spremenljivimi obrestnimi merami v ZDA prispeval k celi vrsti bančnih in državnih dolžniških kriz v razvijajočih se gospodarstvih, najpogosteje v Latinski Ameriki in nato Afriki. V nadaljevanju si lahko z navezovanjem na študijo, ki sta jo napravila Reinhart & Rogoff (2008b), pogledamo

povezavo med povečanjem mednarodnega pretoka kapitala in pojavnostjo bančnih kriz za mnogo daljše obdobje, ne samo za zadnji val liberalizacije.

Slika 1 prikazuje pojavnost bančnih kriz, natančneje, prikazuje odstotek vseh neodvisnih držav med leti 1900 in 2008, ki so imele bančno krizo v danem letu. Kot je pričakovano, lahko vidimo, da je velika depresija iz 1930-ih let obdobje, ko je bilo največ držav hkrati prizadetih z bančno krizo v tem 109 letnem preučevanem obdobju. Pred tem je bilo nekaj manj razširjenih svetovnih finančnih kriz, od panike leta 1907, ki se je pojavila v New Yorku, do kriz, ki so spremljale izbruh prve svetovne vojne in težavna leta po koncu prve svetovne vojne. Iz slike je tudi zelo lepo vidno dolgo obdobje od poznih 1940-ih do ranih 1970-ih, ko je na finančnih trgih vladalo pravo zatišje. To zatišje je mogoče delno razložiti s cvetočo rastjo na svetovni ravni, vendar so morda bolj verjetno na to vplivali strogi kapitalski nadzorni mehanizmi, ki so prišli v uporabo po koncu druge svetovne vojne.

*Slika 1: Pojavnost bančnih kriz med leti 1900 in 2008*



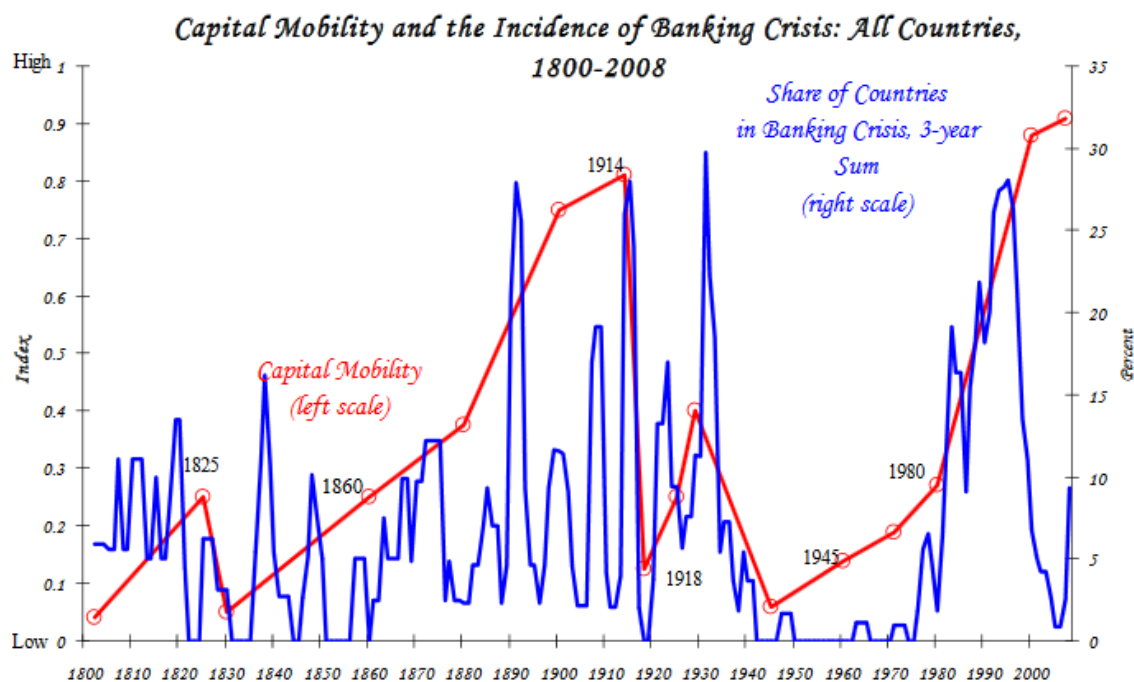
Vir: C.M. Reinhart & K.S. Rogoff, *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, 2008, str. 7.

ZDA so imele svojo hranilno-kreditno krizo v začetku leta 1984. V poznih 1980-ih in zgodnjih 1990-ih so skandinavske države doživele nekaj najhujših bančnih kriz kar jih razvita gospodarstva poznajo po koncu 2. svetovne vojne, ki so sledile valu prilivov kapitala in povišanju cen nepremičnin. Leta 1992 je na Japonskem počil mehurček cen premoženja in povzročil desetletno bančno krizo. Približno v istem času, po razpadu sovjetskega bloka, se je več prej komunističnih držav v vzhodni Evropi kmalu pridružilo tistim, ki so se soočali s težavami bančnega sektorja.

S približevanjem druge polovice 1990-ih so se nastajajoči trgi hitro začeli soočati z novim krogom bančnih kriz. Težavam v Mehiki in Argentini (1994-1995) je sledila znamenita

azijska kriza v letih 1997-1998, nato pa med drugimi tudi težave v Rusiji in Kolumbiji. Ponovno Argentina leta 2001 in Urugvaj leta 2002 pa sta zaključili vzpon cikla bančnih kriz (Reinhart & Rogoff, 2008b, str. 8). Kratko mirno obdobje je doživelo nenaden zastoj v poletnih mesecih leta 2007, ko se je začela hipotekarna kriza v ZDA in se kmalu prelevila v globalno finančno krizo.

Slika 2: Mobilnost kapitala in pojavnost bančnih kriz



Vir: C.M. Reinhart & K.S. Rogoff, *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, 2008, str. 24.

Kot kaže slika 2, obstaja močna korelacija med svobodnejšim pretokom kapitala in pogostostjo bančnih kriz. Obdobja visoke mednarodne mobilnosti kapitala so večkrat povzročile mednarodne bančne krize, ne le v zadnjem obdobju liberalizacije finančnega sektorja, ampak tudi zgodovinsko gledano. Mednarodna mobilnost kapitala še nikoli v zgodovini ni bila tako visoka, kot v zadnjih letih pred izbruhom finančne krize. Edino primerljivo obdobje je od začetka prejšnjega stoletja do prve svetovne vojne. Vidimo pa lahko, da se je ravno v tem obdobju izjemno veliko držav znašlo v bančnih krizah. Po koncu prve svetovne vojne se je s propadom mnogih evropskih imperijev pojavilo veliko manjših držav, ki so stoletja čakale na osamosvojitve izpod jarma imperijev in niso bile naklonjene kakršnim koli ponovnim povezavam z nekdanjimi gospodarji, zato se je potem pričakovano mobilnost kapitala močno zmanjšala.

Kaminsky & Reinhart (1999, str. 476) sta v svoji študiji preučila povezavo med finančnimi krizami in finančno liberalizacijo za obdobje po letu 1970. Ugotovila sta, da je bil finančni sektor v 18 izmed 26 bančnih kriz, kolikor sta jih preučila, liberaliziran v preteklih petih letih, običajno pa je preteklo še manj let do pojava krize. V 80-ih in 90-ih letih prejšnjega

stoletja je bila večina liberalizacijskih procesov povezana s finančnimi krizami različnih magnitud. Samo v peščici držav (še najbolj v Kanadi) je liberalizacija finančnega sektorja potekala gladko. Prišla sta do zaključka, da je verjetnost nastopa bančne krize, pogojene s predhodno liberalizacijo, večja od nastopa bančne krize, ki ni pogojena s predhodno liberalizacijo.

## **5.2 Obseg finančnega poglobljanja v EU**

V nadaljevanju si bomo poglobljeje pogledali proces liberalizacije v EU, kjer so se finančni tokovi zelo povečali v desetletju pred izbruhom krize. Zaradi specifičnosti evropske celine, ki je bila še do nedavnega razdeljena na zahodni in vzhodni blok, po drugi strani pa obstajajo velike razlike med južnimi in severnimi državami, se bomo osredotočili na dve skupini držav. Na eni strani so države jedra EU oziroma srednjeevropske države, ki so tudi praktično ustanoviteljice Evropske skupnosti, na drugi strani pa države periferije oziroma južnoevropske države (vključujejo tudi Irsko), ki so se EU pridružile kasneje, in so bile pred pridružitvijo v EU bistveno manj razvite od prve skupine držav. Lahke omenimo še, da so srednjeevropske države stopile na pot deregulacije in liberalizacije svojih finančnih trgov mnogo prej kot periferne države EU, zato so imele temu primerno tudi bolj razvite finančne sisteme (Eichacker, 2014, str. 31).

Z integracijo evropskih trgov in odstranitvijo kapitalskih omejitev je logično prišlo do povečanega obsega posojanja in izposojanja, tako med bankami iz različnih držav, kot tudi med bankami in tujimi drugimi finančnimi institucijami ter med bankami in tujimi državami. Na račun takšnih poslovnih povezav, so finančni sistemi v mnogih evropskih državah začeli skokovito naraščati. Trend je bil prodiranje kapitala iz razvitejšega centra EU v države periferije, najbolj občutno povečanje svojih finančnih sistemov so doživljale tiste države, v katerih so se ustvarjali nepremičninski baloni. Naraščanje finančnih sistemov je mogoče ugotoviti z rastjo bilanc evropskih držav, kar prikazuje tabela 1, v kateri je prikazan zunanji položaj bank držav članic EU; države jedra EU (Core Countries), države periferije EU (Noncore countries) in države EU brez evra (Non-Euro); sredstva in obveznosti vseh sektorjev v odstotku BDP-ja. Iz tabele 1 lahko opazimo, da so se tako sredstva kot obveznosti začele hitro večati že v procesu priprave na skupno valuto, še najbolj pa po njeni uvedbi.

Vidimo lahko, da so se državam jedra EU sredstva povečala za več kot so se jim povečale obveznosti, medtem, ko se je državam periferije EU ravno obratno, obveznosti so se jim povečale za več kot so se jim povečala sredstva, kar pomeni, da so finančni sistemi v teh državah postali mnogo bolj zadolženi. Države periferije EU spadajo v tako imenovano skupino GIIPS (Grčija, Irska, Italija, Portugalska in Španija), ki so bile najbolj prizadete v finančni krizi.

*Tabela 1: Rast bilanc v EU, merjenih z zunanjim položajem bank (sredstva in obveznosti) kot odstotek v BDP-ju od 1990 do 2011 (povprečja)*

<b>Sredstva</b>			
<b>Obdobje</b>	<b>Države jedra EU</b>	<b>Države periferije EU</b>	<b>Države brez evra</b>
1990-1995	47,40	22,52	58,97
1996-2001	61,96	55,74	76,40
2002-2010	118,31	96,15	131,37
<b>Obveznosti</b>			
<b>Obdobje</b>	<b>Države jedra EU</b>	<b>Države periferije EU</b>	<b>Države brez evra</b>
1990-1995	41,79	19,89	63,26
1996-2001	63,40	60,31	84,35
2002-2010	102,44	107,22	148,44

*Vir: E. Pérez-Caldentey & M. Vernengo, The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis, 2012, str. 15.*

**Opomba:** Države jedra EU sestavljajo: Avstrija, Belgija, Francija, Nemčija in Nizozemska; države periferije EU sestavljajo: Grčija, Irska, Italija, Portugalska in Španija

Do podobnega dogajanja je prišlo tudi z evolucijo rasti kapitalskih trgov, kar prikazuje tabela 2.

*Tabela 2: Velikost kapitalskih trgov kot odstotek BDP-ja v letih 1990-2009 v državah jedra EU, periferije EU in evroobmočju (povprečja)*

<b>Obdobje</b>	<b>Države jedra EU</b>	<b>Države periferije EU</b>	<b>Evroobmočje</b>
1990-1994	1,61	0,79	n/p
1995-1999	2,04	1,14	1,76
2000-2004	2,51	1,96	2,27
2005-2009	2,82	3,22	2,63

*Vir: E. Pérez-Caldentey & M. Vernengo, The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis, 2012, str. 15.*

**Opomba:** Države jedra EU sestavljajo: Avstrija, Belgija, Francija, Nemčija in Nizozemska; države periferije EU sestavljajo: Grčija, Irska, Italija, Portugalska in Španija

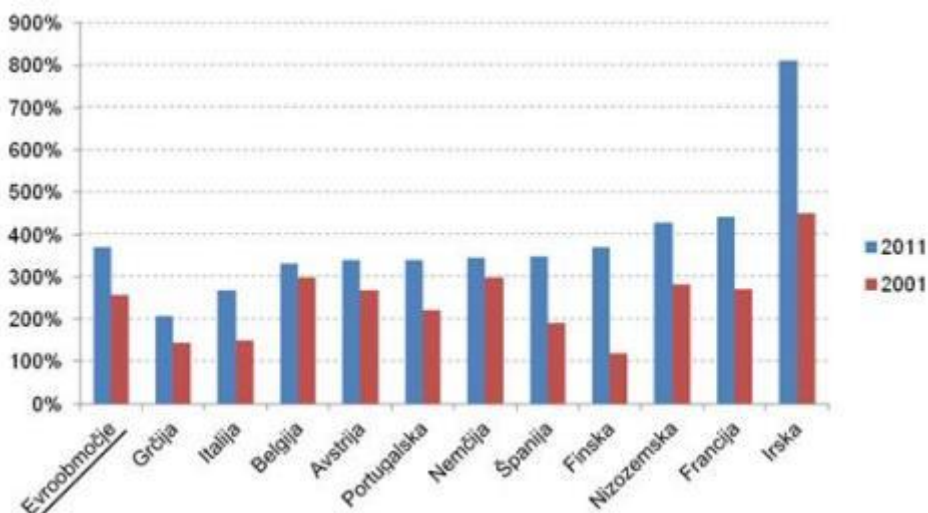
Velikost kapitala, merjenega kot delež BDP-ja, se je v predevrskem obdobju v državah jedra EU povečala za več kot tretjino in več kot podvojila v državah periferije EU, še najbolj pa po uvedbi evra, kar prav tako kaže na trend prodiranja kapitala v finančne sisteme perifernih držav.

Obseg finančnega poglobljanja v evroobmočju si lahko ogledamo tudi na sliki 3, ki prikazuje samo delež bančnih sredstev posameznih držav glede na BDP. Kot lahko vidimo, so sredstva evropskega bančnega sistema še v začetku prejšnjega desetletja predstavljala približno 2,5-kratnik BDP-ja evroobmočja. V desetih letih, torej v obdobju po uvedbi



enotne valute, pa so ta sredstva znašala že 3,7-kratnik gospodarstva evroobmočja. Za primerjavo velikosti evrskega bančnega sistema lahko vzamemo ameriški bančni sistem, ki je bil leta 2011 približno 2-krat večji od njihovega gospodarstva (Bombač, 2011).

Slika 3: Delež bančnih sredstev glede na BDP



Vir: NLB Skladi, Reševanje evropskih bank, 2012.

Zanimivo je videti veliko razliko med velikostjo bančnih sistemov Grčije in Irske, ki kaže na različne vzroke za težave v katerih sta se znašli. Grčija je vseskozi imela enega najmanjših bančnih sistemov v evroobmočju, vzrok za njene težave ni v bančnem sistemu (pravzaprav je ta žrtev posojanja grškim vladam), ampak v velikem trošenju in zadolževanju grške države. Po drugi strani pa je imela Irska tudi zaradi ugodne davčne zakonodaje enega največjih bančnih sistemov v evroobmočju. Do leta 2011 se je razrastel do 8-kratnika svojega BDP-ja. Vzrok za njene težave je pok nepremičninskega mehurčka, ki ga je poganjal prevelik obseg sredstev v bančnem sistemu, irska država pa je potem postala žrtev reševanja irskih bank. Vidimo lahko tudi, da so imele države jedra EU v povprečju večje bančne sisteme od perifernih držav, glede na svoje BDP-je, kar pomeni, da so njihovi bančni sistemi bolj razviti in poglobljeni, ter sovpada z dejstvom, da so njihove banke povečini financirale potrebe finančnih sistemov perifernih držav.

Na splošno velja, da države z bolj ugodnimi davčnimi zakonodajami tudi bolj privabijo tok kapitala k sebi. Tako ni presenetljivo, da imajo davčne oaze izjemno velike bančne sisteme glede na svoje BDP-je. V evroobmočju je poglavje zase Luksemburg, kjer ima svojo prisotnost kar 141 bank iz 26 različnih držav, s kar 22-krat večjim bančnim sistemom od svojega gospodarstva. Bančni sistemi v drugih davčnih oazah v evroobmočju so bili malo manj veliki, v Cipru je bil 7-krat večji od gospodarstva, v Malti 8-krat, v Islandiji pa 14-krat večji (Riegert, 2013).

Pérez-Caldentey & Vernengo (2012, str. 15) tako ugotavljata, da iz empiričnih dokazov lahko sklepamo, da imata na eni strani proces finančne liberalizacije in deregulacije in na

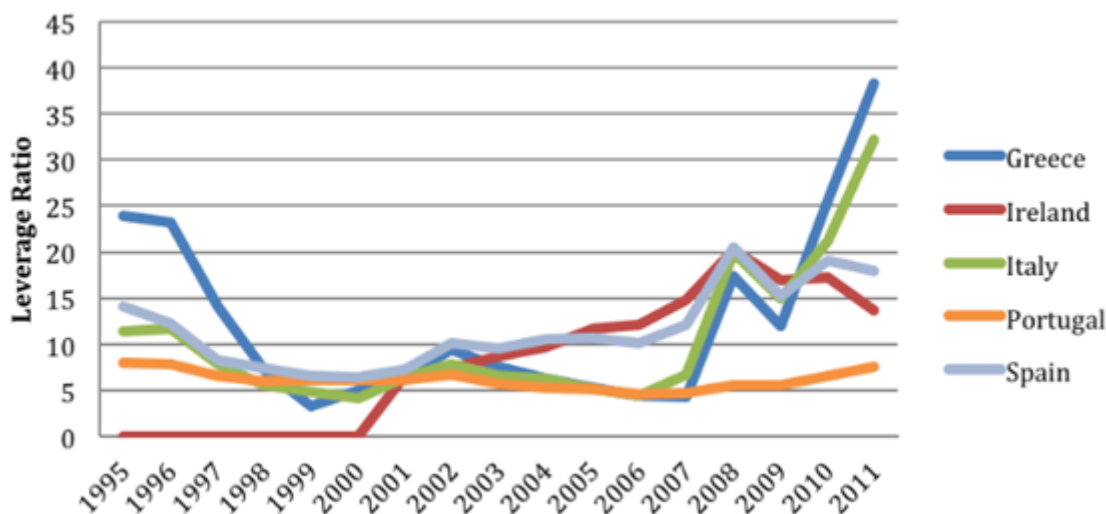
drugi strani uvedba evra kot skupne valute, velike zasluge za povečan čezmejni kapitalski tok v EU, vendar ima uvedba evra večji vpliv in dodajata, da se je po uvedbi evra število finančnih transakcij povečalo za več kot 40 %. Poleg tega se je z uvedbo evra dolgoročno obrestna mera za države jedra in države periferije praktično izenačila in ostala izenačena vse do izbruha krize. Nizka obrestna mera pa je za države, ki so bile do takrat vajene višje obrestne mere, delovala kot nekakšen magnet, ki jih je privlačil v zadolževanje.

### 5.3 Finančni vzvod v EU

Uvedba evra je imela zelo močan vpliv tudi na uporabo finančnega vzvoda v finančnih sektorjih evropskih držav. Kot prikazujeta sliki 4 in 5, se je finančni vzvod v finančnih sektorjih večine evropskih držav v letih pred uvedbo evra zmanjševal. Lahko vidimo, da se je od vseh držav, uporaba finančnega vzvoda še najbolj naglo zmanjševala v Grčiji, v Irski pa pravzaprav do uvedbe skupne valute skoraj niti niso poznali. Trend padanja uporabe finančnega vzvoda v obdobju priprav na vstop v Evropsko monetarno unijo lahko deloma razložimo z discipliniranim obnašanjem vseh držav kandidatk in njihovim izpolnjevanjem oziroma približevanjem zahtevam konvergenčnih (maastrichtskih) kriterijev.

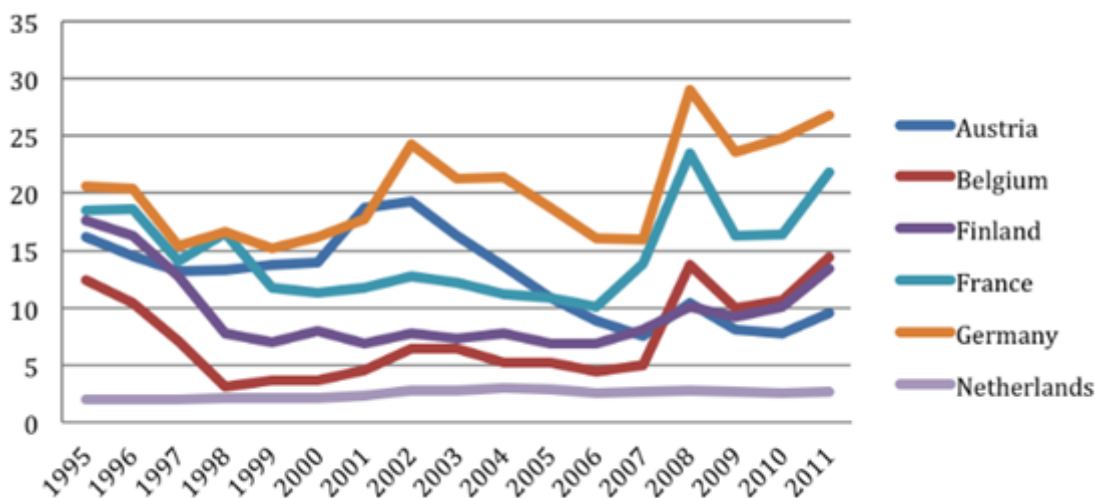
Na splošno je bil finančni vzvod mnogo nižji v finančnih sektorjih perifernih državah, saj so le-ti bili manj razviti od finančnih sektorjev v centralnih državah, ki so na pot liberalizacije in deregulacije svojih finančnih sistemov stopile že kakšno desetletje pred njimi, poleg tega pa so bile centralne države tudi tradicionalno bolj kapitalsko usmerjene.

Slika 4: Finančni vzvod pred in po uvedbi evra za države periferije EU



Vir: N.Q. Eichacker, *The Financial Underpinnings of the EU Crisis: Financial Deregulation, Privatization, and Asymmetric State Power*, 2014, str. 36.

Slika 5: Finančni vzvod pred in po uvedbi evra za države jedra EU



Vir: N.Q. Eichacker, *The Financial Underpinnings of the EU Crisis: Financial Deregulation, Privatization, and Asymmetric State Power*, 2014, str. 36.

Z uvedbo evra je potem finančni vzvod v finančnih sektorjih večine držav poskočil, vendar se je kmalu umiril in začel padati, razen v Irski in Španiji, kjer je naraščajoči finančni vzvod pomembno pripomogel k napihovanju njihovih lokalnih nepremičninskih mehurčkov. Trendu upadanja uporabe finančnega vzvoda v finančnih sektorjih preučevanih držav je prišlo konec leta 2008, ko se je dramatično povečal v vseh državah EU. To dramatično povečanje vzvoda bi lahko z drugimi besedami opisali kot »gasilske« oziroma protikrizne ukrepe evropskih vlad, ki so reševale svoje bančne sisteme. Nato se je za kratko obdobje še enkrat znižal, po letu 2009 pa je ponovno začel postopoma rasti, v Grčiji in Italiji, ki sta tudi dve najbolj zadolženi državi v celotni EU, pa je sledila prava eksplozija finančnega vzvoda.

Zanimivo je videti, da je imel finančni sektor Nemčije, ki je v tej krizi nedvomno prišla ven kot velika zmagovalka, saj še nikoli v zgodovini ni bila tako močna, vseskozi relativno visok finančni vzvod. Nemške banke so lahko s pridom izkoriščale stabilen položaj svoje države, ki jim je zagotavljal zelo nizko obrestno mero, po kateri so se lahko zadolžile in potem po bistveno višji obrestni meri naprej posojale drugim bankam iz periferije EU.

Takšen razvoj dogodkov je mogoče predvideti s prihodom finančne liberalizacije v gospodarstva, ki so bila prej dokaj izolirana od finančnih vzponov in padcev. Poleg splošnega zvišanja finančnih sredstev in povečanega finančnega vzvoda, s katerim se poganja gospodarsko rast, prihaja tudi do večjega čezmejnega posojanja, tako med bankami samimi, kot tudi med državami in bankami ter drugimi finančnimi posredniki. Kar pa na dolgi rok zvišuje tveganje in ranljivost širšega finančnega sistema. Takšen obseg povečanja bruto finančnih tokov po vsej Evropi in ekstenzivno čezmejno posojanje pa bi

morala sprožiti zaskrbljenost glede vzdržnosti in nevarnosti nastopa krize, tako v regionalnem kot tudi v globalnem kontekstu (Eichacker, 2014, str. 36).

#### **5.4 Poglobitev neravnovesij v EU**

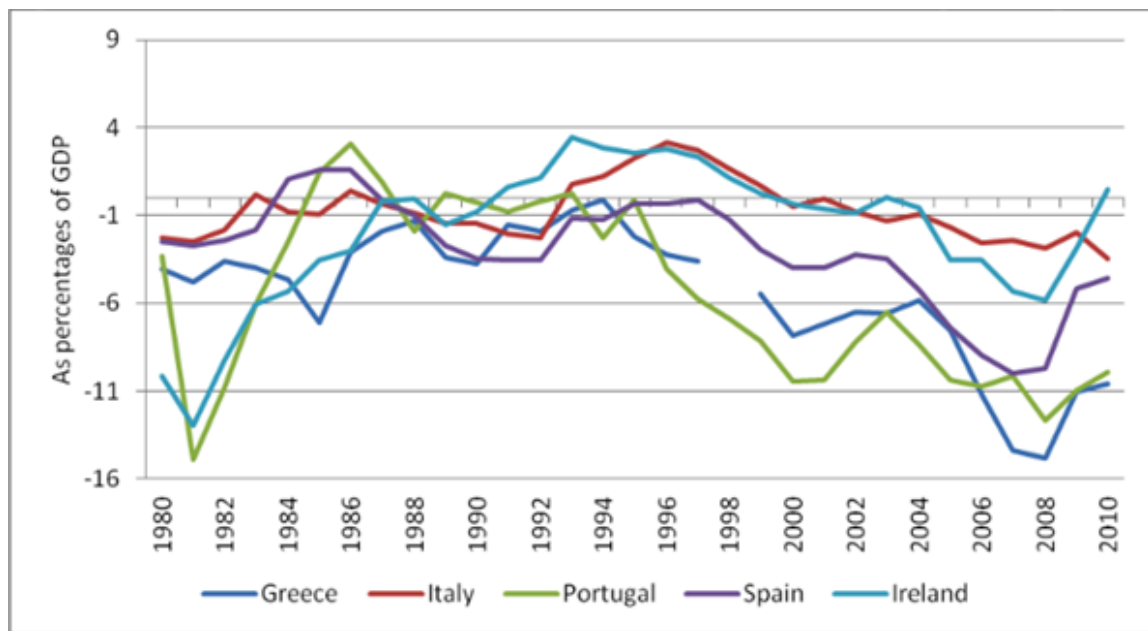
Prost pretok finančnih tokov po vsej Evropi in drugod, nizki stroški izposojanja, enostaven dostop do likvidnosti z uporabo finančnega vzvoda in odprava tečajnega tveganja, so zagotavljali lažen občutek blaginje v okolju z nizkim tveganjem. Omejitve, ki jih je državam v imenu fiskalne vzdržnosti naložila maastrichtska pogodba, so povečale pomen zasebne porabe in izvoza za agregatno povpraševanje ter jih naredile motorja za pogon gospodarske rasti. Države jedra EU so lahko umirjale rast plač in držale rasti stroškov na enoto proizvoda pod rastmi stroškov na enoto proizvoda držav periferije EU. Vse od začetka prejšnjega desetletja oziroma od uvedbe evra, so stroški dela in višina plač rastli hitreje v periferiji kot v jedru EU, do začetka krize so se stroški dela v jedru EU povišali za 4 %, v periferiji EU pa kar za 24%, čeprav so bili realno še vedno nižji (Pérez-Caldentey & Vernengo, 2012, str. 19). Takšno povišanje stroškov dela in plač v realnosti pomeni znižanje zunanje konkurenčnosti držav periferije EU.

Pod fiksnim tečajem in v okoliščinah, v katerih je večji del trgovine znotraj območja, to pomeni realno devalvacijo za države jedra EU, in predstavlja osnovo za izvajanje izvozne naravnane politike rasti, kar pa je v tem primeru pomenilo politiko iskanja koristi na škodo drugih. Države periferije EU niso imele sredstev, da bi preprečile takšno politiko srednjeevropskih držav, saj evro, kot enotna valuta, izključuje nominalno deprecijacijo, ki bi izničila učinek povišanja plač periferije glede na jedro EU.

Južnoevropske države so se soočale z višjimi relativnimi stroški dela in poslabšanimi pogoji menjave, ki so oslabili njihovo zunanjo konkurenčnost, zato jim je ostala edino še možnost rasti skozi povečano domače povpraševanje. Večje domače povpraševanje in višji stroški dela na periferiji so negativno vplivali na zunanji položaj njenih sestavnih držav. Kot je prikazano na sliki 6, se je saldo tekočega računa perifernih držav poslabšal med integracijskim procesom, še bolj pa po uvedbi evra. Z drugimi besedami, zdi se dokaj razumno verjeti, da so stroški dela na enoto proizvoda vplivali na zunanjo uspešnost evropskih gospodarstev, in da je uvedba skupne valute ključno vplivala na takšen izid (Pérez-Caldentey & Vernengo, 2012, str. 20-21).

Krepitev domačega povpraševanja je omogočal padec obrestnih mer v perifernih državah, v še večji meri pa je to omogočal proces finančne integracije in liberalizacije, ki je omogočal lažji pretok financ iz jedra EU v periferne države, kjer so bile relativne stopnje donosa višje. Lahek dostop do finančnih sredstev pa je omogočal financiranje naraščajočih primanjkljajev tekočega računa in tudi naraščanje zasebnega dolga.

Slika 6: Saldi tekočih računov kot odstotek BDP-ja za države periferije EU



Vir: E. Pérez-Caldentey & M. Vernengo, *The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis*, 2012, str. 22.

Za povečano domačo porabo je v bistvu najprej potrebno povečanje kupne moči. En način za doseg tega je preko razvoja in višje produktivnosti, drugi način pa je z najmanjšim posojil, vendar ta drugi način ni vzdržen na dolgi rok. In ker se v perifernih državah produktivnosti ni popravila, se je privatni sektor, predvsem gospodinjstva, tudi zaradi nizkih obrestnih mer, zadolževal in posledično večal svoj skupni dolg. Poleg tega so se stopnje rasti hipotekarnih posojil v obrobni državah bistveno povečale, kar je vodilo tudi do nekaterih manjših lokalnih nepremičninskih balončkov (Pérez-Caldentey & Vernengo, 2012, str. 23).

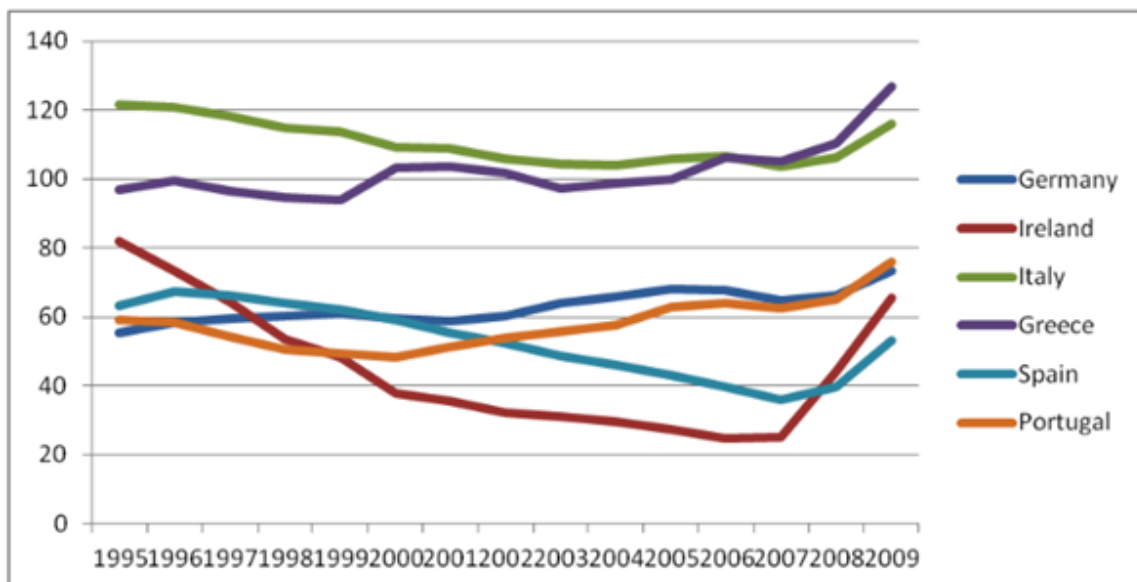
Kopičenje zasebnega dolga, podprtega s finančno liberalizacijo, ki je omogočila pretok financ iz centra v obrobje EU, je po drugi strani poleg podpiranja domačega povpraševanja, prispevalo tudi k povečanju uvoza v te države. Tako lahko v retrospektivi vidimo, kako je kreditni razcvet v periferiji EU v bistvu omogočal oziroma olajšal srednjeevropskim državam, da sledijo strategiji izvozno usmerjene rasti. Nekateri avtorji, na primer Cesaratto & Stirati (2011), celo zagovarjajo tezo, da je nemški merkantilizem v obliki stagnirajočih plač in izvozno naravnane gospodarstva v samem centru krize v EU. Neravnovesja med obrobni in centralnimi državami, ki so rastle na račun vse večjih neravnotežij in kopičenj dolgov obrobni držav, je naredilo EU ranljivo, kar se je kasneje pokazalo z izbruhom finančne krize.

V času krize so države prisiljene povečati svoje izdatke za omilitev negativnih posledic, hkrati izpad prihodkov zaradi zmanjšane proizvodnje pa pomeni, da so proračunski primanjkljaji praktično neizogibni, obenem pa sami pogosto postanejo vzrok za poglobitev

krize. Kot neposredna posledica dolgoročnih proračunskih primanjkljajev ali pa zelo visokih kratkoročnih, se pojavi naraščanje javnega dolga držav. Kot kaže slika 7, je bil javni dolg relativno konstanten ali pa je celo padel do nastopa krize, tako za centralne države kot za obrobje EU. Šele po izbruhu krize so se ravni javnih dolgov dramatično začele višati, s tem da sta Italija in Grčija že pred začetkom krize imeli javni dolg višji od 100 % BDP-ja.

Španija je bila vzorna učenka kar se tiče javnega dolga, ampak jo je pok lastnega nepremičninskega mehurčka zelo prizadel, posledična eksplozija brezposelnosti zaradi upada proizvodnje pa je po eni strani povečala izdatke za omilitev krize, po drugi strani pa pomenila tudi velik upad prihodkov v proračun. Še samo nekaj let pred nastopom krize je imela tudi proračunski presežek in relativno nizek javni dolg (malo nad 30 % BDP-ja), vendar, kot rečeno, je zaradi upada prihodkov v proračun, prišla v proračunski deficit, posledično pa se je začel višati tudi javni dolg.

Slika 7: Javni dolg kot odstotek v BDP-ju v letih 1995-2009



Vir: E. Pérez-Caldentey & M. Vernengo, *The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis*, 2012, str. 25.

V obdobju med leti 2009 in 2012 so periferne države s strogimi varčevalnimi ukrepi le uspele malo popraviti svoja zunanja neravnovesja. V povprečju se je tem državam uspelo izvleči iz negativnih rdečih števil in preiti iz primanjkljajev v presežke tekočih računov, ki so jih dosegle z bolj uravnoteženo trgovinsko izmenjavo. V tem obdobju sta namreč njihovo domače povpraševanje in uvoz padala hitreje od padanja njihovih BDP-jev (Cesaroni & De Santis, 2015, str. 6).

## 6 POSLEDICE KRIZE

Okrevanje gospodarstva EU je potekalo bistveno drugače od okrevanja ameriškega gospodarstva. Zaradi specifičnosti evropske celine in številčnosti držav znotraj EU, je bilo okrevanje bistveno oteženo in dolgotrajnejše. V začetni fazi, med leti 2008 in 2009, so bile prizadete praktično vse države EU, vendar so se države jedra EU in severnoevropske države mnogo hitreje in učinkovitejše spopadle s posledicami krize, tako, da danes že beležijo visoko gospodarsko rast, kot na primer Nemčija. Po drugi strani pa so države periferije v mnogo bolj nezavidljivem položaju, saj se še niso v celoti rešile iz objema krize. Z mednarodno finančno pomočjo so se rešile najhujšega, vendar jih čakajo še leta bolečih strukturnih reform in odrekanja, čeprav je v zadnjih letih vse več kritik na račun politike zategovanja pasu.

Gospodarska rast v Evropi po finančni krizi negativno korelira s predkriznimi razcveti, ki so bili poganjani z zadolževanjem in kapitalskimi pritoki, in pozitivno korelira z velikimi predkriznimi državnimi prihranki, ki so bili ustvarjeni s fiskalno disciplino in deloma z naložbami v tujini. Najbolje so jo odnesle države, ki so se uspele izogniti velikim neravnovesjem in tiste, ki so se lotile hitrega prestrukturiranja takoj po začetku krize. Slabše pa so jo odnesle tiste države, ki so odlašale s strukturnimi reformami. Te so imele na začetku krize res malo manjši padec, vendar na račun daljšega okrevanja. Z drugimi besedami, v državah, kjer so imeli v predkriznem obdobju razcvet investicij, so imeli v petletnem obdobju po krizi bistveno nižjo rast BDP-ja. In obratno, v državah, kjer so v predkriznem obdobju akumulirali prihranke, so imeli v petletnem obdobju po krizi bistveno višjo rast BDP-ja (Balcerowicz, Rzonca, Kalina in Łaszek, 2013, str. 36).

Pri analizi vpliva podedovanih neravnovesij na gospodarsko rast po krizi, Balcerowicz et al. (2013, str. 6-7) razlikujejo dve vrsti »vzpon-in-padec« epizod: 1) fiskalnega izvora in 2) finančnega izvora. Prekomerno trošenje je vzrok za »vzpon-in-padec« epizod fiskalnega izvora, prekomerna rast posojil zasebnemu sektorju (predvsem v nepremičnine) pa je bližji vzrok za »vzpon-in-padec« epizod finančnega izvora. Prvo vrsto epizod najbolje ponazarja Grčija, drugo pa Španija in Irska. Pri obeh vrstah epizod pa bi v grobem lahko označili nesposobnost vlad za glavni vzrok. Namreč, uničujoči politični boj in šibke omejitve javne porabe in javnega dolga so očitno vzrok za težave fiskalnega izvora. Vladne napake pa so v veliki meri tudi prispevale k težavam finančnega izvora; zlasti z ohlapno monetarno politiko, višjo obdavčitvijo lastniškega kapitala glede na dolžniški kapital, subvencijami hipotekarnih posojil in finančnimi predpisi, ki so spodbujali pretirano listinjenje.

Pri ocenjevanju učinkov krize se bom navezoval na študijo, ki sta jo Laeven & Valencia (2012) naredila za Mednarodni denarni sklad. Avtorja sta ocenjevala učinke krize za prva štiri leta trajanja, torej od 2008 do konca 2011. Učinke sta ocenjevala z različnimi spremenljivkami, mi si bomo ogledali 4 najbolj zanimive: (1) izguba potencialnega BDP-ja (izračunana kot odstopanje dejanskega BDP-ja od predkriznega trenda gibanja BDP-ja),

(2) fiskalni strošek krize (vključuje fiskalne izdatke, ki so bili porabljeni za reševanje finančnih sektorjev, v odstotku BDP-ja), (3) povečanje javnega dolga (izmerjeno kot sprememba javnega dolga v odstotku BDP-ja) in (4) obseg slabih posojil (izmerjenih v odstotku vseh posojil).

Te spremenljivke učinkov krize služijo le za ilustracijo posledic bančne krize. Pomembno je poudariti, da zajemajo celoten vpliv krize, vključno z vsemi povratnimi učinki in drugimi sočasnimi dejavniki, kar pomeni, da na primer, izgubo potencialnega BDP-ja ali povečanja javnega dolga ne moremo pripisati izključno bančni krizi. Avtorja študije sta najprej analizirala učinke vseh bančnih kriz, ki so se zgodile v obdobju liberalizacije in deregulacije, torej od leta 1970 naprej, do konca leta 2011. Te učinke predstavlja tabela 3, v tabeli 4 pa so predstavljene nekatere bolj zanimive države, ki jih je finančna kriza zajela leta 2008. Izbor predstavljenih držav sovпада z delitvijo, ki smo jo že prej uporabili, na eni strani države, ki spadajo v jedro EU, na drugi strani pa tiste, ki sodijo v periferijo EU, za primerjavo pa še povprečje evroobmočja ter ZDA.

Podatki iz tabele 3 kažejo, da so izgube potencialnega BDP-ja in povečanja javnih dolgov višja v razvitih državah. Izgube potencialne gospodarske rasti v razvitih gospodarstvih so višje predvsem zaradi večje globine njihovih finančnih sistemov, za katere je bančna kriza bolj moteča. Drugače je pri fiskalnem strošku, ki je višji za vzhajajoče in razvijajoče države. Naraščanje javnega dolga pri vzhajajočih in razvijajočih državah gre predvsem na račun fiskalnih izdatkov, povezanih z intervencijsko politiko v finančnem sektorju. V razvitih gospodarstvih pa ti fiskalni izdatki predstavljajo le del skupnega povečanja javnega dolga, veliko večji vpliv imata diskrecijska fiskalna politika in avtomatski stabilizatorji v recesiji.

*Tabela 3: Učinki bančnih kriz med leti 1970 in 2011*

Skupina držav	Izguba potencialnega BDP-ja (% BDP)	Fiskalni strošek (% sred. finančnih sistemov)	Povečanje javnega dolga (% BDP)	Obseg slabih posojil (% vseh posojil)	Monetarna ekspanzija (% BDP)	Povprečno trajanje krize (v letih)
Vse	23,0	6,8	12,1	25,0	1,7	2,0
Razvite	32,9	3,8	21,4	4,0	8,3	3,0
Vzhajajoče	26,0	10,0	9,1	30,0	1,3	2,0
Razvijajoče	1,6	10,0	10,9	37,5	1,2	1,0

*Vir: L. Laeven & F. Valencia, Systemic Banking Crises Database: An Update, 2012, str. 17.*

Na povečanje javnega dolga pomembno vpliva možnost uporabe makroekonomskih politik. Razvite države imajo več možnosti za uporabo različnih makroekonomskih politik, v zadnji krizi so se zatele k bolj ohlapni monetarni politiki (in še vedno se), zato vidimo, da je pri njih tudi bistveno večja monetarna ekspanzija. Za zagotavljanje monetarne



ekspanzije pa se mora država zadolžiti, zato je pri njih tudi bolj narastel javni dolg. Po drugi strani pa se vzhajajoče in razvijajoče države soočajo z odlivom kapitala in velikimi deprecijami svojih valut, zato se zatečejo k uporabi bolj restriktivne monetarne politike, posledično pa se jim javni dolg poveča za manj kot pri razvitih državah.

Večja odvisnost od makroekonomskih orodij lahko pojasni tudi, zakaj krize pogosteje trajajo dlje v razvitih gospodarstvih. Namreč, uporaba makroekonomskih politik z namenom izognitve močnemu krčenju gospodarske aktivnosti, lahko odvrta temeljitejšo prestrukturiranje bančnega sistema, ki bi omogočilo bankam, da se hitreje postavijo na noge in obnovijo posojanje realnemu sektorju gospodarstva. Posledično pa to lahko poveča tveganje za podaljševanje kriznih časov in nizke gospodarske rasti.

*Tabela 4: Učinki finančne krize med leti 2008 in 2011*

<b>Država</b>	<b>Izguba potencialnega BDP-ja (% BDP)</b>	<b>Fiskalni strošek (% sredstev finančnih sistemov)</b>	<b>Povečanje javnega dolga (% BDP)</b>	<b>Obseg slabih posojil (% vseh posojil)</b>
Avstrija	14,0	4,9	14,8	2,8
Belgija	19,0	6,0	18,7	3,1
Francija	23,0	1,0	17,3	4,0
Nemčija	11,0	1,8	17,8	3,7
Slovenija	38,0	3,6	18,0	12,1
Grčija	43,0	27,3	44,5	14,7
Irska	106,0	40,7	72,8	12,9
Islandija	43,0	44,2	72,2	61,2
Italija	32,0	0,3	8,6	11,0
Španija	39,0	3,8	30,7	5,8
Evroobmočje	23,0	3,9	19,9	3,8
ZDA	31,0	4,5	23,6	3,9

*Vir: L. Laeven & F. Valencia, Systemic Banking Crises Database: An Update, 2012, str. 22-26.*

Iz tabele 4 lahko vidimo, da so fiskalni stroški dosegli zelo visoke ravni v Islandiji in na Irskem, v največji meri zaradi relativno velikega obsega finančnih sistemov v teh gospodarstvih, v višini večkratnikov svojih BDP-jev. V Grčiji pa so bili fiskalni stroški visoki bolj zaradi velike izpostavljenosti grških bank svoji državi, ki se je prej desetletje prekomerno zadolževala. Pri vseh treh državah tudi vidimo, da so imele največjo izgubo potencialne gospodarske rasti in največji porast javnega dolga. Grčija je imela sicer manjše povečanje javnega dolga od Irske in Islandije, to pa zato, ker je bila Grčija zelo zadolžena že pred nastopom krize. V absolutnih zneskih je bil njen dolg bistveno višji od njihovih, pravzaprav je še danes najvišji v EU. Druge periferne države pa niso bile daleč za njimi. Tudi Španija je imela zelo visoko izgubo potencialne gospodarske rasti in povečanje javnega dolga.

Če si pogledamo učinke na Slovenijo v tem obdobju, vidimo zelo visoko izgubo potencialnega BDP-ja. To lahko razložimo s tem, da je imela Slovenija pred finančno krizo trend visokih stopenj gospodarske rasti, po nastopu krize pa je beležila globok padec gospodarske rasti, zato tako velika izguba. Vidimo lahko tudi, da so v tistih državah, kjer so beležili največje potencialne izgube gospodarske rasti, bili njihovi BDP-ji realno preveliki, saj so jih poganjala napihovanja nepremičninskih balonov in drugih sredstev. V Sloveniji je pred krizo rast poganjal predvsem gradbeni sektor, ki se je v krizi povsem sesul, podobno kot so drugje počili nepremičninski baloni.

Kljub kar občutnim razlikam v razvoju, bi lahko vse države v EU uvrstili v razvite države. Če primerjamo učinke krize na evroobmočje kot celoto med leti 2008 in 2011, in učinke raznih kriz po letu 1970 na razvite države, potem lahko vidimo, da je zadnja finančna kriza skoraj v popolnem sozvočju s povprečjem vseh prejšnjih. Namreč, vse 4 spremenljivke so skoraj enake, razen izgube potencialnega BDP-ja, ki je kar občutno nižja pri tokratni krizi za evroobmočje v preučevanem štiriletnem obdobju. Ponovno, če primerjamo evroobmočje kot celoto, čeprav so velike razlike med učinki krize na posamezne članice, vidimo da jo je evroobmočje v preučevanem obdobju boljše odneslo kot ZDA. Vendar so se, kot prikazuje tabela 5, po tem obdobju ZDA hitreje postavile na noge kot evroobmočje, ki ga je po letu 2011 prizadela še druga recesija. Po letu 2011 so ZDA beležile višjo gospodarsko rast in bistveno nižjo stopnjo brezposelnosti kot evroobmočje (lansko leto 5,3 % v ZDA v primerjavi z 10,4 % v evroobmočju), kljub malo večjemu proračunskemu primanjkljaju in javnemu dolgu.

Makroekonomski kazalci so zelo različni med območji znotraj EU in evroobmočja. Na eni strani so države jedra, na drugi pa države periferije, pa še znotraj teh skupin so občutne razlike med posameznimi državami. Iz tabele 5 je razvidno, da se je komaj v zadnjih dveh letih gospodarstvo v EU začelo prebujati. Podatki kažejo, da periferija raste hitreje kot jedro, vendar gre ta rast v večini na račun hitrejše irske rasti, če bi Irsko izvzeli iz te skupine držav, potem bi bila njihova rast lansko leto komaj nekaj čez 1 %, ter nižja od rasti jedra. Grčija je še vedno v recesiji, saj še vedno beleži padce gospodarske rasti.

Pri proračunskih primanjkljajih se stanje na periferiji izboljšuje, predvsem na račun strogih varčevalnih ukrepov, nižjega domačega povpraševanja in manjšega uvoza. Vendar takšni ukrepi po drugi strani dušijo gospodarsko rast in podaljšujejo krizne čase. V državah jedra samo Francija presega dovoljeno mejo 3 odstotnega primanjkljaja, druge države so v boljšem položaju, Nemčija zadnji 2 leti tako že beleži majhen proračunski presežek. Slovenija zadnja 3 leta izpolnjuje maastrichtski kriterij na tem področju, pred tem pa ga je 4 leta kršila, tako kot povprečje evroobmočja in celotne EU.

Tabela 5: Makroekonomski kazalci za izbrana območja od začetka krize

Država	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Stopnje rasti realnega BDP-ja (v%)</b>									
Jedro EU	3,28	1,04	-3,68	2,42	2,42	0,1	0,16	0,9	1,44
Periferija EU	3,32	-0,46	-4,4	-0,3	-1,74	-3,3	-1,26	1,58	2,62
EU 28	3,1	0,5	-4,4	2,1	1,8	-0,5	0,2	1,4	1,9
Evroobmočje	3,1	0,5	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6
ZDA	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4
<b>Proračunski primanjkljaj / presežek (v % BDP)</b>									
Jedro EU	-0,66	-1,14	-5,3	-4,88	-3,42	-3,04	-2,16	-2,38	-1,68
Periferija EU	-1,78	-5,62	-11,0	-13,7	-8,66	-7,16	-6,66	-4,7	-4,32
EU 28	-0,9	-2,4	-6,7	-6,4	-4,5	-4,3	-3,3	-3,0	-2,4
Evroobmočje	-0,6	-2,2	-6,3	-6,2	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1
ZDA	-2,1	-4,8	-12,1	-10,7	-10,1	-8,5	-4,1	-2,8	-2,5
<b>Javni dolg (v % BDP)</b>									
Jedro EU	64,42	69,7	77,34	80,76	81,94	84,26	84,66	85,82	84,86
Periferija EU	66,14	73,06	87,46	100,9	115,7	122,9	129,9	129,9	126,3
EU 28	57,8	60,9	73,0	78,5	81,0	83,8	85,5	86,8	85,2
Evroobmočje	64,9	68,5	78,3	83,8	86,0	89,3	91,1	92,0	90,7
ZDA	64,8	76,0	81,1	95,2	99,4	100,8	101,2	103,0	104,2
<b>Stopnje brezposelnosti (v %)</b>									
Jedro EU	6,62	5,92	6,86	6,88	6,36	6,7	7,32	7,36	7,22
Periferija EU	7,3	8,2	11,58	13,38	15,06	18,1	19,04	17,82	16,18
EU 28	7,2	7,0	9,0	9,6	9,7	10,5	10,9	10,2	9,0
Evroobmočje	7,5	7,6	9,5	10,0	10,1	11,3	12,0	11,6	10,4
ZDA	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3

Vir: Eurostat, Trading Economics, lastni izračuni.

**Opomba:** Države jedra EU sestavljajo: Avstrija, Belgija, Francija, Nemčija in Nizozemska; države periferije EU sestavljajo: Grčija, Irska, Italija, Portugalska in Španija

Pri javnem dolgu je stanje, kar se tiče dolgoročne vzdržnosti, zaskrbljujoče tako v državah jedra kot na periferiji. Vse države v obeh skupinah imajo preseženo dovoljeno mejo zadolženosti do 60 % BDP-ja, vključno z Nemčijo. Seveda je zadolženost periferije mnogo višja, Grčija je imela lani javni dolg v višini 177 % BDP-ja, po drugi strani pa tudi Belgija, ki spada v jedro EU, presega 100 % svojega BDP-ja. Grčija in Italija sta imeli že pred krizo visoko zadolženost, približno 100 % BDP-ja, nasprotno pa je bila Španija pred krizo vzorna in je imela le 35 % zadolženost, ki pa je do lani narastla na malo manj kot 100 % BDP-ja. Na splošno je trend na tem področju naraščanje javnih dolgov, poleg tega pa ima več kot polovica vseh članic EU preseženo mejo 60 % BDP-ja. Slovenija je od začetka krize do lanskega leta občutno povečala svoj javni dolg iz vzornih 22,8 % na 83,2 % BDP-ja, vendar je še vedno pod povprečjem celotne EU.

Brezposelnost je v močni korelaciji z varčevalnimi ukrepi, ki dušijo gospodarsko rast in tako podaljšujejo agonijo mnogih brezposelnih. Vidimo, da je brezposelnost na periferiji še vedno izjemno visoka, na primer v Grčiji kar 25 %, v Španiji pa le malenkost manj. V državah jedra brezposelnost nekako stagnira zadnja leta, razen v Nemčiji, kjer je že 5 let trend padajoče stopnje brezposelnosti. Tudi na ravni celotnega evroobmočja je brezposelnost zelo visoka, saj še vedno ostaja nad 10 %. Polega tega je zelo zaskrbljujoče tudi dejstvo, da se brezposelnost med mladimi na ravni celotne EU v zadnjih letih konstantno giblje nad 20 %.

## **7 NOVE NEVARNOSTI**

### **7.1 Negotovost v EU**

Če bi iskali nove nevarnosti, ne bi rabili dolgo iskati. Kot prvo, v Evropi še vedno prevladuje negotovost, ki jo podžiga nikoli končana grška kriza. EU je razdeljena na države, ki so zmagale v krizi in na tiste, ki so poraženke. Med prve spadajo srednjeevropske in/ali severne države pod vodstvom Nemčije, med druge pa južne oziroma periferne države. Vprašanje je, koliko časa bo še celotna EU lahko živela pod taktirko pogojev, ki gredo več kot očitno na roko eni skupini držav na račun druge skupine. Evro kot skupna valuta je onemogočil državam, ki se znajdejo v težavah, uporabiti tradicionalne mehanizme, ki so jim bili na voljo prej. Države zaradi liberalizacije več ne morejo omejiti pritoka kapitala, prav tako pa ne morejo več manipulirati s svojo valuto, ker je več nimajo. Še kako prav bi jim prišla deprecijacija svoje valute, če bi jo imele.

Od uvedbe evra do nastopa krize, so se stroški na enoto dela v južnih državah dvignili za več kot so se dvignili v Nemčiji, kar je nagnilo tehtnico v nemško stran. Zunanja konkurenčnost Nemčije, ki se je že v predkriznem obdobju lotila določenih reform svojega gospodarstva, se je v razmerju do perifernih držav povečala za kar 25 %. To pa najbolj koristi nemškemu izvozu, ker pa je Nemčija v evroobmočju, se ta povečana konkurenčnost ne more izravnati z naraščajočo valuto. Če ne bi bilo evra, oziroma če bi Nemčija še vedno uporabljala svojo marko, bi bil njen realni tečaj za približno 40 % višji in temu primerno znižana zunanja konkurenčnost. (Moravcsik, 2012, str. 59). Če torej malo parafraziramo, vidimo, da se Nemčija obnaša znotraj evroobmočja na isti način kot se Kitajska obnaša na globalni ravni. Obe državi sta izrazito izvozno naravnani, poleg tega pa obe, vsaka na svoj način, »devalvirata« svoji valuti oziroma si izboljšujeta pogoje menjave na račun drugih.

Medtem pa južne države »pridno« nabirajo svoje dolgove in nadaljujejo evropsko dolžniško krizo. Obstaja vprašanje, če so južne države zaradi neodobravanja javnosti in nabiranja političnih točk, sploh sposobne izvesti zahtevne strukturne reforme, ki visijo nad njihovimi glavami, poleg tega pa dajejo rezultate šele na dolgi rok. Strukturne reforme je bistveno lažje izvesti v boljših časih, ko obstaja nekaj več manevrskega prostora za razne reze v izdatke. Zaradi nemškega vztrajanja pri varčevalni politiki, ki ne daje zelenih

rezultatov, se vrstijo grožnje o izstopu iz evroobmočja, obenem pa je zalet dobil tudi evroskepticizem, kar vsekakor ne prispeva k stabilnosti EU.

Tudi če ne bi bilo finančne, gospodarske in dolžniške krize, se EU v prihodnosti ne bi obetali najbolj rožnati časi. Vse bolj starajoča populacija bo kaj kmalu postala zelo problematična, ker bo pritiskala na državne finance. Po napovedi Evropske komisije bodo še v tem desetletju, še bolj pa v nadaljnjih, prisotne negativne posledice starajočega prebivalstva, obetajo se večji proračunski izdatki in negativni vpliv na gospodarsko rast, kar bo še dodatno otežilo nekaterim državam izhod iz zadolženosti (Balcerowicz et al., 2013, str. 46).

## **7.2 Kitajska transformacija**

Vse oči sveta so zadnja leta usmerjena na Kitajsko, ki nekako po tridesetletnem ciklu izjemno visoke gospodarske rasti, prihaja v fazo ohlajanja. Do leta 2007 je Kitajska beležila rekordne ravni gospodarske rasti, tega leta je znašala rast njihovega BDP-ja 14,2 %. Z nastopom finančne krize in za njo še gospodarske krize se je svetovno povpraševanje znižalo, kar je negativno vplivalo na kitajski izvoz. Vse od takrat se trend stopnje kitajske gospodarske rasti počasi znižuje, čeprav je še vedno za večino držav sveta zavirljiva, tako je lani dosegla »le« še 6,8 odstotno rast. Kot kaže slika 8, se po ocenah analitikov pričakuje, da se bo kitajska rast še naprej umirjala oziroma, da bo naslednjih pet let ostala na približno enakem nivoju, pri okrog 6 odstotni letni rasti.

Pomemben dejavnik, ki vleče kitajsko gospodarsko rast navzdol, je krčenje v nepremičninskem sektorju. Po zmernem puku kitajskega nepremičninskega balončka, ki je bil pomemben motor rasti, se je v zadnjih dveh letih cena stanovanjskih nepremičnin znižala za približno 4 %, prodaja nepremičnin pa je padla za približno 7 %. To krčenje na nepremičninskem trgu pa ima preko zmanjšane obsega investicij tudi neposredne negativne učinke na gospodarsko rast (National Bureau of Statistics of China, 2015).

Kitajska je sicer v procesu liberalizacije svojega finančnega sistema. Peking si prizadeva postopno integrirati svoj finančni sistem v svetovni finančni sistem, tako jo v naslednjih letih čaka vzpostavitev zasebnih finančnih institucij, razvoj kapitalskih trgov, liberalizacijo obrestnih mer in omogočanje zamenjave kapitalskih deležev (Barone & Bendini, 2015, str. 19). Poleg ohlajanja kitajskega gospodarstva, je zaskrbljujoče tudi dogajanje na kitajskih borzah. Kitajska centralna banka zaradi ohlajanja gospodarstva že dve leti vztrajno niža obrestno mero, kar povečuje apetite kitajskih investorjev po zadolževanju. Poleg investorjev se povečuje tudi zadolženost nefinančnih podjetij in gospodinjstev. V nasprotju z ZDA in EU, kjer se je po finančni krizi delež privatnega dolga v odstotku BDP-ja začel zmanjševati, se na Kitajskem dogaja ravno obratno, saj v zadnjih dveh letih beležijo visoko rast tega deleža (Buiter, 2015, str. 10-11). Visoka zadolženost privatnega sektorja pa v kombinaciji s padajočimi cenami nepremičnin in drugih sredstev, vsekakor ni

dobra kombinacija in lahko vodi v resne težave in destabilizacijo celotnega finančnega sistema.

Slika 8: Rast kitajskega BDP-ja (v %)



Vir: B. Barone & R. Bendini, *China: Economic outlook, 2015*, 2015, str. 5.

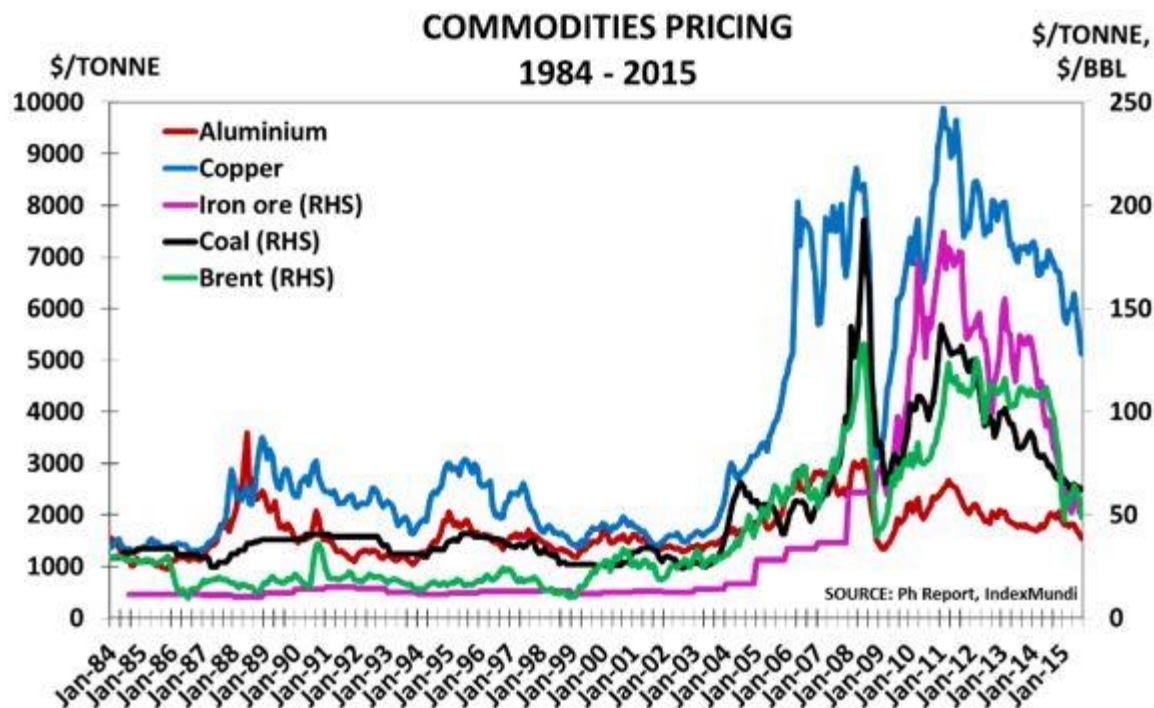
Zato kitajska centralna banka po novem spodbuja vlagatelje v diverzifikacijo, da namesto v nepremičnine, vlagajo v kapital. Lansko dogajanje na shanghaiski borzi je zelo lepo ponazorilo kakšen učinek ima lahko močen priliv kapitalskih tokov na ceno določenih sredstev. Po zaslugi špekulativnega kapitala se je vrednost shanghaiskega Compozite indeksa (SCI) v samo nekaj mesecih napihnila do rekordnih ravni in se potem zaradi bojazni pred upočasnitvijo gospodarske rasti in nestabilnostjo kitajskega trga, ki je vlagatelje vodilo v panično prodajo, še hitreje spustila in je od takrat v padajočem trendu. S seboj pa je v padajoči trend potegnil še druge indekse iz regije. Z nadaljevanjem liberalizacije kitajskega finančnega sistema in splošno preobrazbo kitajskega ohlajajočega gospodarstva, svet vsekakor čakajo težke preizkušnje, katerih pozitivni ali negativni razplet, bo imel daljnosežne posledice.

### 7.3 Države izvoznice surovin

V naši dobi nenehnih finančnih mehurčkov je bilo samo vprašanje časa, preden bodo tudi surovine doživele svoj lastni mehurček. Namreč, kot je razvidno iz slike 9, so se že od začetka prejšnjega desetletja naprej začele napihovati cene na trgu surovin. Pred tem bi lahko trg surovin vse od zgodnjih 80-ih let prejšnjega stoletja kategorizirali kot medvedji trg (*angl. bear market*), kjer se cene gibajo v skladu z normalnim gospodarskim dogajanjem. Po zlomu tehnološkega indeksa Nasdaq leta 2001, pa se je za trg surovin

začelo obdobje, ki mu lahko rečemo bikovski trg (*angl. bull market*), za katerega je značilna eksponentna rast vrednosti.

Slika 9: Gibanje cen surovin med leti 1984 in 2015



Vir: *Financial Times, China has burst the commodities superbubble, 2015.*

*Opomba:* Krivulja v rdeči barvi predstavlja aluminij, modra predstavlja baker, roza predstavlja železovo rudo, črna predstavlja premog in zelena predstavlja surovo nafto Brent

Ameriška centralna banka je z namenom, da ublaži posledice tehnološkega zloma, drastično znižala obrestno mero in nadaljevala z ohlapno denarno politiko ter tako spodbujala nastanek novega balona (Colombo, 2012). No, začela sta se delati kar dva. Nepremičninski balon in surovinski balon, ki je nekako ves čas ostajal v senci prvega.

Za obdobje od začetka prejšnjega desetletja do krize leta 2008 so sicer mnenja deljena o tem, kaj je poganjalo rast cen surovin. Krugman (2008) je tako mnenja, da so bila to normalna gibanja cen, ki jih je poganjala rast vzhajajočih gospodarstev in njihovo povečano povpraševanje po surovinah. Tukaj ne vidi vpliva špekulativnega kapitala in to utemeljuje z rastjo cen železove rude. Cena železove rude se, za razliko od cen drugih pomembnih surovin, ni oblikovala na svetovnem trgu, ampak z bilateralnimi dogovori, direktno med proizvajalci oziroma ponudniki in kupci, tako da ni mogla biti pod vplivom špekulantov.

Po nastopu finančne krize je sledilo kratko obdobje padcev cen, ki so bili posledica recesije na ameriškem in evropskem trgu. Hkratna rast povpraševanja po surovinah s strani

hitrorastočega kitajskega gospodarstva in dotok poceni denarja iz zahodnih centralnih bank, pa so cene surovin ponovno začele višati v nebo, tudi do rekordnih ravni. Zahodne banke so, preplavljene s tem poceni denarjem zaradi še vedno prenizkih obrestnih mer, iskale okolje oziroma trg, kjer bi lahko boljše oplemenitile svoje naložbe kot na domačih trgih. Takšno okolje so našle na trgu surovin, kjer so lahko z izposojanjem nekaterim največjim svetovnim podjetjem, ki se ukvarjajo z izkopavanjem naravnih surovin, »odvrgle« del presežnih sredstev, ki so jih držale v svojih bilancah.

Cene ključnih surovin, kot so nafta, baker, železova ruda, bombaž in premog, so torej dobile zagon navzgor. Pričakovanja na trgu surovin so bila zato zelo optimistična, verjetno preoptimistična. Pričakoval se je prihod naslednjega supercikla, ki bo neizogibno zahteval neprimerljivo velike količine teh surovin in ponujal primerljivo visoke zaslužke za podjetja, ki so veliko investirala v razvoj tehnologije in infrastrukture za povečanje kapacitet izkopa surovin. Surovinski balon je tako sledil zelo podobnemu scenariju prejšnjih dveh balonov, internetnemu (dot-com) in nepremičninskemu, kjer sta prevladovala ekstravagantni optimizem o dolgoročni prihodnji rasti ter porast zadolževanja (Hodges, 2015). Cene surovin so tako delovale kot goba, ki je posrkala presežno svetovno ponudbo denarja, države, bogate s surovinami, pa so imele od tega tudi lepo korist v obliki večjega dobička.

Investitorji so verjeli novi investicijski paradigmi, v skladu s katero prejšnji modeli vrednotenja več niso bili relevantni. Pomembno je tudi poudariti, da se jim je zdelo, da so imeli za seboj podporo ameriške centralne banke. Fed je, namreč, še naprej domneval, da je pravi način za gospodarsko stabilnost mogoče doseči preko rasti cen na borzah. Že od leta 2000 je bila tako cela generacija vlagateljev »vzgojena« v prepričanju, da je sposobnost pravilne napovedi prihodnjih ukrepov ameriške centralne banke zato bolj pomembna kot razumevanje osnov ponudbe in povpraševanja (Hodges, 2015).

Ampak, tako kot je vedno v gospodarstvih, ima vsaka odločitev tudi stranske učinke. Glede na to, da se je kitajsko gospodarstvo v zadnjih letih ohlajalo in da se evroobmočje še vedno bori z zelo nizko gospodarsko rastjo, ter vmesnim ameriškim poskusom s »frackingom«, je rezultat takšnega ravnanja udeležencev, da so ustvarili presežno ponudbo surovin, mnogo višjo od povpraševanja iz realnega gospodarstva. Svetovne zaloge nafte še nikoli niso bile tako visoke, prav tako pa tudi aluminija in bombaža. Obenem pa sta v letih molznih krav predvsem Rusija in Brazilija začeli trošiti nad svojimi realnimi zmoglostmi, največ v investicije v infrastrukturo, saj so jih v naslednjih letih čakali nekateri največji dogodki na svetu. Rusijo zimske OI Soči 2014, Brazilijo pa kar 2 dogodki, SP v nogometu leta 2014 in poletne OI Rio 2016.

Seveda je danes zaradi padca cen nafte in zemeljskega plina Rusija v velikih težavah. Polega samega padca cen energentov, se je tudi njihov izvoz zmanjšal, tako da je priliv v državni proračun bistveno manjši kot so bili vajeni še nekaj let nazaj. Svoje so zraven dodale še mednarodne sankcije zaradi vpletenosti v ukrajinsko vojno, kar je še dodatno



destabiliziralo rusko gospodarstvo. Podobno kot Rusija, je tudi Brazilija v recesiji, kjer se je pojavila še vladna kriza in to tik pred začetkom OI Rio 2016. Poleg Rusije in Brazilije so tukaj še druge države izvoznice energentov in surovin, na primer Venezuela in cela vrsta afriških držav, ki se močno zanašajo na kitajsko povpraševanje, in ki v zadnjem času čutijo posledice manjšega svetovnega povpraševanja. Po zaslugi špekulativnega kapitala, ki je desetletje umetno napihoval vrednosti in ustvaril surovinski mehurček, so države izvoznice surovin dobile naziv hitro rastočih ekonomij. Zdaj jih po puku tega mehurčka čaka negotova prihodnost.

Vsekakor so surovine izgubile svojo primarno namembnost, to je poganjanje gospodarstva. Prešle so iz vloge inputa v proizvodnem procesu, ki zagotavlja zasluge in dobičke realnemu sektorju gospodarstva, v vlogo investicijske priložnosti, kjer se po zaslugi špekulativnega kapitala nerealno poveča cena, ki zagotavlja dobičke finančnemu sektorju gospodarstva. Pri tem pa ima tudi negativne posledice, kot so višje odkupne cene za uvoznike surovin in pa tudi inflacijsko tendenco.

## **SKLEP**

Preveliko zaupanje v sistem, ki ga je obljubljal listinjenje in inovativni finančni instrumenti ter nerealno velik optimizem, so ključno botrovali k trendu vse bolj tveganega ravnanja vseh udeležencev na finančnih trgih, od bank, investicijskih bank, hedge skladov, pokojninskih skladov, hipotekarnih posrednikov, zavarovalnic in drugih finančnih vlagateljev, do gospodinjstev in posameznikov, ki so v dobri veri najemali hipotekarna posojila. Nekateri izmed teh posameznikov tudi niso bili tako nedolžni, saj so si na račun hitro naraščajočih cen nepremičnin obetali lahek zaslužek z nakupom hiše in kasnejšo prodajo. Moralni hazard se je razpasel po celotnem finančnem sistemu, saj tudi bonitetne agencije niso opravljale svojega dela, mnoge so pozabile na svoje poslanstvo in v iskanju večjih zaslužkov izdajale bonitetne ocene po okusu naročnika.

Tudi nadzorni organi, ki naj bi bdeli nad finančnimi trgi, so zatajili, saj so v dolgoletnem procesu deregulacije postopoma izgubljali pristojnosti in zmožnosti, da bi sledili hitremu razvoju na finančnih trgih. Svoje so dodale še centralne banke, ki so s preohlapno monetarno politiko naravnost spodbujale preobsežno investiranje. Ameriška centralna banka je pod vodstvom Alana Greenspana posvojila politiko »laissez-faire«, in dovoljevala napihovanje balonov, saj je menila, da je bolje pustiti balon, da se napihne in po njegovem puku reševati posledice, kot pa sploh ne imeti balona in biti prikrajšani visokih zaslužkov. To ji je sicer uspevalo v preteklosti, ampak po vsakem prejšnjem puku balona je bil odgovor centralne banke, da je spustila obrestne mere in plasirala v gospodarstvo še več denarja ter tako posledično povečala možnosti za nastanek novih balonov.

Med pisanjem diplomske naloge sem iz empiričnih dokazov iz različne literature ugotovil, da obstaja močna povezava med procesi finančne deregulacije in liberalizacije ter pojavnostjo finančnih kriz, ne le samo v zadnjem obdobju v EU, ampak tudi širše gledano

in v daljšem časovnem obdobju. Namreč, s finančno liberalizacijo in integracijo trgov ter ohlapnejšim nadzorom, neizogibno pride do poglobljanja finančnih sistemov. Tako se je v EU v zadnjih desetletjih temeljito spremenil finančni zemljevid, saj so se finančni sistemi začeli medsebojno prepletati že v obdobju priprav na skupno valuto, ko je potekalo usklajevanje zakonodaj med članicami EU in odpravljanje številnih kapitalskih omejitev, po sprejetju evra pa se je čezmejno financiranje in medsebojna soodvisnost močno povečala, temu primerno pa tudi izpostavljenost morebitnim nevarnostim. Finančni sistemi so se hitreje razraščali tam, kjer je bila ugodnejša davčna zakonodaja in pa tam, kjer so nastajali nepremičninski ali kakšne druge vrste mehurčki, takšna okolja pa so bila kasneje v krizi tudi najbolj prizadeta. Res pa je tudi, da se napihovanje balonov ne zgodi vedno, takrat imata liberalizacija in integracija finančnih trgov bistveno več pozitivnih kot negativnih učinkov tako za finančni sektor, kot tudi za realni sektor gospodarstva.

S sprejetjem enotne valute se je v večini evropskih držav začela večati tudi uporaba finančnega vzvoda, s katerim so poganjale gospodarsko rast, do prave eksplozije finančnega vzvoda pa je prišlo na začetku krize, ko se je moralo začeti reševanje predimenzioniranih in prezadolženih finančnih sistemov nekaterih držav, ki so zaradi medsebojne izpostavljenosti v nevarne vode potegnile tudi drugače bolj »zdrave« države in njihove finančne sisteme, ki niso bili neposredno vpleteni v tvegano ravnanje na finančnih trgih. Takšna finančna okužba je povzročila tudi prelivanje krize iz finančnega v realni sektor gospodarstva, kjer je povzročila veliko škode nefinančnim podjetjem.

V večini evropskih držav se je potem v kriznih letih močno poslabšala makroekonomska slika državnih financ, saj so države na račun, na eni strani upada proizvodnje in manjšega pritoka sredstev v proračune ter na drugi strani večjih izdatkov za omilitev krize zaradi naraščajoče brezposelnosti in krpanja bančnih lukenj, beležile javnofinančne deficite, posledično pa tudi naraščanje javnih dolgov. Fiskalni stroški reševanja krize in povečanja javnih dolgov so se v prvih štirih letih krize močno razlikovali znotraj EU, pri perifernih državah so bili le-ti bistveno višji kot pri centralnih državah, kar sovпада z dejstvom, da so se periferne države, v povprečju, v predkriznem obdobju soočale s kreditnimi razcveti, centralne države pa so, v povprečju, s fiskalno disciplino in naložbami v tujini akumulirale prihranke. Končna cena reševanja finančne krize na ravni celotne EU pa je velika brezposelnost in dolžniška kriza, obojemu pa v bližnji prihodnosti še ni videti konca.

Za konec si lahko pogledamo še kaj literatura pravi o učinkih finančne krize v državah z nizkim in srednjim dohodkom. Ima tri širše ugotovitve, prvič, breme krize pade nesorazmerno na delo, medtem ko se kapital kot celota hitro opomore. Brezposelnost naraste, realne plače pa padejo, kar vodi v neenakost in dvig revščine. Drugič, vladne politike v obdobju po finančni krizi sprejemajo odločitve v korist kapitala, predvsem finančnega kapitala, na račun rezov v pravice in ugodnosti širše družbe. In tretjič, mednarodni kapital izkorišča finančne krize za pridobivanje finančnih in nefinančnih sredstev po diskontnih cenah (Dufour & Orhangazi 2014, str. 3).

Če te učinke primerjamo z učinki zadnje krize na gospodarstva evropskih držav, ki v povprečju spadajo med države z visokim dohodkom, lahko potegnemo močne vzporednice z njimi. Namreč, v zadnjih osmih letih se je tudi v gospodarstvih evropskih držav dogajal proces, ki je sistematično krajšal pravice delavskega razreda, bodisi z zmanjšanjem realnih plač, bodisi s podaljševanjem delovnega časa. Brezposelnost se je v prvih petih letih izjemno razbohotila in pahnila v revščino dobršen del prebivalstva. Tudi v EU so države v kriznih časih sprejemale odločitve v korist kapitala, saj se je pod pretvezo reforme trga delovne sile prvič pojavilo prekarno delo, ki ga do takrat v Evropi nismo poznali. Države so bile prisiljene z davkoplačevalskim denarjem reševati bančni sektor, kar je na drugi strani pomenilo krčenje pravic in ugodnosti širše družbe, saj je manj sredstev ostalo za zdravstvo, šolstvo in socialno blaginjo. In mednarodni kapital tudi v EU prav tako izkorišča krizne čase za poceni nakupe raznih sredstev in premoženj. Za kaj takega ne rabimo pogledati daleč, saj se ravno pri nas doma že nekaj let dogaja poceni razprodaja državnega in zasebnega premoženja. Veliko slovenskih podjetij, objektov ali naravnih virov je šlo v roke tujega kapitala za le majhen delček svoje predkrizne vrednosti.

## LITERATURA IN VIRI

1. Adams, C., & Park, D. (2009). Causes and Consequences of Global Imbalances: Perspective from Developing Asia. ADB Economics Working Paper Series No.157. Najdeno 7. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/28248/economics-wp157.pdf>
2. Anthropolos, M. (2010). A short Introduction to Credit Default Swaps. Najdeno 4. maja 2016 na spletnem naslovu <http://web.xrh.unipi.gr/faculty/anthropolos/CMs/IntrotoCDS.pdf>
3. Arestis, P., & Caner, A. (2004). Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence. The Levy Economics Institute Working Paper No. 411. Najdeno 19. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp/411.pdf>
4. Balcerowicz, L., Rzonca, A., Kalina, L., & Łaszek, A. (2013). Economic Growth in the European Union. Lisbon Council E-book. Najdeno 14. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.lisboncouncil.net/growth/documents/LISBON\\_COUNCIL\\_Economic\\_Growth\\_in\\_the\\_EU%20%281%29.pdf](http://www.lisboncouncil.net/growth/documents/LISBON_COUNCIL_Economic_Growth_in_the_EU%20%281%29.pdf)
5. Balls, A. (2016). National Bureau of Economic Research. Najdeno 19. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/digest/jan99/w6724.html>
6. Barone, B., & Bendini, R. (2015). China: Economic outlook, 2015. Directorate-generale for external policies. Najdeno 14. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/549063/EXPO\\_IDA%282015%29549063\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/549063/EXPO_IDA%282015%29549063_EN.pdf)
7. Bell, I., & Dawson, P. (2002). Synthetic securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer. Najdeno 3. maja 2016 na spletnem naslovu <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1182&context=djcil>
8. Berger, A. N. (2003). The Economic Effects of Technological Progress: Evidence from the Banking Industry. Najdeno 28. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2002/200250/200250pap.pdf>
9. Bessis, J. (2002). *Risk Management in Banking* (2<sup>nd</sup> ed.) Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.
10. Blach, J. (2011). Financial Innovations and their Role in the Modern Financial System – Identification and Systematization of the Problem. e-Finanse. Najdeno 1. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.e-finanse.com/artykuly\\_eng/187.pdf](http://www.e-finanse.com/artykuly_eng/187.pdf)
11. Bombač, M. (2011). Reševanje evropskih bank. NLB Skladi. Analitski pregled, št.2, leto V. Najdeno 16. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/analitski-pregled/clanek/125-Resevanje-evropskih-bank>

12. Brezigar Masten, A., & Masten, I. (2008). Vpliv finančnega poglobljanja in mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast in makroekonomsko stabilnost. Končno poročilo raziskovalne naloge Banke Slovenije. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/iskalniki/ostale-publikacije.asp?MapaId=1865>
13. Buch, C.M. (2000). Financial Market Integration in the US: Lessons for Europe?. Kiel Institute of World Economics. Kiel Working Paper No. 1004. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu [https://www.ifw-kiel.de/ifw\\_members/publications/financial-market-integration-in-the-us-lessons-for-europe/kap1004.pdf](https://www.ifw-kiel.de/ifw_members/publications/financial-market-integration-in-the-us-lessons-for-europe/kap1004.pdf)
14. Buitter, W. (2015). Global Economics View – Is China Leading the World into Recession?. Citi Resarch Economics. Najdeno 14. maja 2016 na spletnem naslovu <http://willembuiter.com/China2015.pdf>
15. Cabral, R. (2010). A perspective on the symptoms and causes of the financial crisis. Najdeno 7. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www2.eeg.uminho.pt/economia/nipe/docs/Actividades\\_Seminarios/2011/2011-02-02\\_Cabral.pdf](http://www2.eeg.uminho.pt/economia/nipe/docs/Actividades_Seminarios/2011/2011-02-02_Cabral.pdf)
16. Cesaratto, S., & Stirati, A. (2011). Germany and the European and Global Crises. University of Siena. Papers of the department of political economy n. 607. Najdeno 12. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.econ-pol.unisi.it/quaderni/607.pdf>
17. Cesaroni, T., & De Santis, R. (2015). Current Account ‘Core-Periphery Dualism’ in the EMU. CEPS Working Document. Najdeno 14. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ceps.eu/system/files/WD406%20Current%20Account%20Core-Periphery%20Dualism.pdf>
18. Claessens, S., & Kodres, L. (2014). The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions. IMF Working Paper. Marec 2014. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1446.pdf>
19. Colombo, J. (2012). The Commodities Bubble. Najdeno 30.4.2016 na spletnem naslovu <http://www.thebubblebubble.com/commodities-bubble/>
20. Davidson, A., Saunders, A., Wolff, L., & Ching, A. (2003). *Securitization: Structuring and Investment Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
21. Dowd, K. (1996). The Case for Financial Laissez-Faire. The Economic Journal, Vol. 106, No. 436. Najdeno 9. maja 2016 na spletnem naslovu [https://is.muni.cz/el/1456/jaro2014/BPF\\_TFSC/46829495/The\\_Case\\_for\\_Financial\\_Laissez-Faire.pdf](https://is.muni.cz/el/1456/jaro2014/BPF_TFSC/46829495/The_Case_for_Financial_Laissez-Faire.pdf)

22. Dufour, M., & Orhangazi, Ö. Capitalism, Crisis and Class: The U.S. Economy after the 2007-2008 Financial Crisis. Political Economy Research Institute Workingpaper Series Number 341. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_301-350/WP341.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP341.pdf)
23. ECB – European Central Bank (2008). Securitization in Euro Area. Monthly Bulletin, February. Najdeno 3. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200802en.pdf>
24. Eichacker, N.Q. (2014). The Financial Underpinnings of the EU Crisis: Financial Deregulation, Privatization, and Asymmetric State Power. Najdeno 11. maja 2016 na spletnem naslovu [http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1173&context=dissertations\\_2](http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1173&context=dissertations_2)
25. Eurostat. Najdeno 18. maja 2016 na spletnem naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
26. Financial Times (ft.com/lexicon). Najdeno 9. maja 2016 na spletnem naslovu <http://lexicon.ft.com/Term?term=financial-regulation>
27. Fišer, R. (2011). Bančništvo. Najdeno 28. aprila 2016 na spletnem naslovu [http://www.impletum.zavod-irc.si/docs/Skriti\\_dokumenti/Bancnistvo-Fiser.pdf](http://www.impletum.zavod-irc.si/docs/Skriti_dokumenti/Bancnistvo-Fiser.pdf)
28. Greenbaum, S.I., Thakor, A.V., & Boot, A.W.A. (2015). Contemporary Financial Intermediation (3<sup>rd</sup> ed) ZDA: Nikki Levy
29. Hodges, P. (2015). Financial Times. China has burst the commodities superbubble. Najdeno 30. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2015/09/29/china-has-burst-the-commodities-superbubble/>
30. IMF Glossary (2008). Najdeno 3. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfst/2008/02/pdf/glossary.pdf>
31. Japelli, T., & Pagano, M. (1999). Information Sharing in Credit Markets: International Evidence. Najdeno 28. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www6.iadb.org/res/laresnetwork/files/pr88finaldraft.pdf>
32. Kaminsky, G.L., & Reinhart, C.M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Najdeno 7. maja 2016 na spletnem naslovu <http://home.gwu.edu/~graciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/twin-crises.pdf>

33. Kavanagh, B.T. (2003). The Uses and Abuses of Structured Finances. Policy Analysis. Najdeno 2. maja 2012 na spletnem naslovu <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/pa479.pdf>
34. Krugman, P. (2008). Fuels on the Hill. Najdeno 30. aprila 2016 na spletnem naslovu [http://www.nytimes.com/2008/06/27/opinion/27krugman.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2008/06/27/opinion/27krugman.html?_r=0)
35. Laeven, L., & Valencia, F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. IMF Working Paper WP/12/163. Najdeno 17. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf>
36. Lerner, J., & Tufano, P. (2011). The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda. Najdeno 1. maja 2016 na spletnem naslovu <https://core.ac.uk/download/files/153/6704267.pdf>
37. Levine, R. (2001). International Financial Liberalization and Economic Growth. Review of International Economics, 9 (4). Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.5690&rep=rep1&type=pdf>
38. Llewellyn, D.T. (2009). Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System; Financial Innovation in Retail and Corporate Banking. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited
39. Mayer, C., & Pence, K. (2008). Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom?. Finance and Economics Discussion Series. Federal Reserve Board. Najdeno 3. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200829/200829pap.pdf>
40. Moravcsik, A. (2012). Europe After the Crisis: How to Sustain a Common Currency. Foreign Affairs. Volume 91 (3). Najdeno 13. maja 2016 na spletnem naslovu [https://www.princeton.edu/~amoravcs/library/after\\_crisis.pdf](https://www.princeton.edu/~amoravcs/library/after_crisis.pdf)
41. Mullineux, A.W. (2010). Financial innovation and social welfare. Birmingham: University of Birmingham. Department of Accounting and Finance: *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18 (3). Najdeno 1. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.emeraldinsight.com.sci-hub.cc/doi/abs/10.1108/13581981011060817>
42. National Bureau of Statistics of China. (2015). China Daily Europe. *Statistical Communiqué on China's 2014 National Economic and Social Development*. Najdeno 14. maja 2016 na spletnem naslovu [http://europe.chinadaily.com.cn/business/2015-02/26/content\\_19660310.htm](http://europe.chinadaily.com.cn/business/2015-02/26/content_19660310.htm)

43. Orhangazi, Ö. (2011). "Financial" vs. "Real" An Overview of the Contradictory Role of Finance. Political Economy Research Institute. Najdeno 9. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_251-300/WP274.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_251-300/WP274.pdf)
44. Orhangazi, Ö. (2014). Financial deregulation and the 2007-08 US financial crisis. FESSUD Working Paper Series No 49. Najdeno 9. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.fessud.eu/wp-content/uploads/2013/04/Financial-deregulation-and-the-2007-08-US-financial-crisis-Working-Paper-49.pdf>
45. Pérez-Caldentey, E., & Vernengo M. (2012). The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis. Levy Economics Institute. Working Paper No. 702. Najdeno 11. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_702.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_702.pdf)
46. Reinhart, C.M., & Rogoff, K.S. (2008a). Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. Najdeno 7. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.seca.ch/sec/files/newsletter/pdf-news125/Is\\_The\\_US\\_Subprime\\_Crisis\\_So\\_Different.pdf](http://www.seca.ch/sec/files/newsletter/pdf-news125/Is_The_US_Subprime_Crisis_So_Different.pdf)
47. Reinhart, C.M., & Rogoff, K.S. (2008b). Banking Crises: An Equal Opportunity Menace. Najdeno 7. maja 2016 na spletnem naslovu [http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/banking\\_crises.pdf?m=1360041647](http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/banking_crises.pdf?m=1360041647)
48. Riegert, B. (2013). Luxembourg: the EU's top tax haven. Deutsche Welle. Najdeno 16. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.dw.com/en/luxembourg-the-eus-top-tax-haven/a-16729339>
49. Roxo da Fonseca, G.J.C. (2004). Technology Innovation in Financial Services Industry. Najdeno 29. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/17891/56667174-MIT.pdf?sequence=2>
50. Saunders, A. (2000). *Financial Institutions Management: A Modern Perspective* (3<sup>rd</sup> ed.) New York: McGraw-Hill Inc.
51. Saunders, A., & Millon Cornett, M. (2000). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach* (6<sup>th</sup> ed.) New York: McGraw-Hill Inc.
52. Sherman, M. (2009). A Short History of Financial Deregulation in the United States. Center for Economic and Policy Research. Najdeno 9. maja 2016 na spletnem naslovu <http://cepr.net/documents/publications/dereg-timeline-2009-07.pdf>
53. Steinglass, M. (2010). The Economist. Predatory lending. Najdeno 7. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.economist.com/blogs/democracyinamerica/2010/04/financial\\_reform\\_11](http://www.economist.com/blogs/democracyinamerica/2010/04/financial_reform_11)



54. Stiglitz, J.E. (2004). Capital-market liberalization, globalization, and the IMF. Oxford review of economic policy, vol.20, no.1. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/sites/jstiglitz/files/2004\\_Capital\\_Market\\_Liberalization\\_Globalization\\_and\\_the\\_IMF.pdf](http://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/sites/jstiglitz/files/2004_Capital_Market_Liberalization_Globalization_and_the_IMF.pdf)
55. Swary, I., & Topf, B. (1992). *Global Financial Deregulation: Commercial Banking at the Crossroads*. Cambridge: Blackwell Publishers.
56. Štiblar, F. (2008). Svetovna kriza in Slovenci – Kako jo preživeti?, Ljubljana: Založba ZRC, ZRC SAZU.
57. Trading Economics. Najdeno 18. maja 2016 na spletnem mestu <http://www.tradingeconomics.com/united-states/indicators>
58. Tymoigne, E. (2009). Securitization, deregulation, economic stability, and financial crisis, Part II: Deregulation, financial crisis, and policy implications. Levy Economics Institute Working Paper No. 573.2. Najdeno 10. maja 2016 na spletnem naslovu [http://estes.levy.org/pubs/wp\\_573\\_2.pdf](http://estes.levy.org/pubs/wp_573_2.pdf)
59. U.S. Securities and Exchange COMMISSION (SEC) (2010). Najdeno 3. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm>
60. Uredba evropskega parlamenta in sveta (2015). Predlog o določitvi skupnih pravil za listinjenje in vzpostavitev evropskega okvira za enostavno, pregledno in standardizirano listinjenje. 2015/0226 (COD). Najdeno 12. maja 2016 na spletnem mestu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/sl/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0472&qid=1448632831533&from=EN>
61. Weicher J.C. (2007). The Long and Short of Housing: The Home Ownership Boom and the Subprime Foreclosure Bust. Networks Financial Institute at Indiana State University, (9), 1-37. Najdeno 9. maja 2016 na spletnem naslovu <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=858106007111020111104071100104012086018035030027084013029084109025006022094021075090028110123025107038033067124090104096031089041004008032002080091067090094095080089079018088123031113016070121102108088027012076122018121116121092108115067069111126031&EXT=pdf>
62. World Future Council (2012). Distinguishing between useful and harmful innovations. *What We Need is a Preventive Testing of Financial Innovations, November 2012*. Najdeno 1. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.worldfuturecouncil.org/file/2016/01/WFC\\_2012\\_What\\_we\\_need\\_is\\_a\\_preventive\\_testing\\_of\\_financial\\_Innovations.pdf](http://www.worldfuturecouncil.org/file/2016/01/WFC_2012_What_we_need_is_a_preventive_testing_of_financial_Innovations.pdf)