

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNA KRIZA V ZDA V LETIH 2007 IN 2008:
ANALIZA VZROKOV, POTEKA IN POSLEDIC**

Ljubljana, december 2008

PETRA PALČIČ

IZJAVA

Študentka Petra Palčič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Tjaše Redek, in da dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh..

V Ljubljani, dne 11.12.2008

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 MAKROEKONOMSKE RAZMERE V ZDA IN NASTANEK NEPREMIČNINSKEGA BALONA	2
1.1 GOSPODARSKI REZULTATI V ZDA MED 1991 IN 2006	2
1.2 GOSPODARSKE SPREMEMBE V ZDA V LETIH 2007 IN 2008	5
2 ANALIZA AMERIŠKE NEPREMIČNINSKE KRIZE.....	8
2.1 STANJE NA AMERIŠKEM NEPREMIČNINSKEM TRGU JULIJA 2007	8
2.2 ANALIZA NASTANKA NEPREMIČNINSKE KRIZE TER ODNOSOV MED GLAVNIMI AKTERJI KRIZE	12
2.2.1 <i>Nastanek neprvovrstnega hipotekarnega trga.....</i>	<i>12</i>
2.2.2 <i>Sekuritizacija oziroma listinjenje v ZDA.....</i>	<i>16</i>
2.2.3 <i>Glavni akterji krize ter odnosi med njimi</i>	<i>22</i>
3 POSLEDICE NEPREMIČNINSKE KRIZE.....	28
3.1 ZLOM BANČNEGA IN FINANČNEGA SEKTORJA.....	28
3.1.1 <i>Zlom ameriške investicijske banke Bear Stearns in upravičenost intervencije FED</i>	<i>28</i>
3.1.2 <i>Širjenje finančne krize v Evropo in prikaz zloma angleške banke Northern Rock kot primer navala na banko</i>	<i>30</i>
3.1.3 <i>Druge posledice finančnega zloma za bančni in finančni sektor.....</i>	<i>33</i>
3.2 VPLIV FINANČNEGA ZLOMA NA REALNO EKONOMIJO ZDA IN PO SVETU.....	36
3.3 RAZSEŽNOSTI IN MOČ RECESIJE TER ŠPEKULIRANJE O DOLGOROČNIH UČINKIH KRIZE.....	41
SKLEP.....	43
LITERATURA IN VIRI	45

KAZALO SLIK

Slika 1: Grafični prikaz gibanja indeksa NASDAQ Composite	4
Slika 2: Grafični prikaz stopnje varčevanja ameriških gospodinjstev	6
Slika 3: Grafični prikaz razmerja med ceno enodružinske hiše in dohodkom gospodinjstva	7
Slika 4: Grafični prikaz padca prodaje enodružinskih domov	9
Slika 5: Grafični prikaz padca prodaje novogradenj	9
Slika 6: Grafični prikaz povečanja stoga neprodanih obstoječih enodružinskih hiš	10
Slika 7: Grafični prikaz povišanja števila praznih nepremičnin, namenjenih prodaji	10
Slika 8: Grafični prikaz letne spremembe cene novogradenj	11
Slika 9: Grafični prikaz števila naraščanja rubežev v ZDA	12
Slika 10: Grafični prikaz gibanja efektivne obrestne mere FED	13
Slika 11: Grafični prikaz sočasne rasti lastništva nepremičnin (1955–2005)	15
Slika 12: Grafični prikaz porasti listinjenja v ZDA	18
Slika 13: Poenostavljen grafični prikaz postopka listinjenja in povezav med akterji	19
Slika 14: Grafični prikaz ravnanja s posojili nekaterih največjih ameriških bank	21
Slika 15: Grafični prikaz gibanja cene delnice banke Bear Stearns	30
Slika 16: Pet največjih bank glede na listinjenje v Veliki Britaniji	31
Slika 17: Grafični prikaz gibanja indeksa cene delnice banke Northern Rock	32
Slika 18: Mesečna povprečna cena surove nafte	37
Slika 19: Proračunski presežek in primanjkljaj v ZDA	39
Slika 20: Sprememba indeksa cen življenjskih potrebščin na letni ravni	40
Slika 21: Odstotna sprememba BDP ZDA glede na ustrezno četrtoletje preteklega leta	40
Slika 22: Grafični prikaz stopnje brezposelnosti v ZDA	41

KAZALO TABEL

Tabela 1: Makroekonomski kazalci ZDA v obdobju med 1959–2000	2
Tabela 2: Stopnje rasti ZDA za obdobje 1950–2001 v %	3
Tabela 3: Struktura posojil v obdobju 2001–2006	14
Tabela 4: Število prevar, povezanih z izdanimi hipotekarnimi posojili za obdobje 2000–2006	25
Tabela 5: Kazalci kreditnega tveganja v obdobju 2000–2006	26

UVOD

Sproščena ekonomska politika, ki jo je FED vodil po letu 2001 za blaženje gospodarskih razmer v gospodarstvu, ki je okrevalo po blažji recesiji, je ustvarjala ugodno gospodarsko klimo. Obrestne mere so bile zelo nizke, zadolževanje je bilo zato poceni, cene nepremičnin pa so rasle. Gospodarsko okolje je povprečnemu Američanu omogočilo, da je lahko dosegel t. i. ameriški sen in postal lastnik svoje nepremičnine. Vendar je špekuliranje o neprekinjenem naraščanju cen nepremičnin napihovalo cene le-teh, posledično so ljudje iskali nove načine financiranja, hkrati pa so globalizacija in finančne inovacije posojilodajalcem omogočale neomejeno paleto finančnih produktov, s katerimi so lahko zadovoljili potrebe in želje tudi socialno najbolj šibkih posameznikov. Ameriški nepremičninski trg je postal prenasičen in precenjen, balon je počil. Pretirano zadolževanje in preohlapni posojilni standardi so povzročili kolaps finančnega sektorja, med ljudi se je naselilo nezaupanje in strah, posledice tega pa so se razširile tudi v ostale sektorje ameriškega gospodarstva in se širijo tudi preko meja ZDA.

V diplomskem delu bom analizirala nastanek nepremičninskega balona v ZDA, ki je po tem, ko je počil, najprej povzročil krizo v bančnem in finančnem sektorju, nato pa se je kriza razširila tudi v realni sektor in zaradi gospodarske povezanosti sveta prerasla v globalno gospodarsko krizo.

V prvem delu diplomskega dela bom predstavila makroekonomske razmere ZDA med leti 1991 in 2006 ter spremembe, ki so ZDA zaznamovale v zadnjih dveh letih. Nato bom prikazala stanje na ameriškem nepremičninskem trgu v juliju 2007, ko je nepremičninski balon dosegel vrh in počil, ter nadaljevala z opisom nastanka nepremičninske krize in odnosov med glavnimi akterji krize. Zaključila bom s posledicami nepremičninske krize v bančnem in finančnem sektorju ter vplivom finančnega zloma na realno ekonomijo ZDA in po svetu. V zadnjem delu diplomskega dela pa bom špekulirala o razsežnosti in moči recesije ter dolgoročnih učinkih krize.

Številni vidiki finančne krize se šele kažejo in številne, predvsem globalne posledice, se bodo še pokazale. Zato bi rada že v uvodu poudarila, da diplomsko delo obravnava predvsem obdobje od julija 2007 do oktobra 2008, ko sem zaključila s pisanjem teksta, zato kasnejše (globalne) finančne in gospodarske posledice niso vključene.

V uvodu naj še pojasnim, da sem imela pri prevajanju finančnih izrazov precej težav, saj veliko ameriških finančnih instrumentov naš trg ne pozna. Poleg tega je v obdobju nepremičninskega balona nastalo veliko novih vrst posojil, strukturiranih finančnih instrumentov, finančnih derivatov ipd., ki so še posebej specifični. Zato sem uporabljala opisne prevode, originalne izraze pa sem ohranila v oklepajih.

1 MAKROEKONOMSKE RAZMERE V ZDA IN NASTANEK NEPREMIČNINSKEGA BALONA

Konec devetdesetih let in v začetku 21. stoletja so bili vsi kazalci gospodarskega zdravja obrnjeni v pravo smer: zaposlenost, dohodek in donosnost kapitalskega trga so naraščali, na drugi strani pa so se inflacija, obrestne mere in brezposelnost zmanjševale. Zuckermann to obdobje označuje kot »zlata doba ZDA« (Zuckermann, 2007, str. 1).

1.1 Gospodarski rezultati v ZDA med 1991 in 2006

Obdobje med leti 1990 in 2000 je bilo za ameriško gospodarstvo precej uspešno, saj so glavni makroekonomski kazalci izkazovali bistveno boljše rezultate kot v obdobju poprej, t.j. v obdobju 1973–1990, ki so ga zaznamovale nizka realna rast BDP ter visoki stopnji brezposelnosti in inflacije. V obdobju 1990–2000 je bil napredek ameriškega gospodarstva opazen predvsem v občutno nižjih stopnjah inflacije in brezposelnosti, zabeležili pa so tudi relativno visoke stopnje rasti BDP.

V obdobju 1995–2005, ki ga imenujemo tudi obdobje nove ekonomije, lahko opazimo izjemno izboljšanje vseh makroekonomskih kazalcev. Povprečna stopnja brezposelnosti in povprečna stopnja inflacije sta bili v tem obdobju najnižji po letu 1960, realna rast BDP pa je prav tako skoraj presegla rekord, ki je bil dosežen v obdobju 1959–1973 (4,2 %).

Tabela 1: Makroekonomski kazalci ZDA v obdobju med 1959–2000

Obdobje	Realna rast BDP (v %)	Realna rast BDP na prebivalca (v %)	Povprečna brezposelnost (v %)	Povprečna temeljna inflacija* (ang. core inflation) ¹ (v %)
1959–1973	4,2	2,9	4,9	2,7
1973–1990	2,9	1,0	7,0	5,9
1990–2000	3,2	2,2	5,6	2,4
1990–1995	2,4	1,3	6,6	3,0
1995–2000	4,1	3,2	4,6	1,7

¹ Gre za mero inflacije, iz katere so izločeni vsi dejavniki, ki povzročajočasne cenovne šoke, saj ti šoki odstopajo od splošnega trenda inflacije in zaradi tega izmerjena inflacija ne daje realnih podatkov o stanju v gospodarstvu.

Legenda:* Cenovni verižni indeks dobrin za osebno potrošnjo; izključeni hrana in energija

Vir: B. Savas, 2004, The new economy macroeconomics: The late "golden age of diminished expectations"?, str. 113, tabela 1.

Iz Tabele 2 (na str. 3) je razvidno, da sta bili rast BDP in rast produktivnosti v obdobju nove ekonomije, glede na obdobje 1972–1995, izjemni, kljub temu pa nista presegli zlatih časov

ameriškega gospodarstva v obdobju 1950–1972. Iz navedenih makroekonomskih kazalcev je še razvidno, da je bilo obdobje nove ekonomije drugo najboljše obdobje ameriškega gospodarstva v 20. stoletju.

Tabela 2: Stopnje rasti ZDA za obdobje 1950–2001 v %

Obdobje*	Rast realnega BDP (v %)	Rast produktivnosti (v %)
1950:2–1972:2	3,9	2,7
1972:2–1995:4	2,9	1,4
1995:4–2001:4	3,5	2,4

Legenda: * Sistem zapisa obdobja: 1950:2 pomeni drugo četrtno leto leta 1950

Vir: B. Savas, 2004, *The new economy macroeconomics: The late “golden age of diminished expectations”?*, str. 113, tabela 2.

Savas (2004, str. 110) navaja, da izreden gospodarski uspeh ZDA konec devetdesetih let veliko ekonomistov² označuje s pojmom nova ekonomija (ang. »*New Economy*«), ki v ospredje postavlja predvsem tri makroekonomske kazalce uspešnosti gospodarstva: nizko brezposelnost, pospešeno gospodarsko rast in nizko inflacijo. Ekonomisti novo ekonomijo povezujejo z dogodki, katerih rezultat naj bi bili konstantno naraščajoči podjetniški dobički, višji (a ne previsoki) kazalci vrednotenja podjetij in konec poslovnih ciklov (Savas, 2004, str. 113). Svet za gospodarsko svetovanje (ang. »*Council of Economic Advisors*«) novo ekonomijo definira kot neprimerljivo ali celo izredno izboljšanje poslovanja, vključno s hitro rastjo produktivnosti, naraščajočim dohodkom, nizko brezposelnostjo in zmerno inflacijo, ki je posledica kombinacije prednosti, ki jih prinašajo nove tehnologije, delovne prakse in ekonomske politike (Savas, 2004, str. 114).

Kot razlog za gospodarski razcvet ekonomisti navajajo razvoj, uvajanje in uporabo nove informacijske in komunikacijske tehnologije (ICT³), poleg tega so se v tem obdobju posamezna gospodarstva vedno bolj povezovala na globalnem nivoju, kar jim je omogočilo boljše možnosti za trgovanje, dodatne vire kapitala in intelektualnih idej. Zagovorniki teorije nove ekonomije so mnenja, da je bila pospešena gospodarska rast sicer temelj za tako nenaden gospodarski napredek ZDA, vendar pri tem upoštevajo tudi druge dejavnike, kot so na primer zgodnja deregulacija ključnih industrij ZDA, finančne inovacije in intenzivnejši pritisk konkurence. Pri tem ne smemo zanemariti pomembne povezave med razvojem informacijske in komunikacijske tehnologije ter izboljšanim delovanjem trga dela. Bistvo te povezave je, da spletne strani za zaposlovanje omogočajo učinkovitejši mehanizem za povezovanje ponudbe (delodajalci) in povpraševanja (delavci), rezultat tega pa je bil ožji trg dela, višja produktivnost in nižja stopnja brezposelnosti konec devetdesetih let. Povečana uporaba ICT naj bi prispevala k povečanju produktivnosti dela kar tri četrtnine. Nekateri

² Med njimi avtor omenja ekonomiste, kot so na primer Robert J. Gordon, Johnatan Temple, Martin Neil Bailly, James Bradford DeLong, Laurence H. Summers, Carl Andreas Claussen in Karsten Staehr.

³ ICT je kratica za angleški izraz »information and communication technology«, ki v prevodu pomeni informacijska in komunikacijska tehnologija.

ekonomisti pa novo ekonomijo vidijo izključno kot internetni fenomen zaradi poplave podjetij, katerih glavna dejavnost je povezana z internetom, in zaradi spektakularne rasti vrednosti delnic teh podjetij (Savas, 2004, str. 110).

Poslovanje ameriške borze je bilo leta 1999 na vrhuncu. Razmerja P/E^4 za celoten ameriški trg so dosegla najvišje vrednosti v 20. stoletju, na primer tržna kapitalizacija v januarju 1996 je bila približno 7,4 trilijona dolarjev, avgusta 2000 pa je dosegla vrhunec, in sicer vrednost 18,9 trilijonov dolarjev. Rast internetnih podjetij je bila enormna, ustanovitelji teh podjetij pa so čez noč prišli do ogromnih dobičkov. Posledica hitre rasti, razvoja in visokih dobičkov teh podjetij je bil t. i. dot.com balon, ki je leta 2000 povzročil zlom precenjenega NASDAQ-a, to pa je povzročilo blažjo recesijo ameriškega gospodarstva (Savas 2004, str. 111).

Slika 1: Grafični prikaz gibanja indeksa NASDAQ Composite
(v točkah, 1994–2004)



Vir: *About Precious Metals*, 2008.

V okviru nove ekonomije je potrebno opozoriti na paradoks hkratne nizke inflacije in nizke brezposelnosti. V devetdesetih letih je bila povprečna stopnja inflacije 2,5 %, v primerjavi z osemdesetimi leti, ko je bila povprečna stopnja inflacije 5 %, pred tem pa celo 6 % in več. Kljub zniževanju inflacije je stopnja brezposelnosti v aprilu 2000 dosegla najnižjo raven v zadnjih tridesetih letih, t.j. 3,9 % (Savas, 2004, str. 114). To je v nasprotju s Phillipsovo krivuljo, ki ob nespremenjenih drugih pogojih (ang. »*ceteris paribus*«) predvideva obratno sorazmerno gibanje stopnje inflacije in stopnje brezposelnosti. To pomeni, da se ob znižanju

⁴ S kazalnikom P/E (price/equity) merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro dobička družbe, oziroma za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe. Gre za enega najbolj pogosto uporabljenih kazalnikov vrednotenja podjetij, vendar moramo pri njegovi uporabi upoštevati, da P/E kazalnik podjetij iz različnih dejavnosti medsebojno ni primerljiv. Če poskušamo na hitro ugotoviti, ali P/E kazalnik opravičuje ceno borznega tečaja, pogledamo letno rast prometa in dobička podjetja. Pri podjetju, ki raste 15 % letno in ima P/E v višini 30, je razmerje še utemeljeno (rast krat 2). Metoda je primerna le za razvite delniške trge (Volatilnost, korelacija in P/E , 2008).

stopnje brezposelnosti stopnja inflacije zviša in obratno. To je še dodatna potrditev, da je bil uspeh ameriškega gospodarstva v obdobju nove ekonomije izreden.

V času zlate dobe ameriškega gospodarstva je razviti svet prisostvoval več šokom, poleg zloma NASDAQ-a tudi azijski finančni krizi leta 1997, ruski dolžniški krizi leta 1998, terorističnemu napadu na ZDA septembra 2000, hitremu naraščanju cen nafte ter negotovosti zaradi vojn v Afganistanu in Iraku, vendar nobeden od teh šokov na gospodarstvo ni imel takega vpliva kot naftni krizi v sedemdesetih letih. Recesije so bile redkejše, krajše in plitvejšje (The turning point, 2007).

Stabilno makroekonomsko okolje je povečevalo zaupanje različnih gospodarskih subjektov v gospodarstvo, kar se je odražalo skozi večje zanimanje za finančna sredstva in nepremičnine. Gospodinjstva in podjetja so se bila v zameno za pridobitev teh sredstev pripravljena dolgoročno zadolžiti, saj so stabilne gospodarske razmere signalizirale nadaljnji pozitiven razvoj gospodarstva (The turning point, 2007).

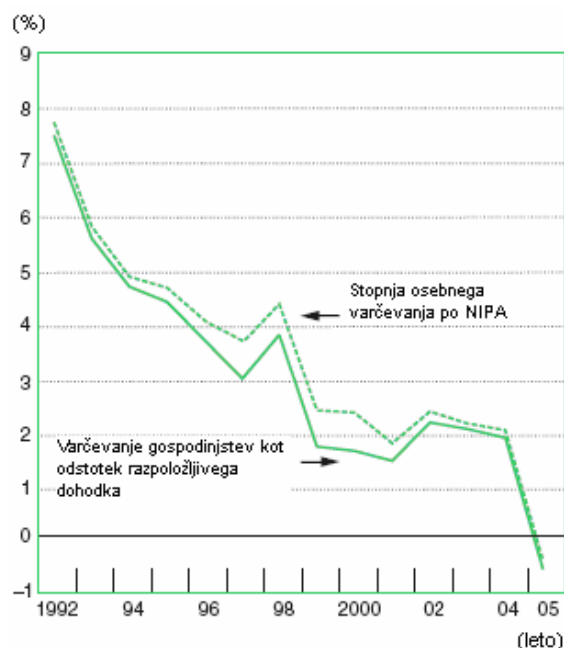
1.2 Gospodarske spremembe v ZDA v letih 2007 in 2008

Pred enim letom so se razmere poslabšale, na kar so vplivali tudi zunanji pogoji. Zaradi padca vrednosti dolarja se je podražil uvoz, kar je pomenilo pritisk na cene. K višjim cenam uvoza so prispevali tudi višji stroški proizvodnje uvoznih dobrin, saj se je v državah v razvoju, ki so glavni vir uvoza, začel povečevati standard, posledično pa so se višje plače začele odražati v višjih stroških, in s tem v pritisku na cene (Zuckermann, 2007, str. 1).

Poleg tega imajo ZDA velik zunanjetrgovinski primanjkljaj, saj so tuji investitorji, med drugim azijske banke, ki so kupovale velike količine dolarjev in v dolarjih izražene vrednostne papirje, na ameriški finančni trg letno vložili okrog 800 milijard dolarjev (Zuckermann, 2007, str. 1). To je povzročilo enormno rast tujega lastništva ameriških vrednostnih papirjev. Zuckermann (2007, str. 2) navaja, da so imeli tujci v letu 2007 v lasti več kot polovico zveznega dolga, okrog tretjino podjetniških obveznic in 13 % ameriškega trga vrednostnih papirjev, to pa za ZDA pomeni odliv prihodnjega outputa ter povečanje zahtev po izplačilu dividend in obresti tujim lastnikom po svetu.

Vse skupaj je dodatno poslabšalo dejstvo, da Američani skoraj ne varčujejo. Stopnja varčevanja je v zadnjih petnajstih letih padla s 7,5 % na nič. Prav tako je agregatna stopnja varčevanja, ki vključuje javni sektor in zasebne korporacije, padla s 13 % v šestdesetih letih na 0,8 % v letu 2006. Povprečni Američan z letnim dohodkom okrog 40.000 dolarjev praktično nič ne privarčuje, medtem ko povprečni Kitajec, ki zasluži okrog 2.000 dolarjev letno, privarčuje približno 20 % svojega dohodka (Zuckermann, 2007, str. 2).

Slika 2: Grafični prikaz stopnje varčevanja ameriških gospodinjstev
(kot odstotek razpoložljivega dohodka, 1992 –2005)



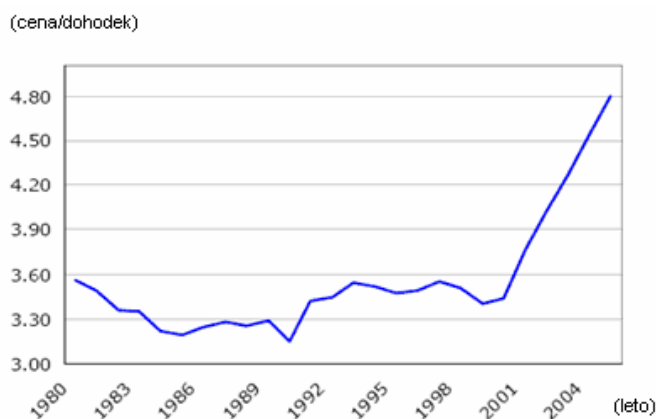
Vir: M. B. Reinsdorf, *Alternative measures of personal saving*, 2007, str. 8.

Nastanek nepremičninskega balona lahko povežemo z dvema krogoma ekspanzivne monetarne politike, ki jo je ameriški sistem centralnih bank (ang. *The Federal Reserve* oziroma FED) uporabil za blaženje gospodarskih posledic napihnjene borzne vrednosti internetnih podjetij (ang. *dot.com bubble*) in terorističnega napada septembra 2001. FED je znižal obrestno mero s 6,5 % v januarju 2003 na komaj 1 % v juniju 2003, da je dosegel želene učinke, pri tem pa so se pojavili tudi stranski učinki. Realne obrestne mere so bile tako nizke, da so zelo znižale realne donose prihrankov, ki so predstavljali dohodek za milijone Američanov. Na drugi strani pa so nizke obrestne mere pomenile nižji strošek zadolževanja, posojila so bila zelo poceni, skoraj zastoj. Tridesetletne fiksne hipotekarne obrestne mere so s 7,07 % v januarju 2001 padle na 5,21 % v juniju 2003, do konca leta 2005 pa so se gibale okrog 6 %. Enoletna spremenljiva hipotekarna obrestna mera se je znižala za skoraj polovico, s 6,68 % na 3 %. Drastične spremembe okolja varčevanja in posojanja so povzročile spremembo obnašanja potrošnikov. Pri tako nizkih obrestnih merah se investitorjem kapitala ni splačalo vlagati v banke ali hranilnice, raje so vzeli poceni (hipotekarno) posojilo pri banki in ta denar vložili v delnice ali nepremičnine. To je povzročilo špekulativno obnašanje, saj so investitorji verjeli, da se bo vrednost njihovih sredstev (nepremičnina, delnice) v ekspanzivnem gospodarskem okolju povečevala, pri čemer je cena sredstev zaradi optimističnih pričakovanj umetno rasla (ang. »*bubble mentality*«) (Larson, 2007, str. 18).

Ugodni posojilni pogoji in optimistična pričakovanja so tako povzročila povečanje povpraševanja po nepremičninah v ZDA, in sicer se je odstotek nepremičnin, ki so bile kupljene kot druga nepremičnina ali investicija, povečal s 34 % v letu 2003 na 40 % v letu 2005. Nekateri investitorji so podpisovali pogodbe z gradbenimi podjetji, še preden so

podjetja začela graditi. Povečano povpraševanje je dvignilo cene nepremičnin. Povprečna cena nepremičnine na trgu novogradenj se je od januarja 2001 do aprila 2006 povišala za 50 %, povprečna cena nepremičnine na trgu obstoječih nepremičnin pa je od januarja 2001 do julija 2006 narasla za 62,5 %. Na drugi strani je povečano povpraševanje po nepremičninah sprožilo porast števila gradbenih podjetij in gradenj. Takšno stanje je pomenilo nepričakovano bogastvo za večino obstoječih lastnikov nepremičnin in celotno gospodarstvo. Ob tem se je pojavilo neskladje med ceno nepremičnin in dohodkom večine ameriških gospodinjstev, saj je bilo povišanje cen nepremičnin precej večje kot povišanje dohodkov gospodinjstva. Cene nepremičnin so se povišale za 37,5 % (novogradnje) oziroma 43,4 % (obstoječe nepremičnine), medtem ko se je povprečen dohodek gospodinjstva povečal le za 9,3 %. Neskladje je spremljala serija neposrednih in posrednih posledic. Enodružinska obstoječa hiša je dosegla zgodovinsko vrednost v primerjavi z dohodkom gospodinjstva, prav tako razmerje med stroški lastništva nepremičnine v primerjavi s stroški najema nepremičnine, ki je v letu 2005 doseglo rekordno vrednost (1,166 v nasprotju s približno 1,0 leta 1999), mesečni indeks cenovne dostopnosti nepremičnin pa je dosegel najnižjo vrednost v obdobju 1989 do julija 2006, t.j. 99,60 v primerjavi z 134,70 leta 2001 (Larson, 2007, str. 19–20).

Slika 3: Grafični prikaz razmerja med ceno enodružinske hiše in dohodkom gospodinjstva (x-kratnik cene nepremičnine), 1980–2004



Vir: M. D. Larson, How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery, 2007, str. 21.

Od leta 2004 dalje je bilo nemogoče spregledati pregrevanje nepremičninskega trga⁵. Cene nepremičnin so naraščale z najvišjo stopnjo rasti v zadnjih nekaj desetletjih in več kot 4,5-krat hitreje, kot se je gibala inflacija, hipotekarni dolg se je povečeval po najvišji stopnji v zadnjih 25 letih, rast cen nepremičnin je močno prekašala rast dohodka gospodinjstev, stroški lastništva nepremičnine pa so v primerjavi s stroški najema prav tako naraščali (Larson, 2007, str. 21–22).

⁵ O naraščanju cen nepremičnin in pregrevanju ameriškega nepremičninskega trga ter zametkih nepremičninskega balona v letu 2004 pišejo tudi Himmelberg, Mayer in Sinai (Himmelberg et al., 2005, str. 1–2).

Ameriški nepremičninski trg je postal prenasičen in precenjen, balon je počil⁶. Sledili so padec prodaje, kopičenje zalog neprodanih nepremičnin, padanje vrednosti nepremičnin, posojilojemalci so se soočali z visokimi izgubami v obliki hipotek, ki jih niso mogli odplačevati, rubljenje nepremičnin in osebni bankroti, porast nerednih plačil, bankroti bank in drugih finančnih institucij itn. Zlom nepremičninskega trga je povzročil poslabšanje splošnih gospodarskih razmer tako v ZDA kot tudi drugod po svetu (Larson, 2007, foreword). Zlom nepremičninskega trga v ZDA in nastanek finančne krize globalnih razsežnosti bom natančneje prikazala in pojasnila v naslednjem poglavju.

2 ANALIZA AMERIŠKE NEPREMIČNINSKE KRIZE

V prvem delu drugega poglavja bom na kratko predstavila posledice nepremičninskega zloma na ameriškem nepremičninskem trgu. Osredotočila sem se na julij 2007, ko je zlom nepremičninskega trga v ZDA dosegel vrh. V drugem delu tega poglavja pa bom natančneje pojasnila nastanek in delovanje t. i. neprvovrstnega hipotekarnega trga (ang. *subprime mortgage market*), glavne akterje tega trga, kakšne odločitve so sprejemali ter kako so njihove odločitve in povezave med njimi povzročile zlom ameriškega nepremičninskega trga.

2.1 Stanje na ameriškem nepremičninskem trgu julija 2007

Julija 2007 je prišlo do razkritja katastrofalnega stanja na ameriškem nepremičninskem trgu. Prvi indici nepremičninskega zloma so se sicer pokazali že v aprilu in maju 2007, ko so hipotekarni posojilodajalci izkazali prve izgube in je prišlo do zloma hedge skladov banke Bear Stearns, vendar je zlom dosegel vrh v juliju 2007. Neverjetnemu vzponu nepremičninskega trga (t. i. nepremičninskemu balonu), ki je bil na kratko prikazan v prejšnjem poglavju, je sledil sunkovit preobrat, ki so ga zaznamovali padec prodaje nepremičnin, in s tem porast zalog neprodanih nepremičnin, padec cen nepremičnin, rekordno visoke cene neprodanih nepremičnin (zalog), porast nezmožnosti odplačevanja posojil, rast deleža zarubljenih nepremičnin rast in zmanjšanje gradnje novih nepremičnin (Larson, 2007, str. 2). Slike 4, 5, 6, 7, 8 in 9 (na str. 9–12) prikazujejo nekatere najbolj očitne posledice zloma na nepremičninskem trgu v ZDA.

Prodaja obstoječih enodružinskih hiš se je glede na vrh, dosežen v septembru 2005, znižala za 17,4 %, na trgu novogradenj pa se je prodaja nepremičnin znižala za 34,1 %. Sliki 4 in 5 prikazujeta spremembo vrednosti prodaje nepremičnin glede na vrednost prodaje.

⁶ Ameriška zgodovina je tudi sicer polna nepremičninskih balonov in njihovih pokov, ki so bili predvsem posledica naseljevanja novo odkritih območij oziroma naseljevanja na območjih, kjer so odkrili nov (naravni) vir. Klasični nepremičninski baloni v ZDA so npr. bombažni balon v New Southu (1835–1836), Chicagu (1835) in Kaliforniji (1840 in 1880) ter naseljevanje Floride v letih 1924–1925 (Bordo, 2005, str. 5).

Slika 4: Grafični prikaz padca prodaje enodružinskih domov
(letna stopnja prodaje v milijonih enot, prilagojena za sezonska nihanja, 1990–2005)



Vir: M. D. Larson, *How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery*, 2007, str. 2.

Na trgu rabljenih (starih) nepremičnin je prodaja obstoječih nepremičnin, vključno z enodružinskimi hišami in stanovanji, padla za 16,9 % v primerjavi z vrhom, ki je bil dosežen v septembru 2005. V maju je prodaja dosegla najnižji nivo po juniju 2003, in sicer je bilo prodanih le 5,99 milijonov enot. Na trgu novogradenj je prodaja padla za 34,1 % v primerjavi z najvišjo vrednostjo v juliju 2005 ter tako marca 2007 z nekaj nad 800.000 prodanimi enotami dosegla najnižji nivo po juniju 2000 (Larson, 2007, str. 2–3).

Slika 5: Grafični prikaz padca prodaje novogradenj
(letna stopnja prodaje v tisočih enot, prilagojena za sezonska nihanja, 1990–2005)



Vir: M. D. Larson, *How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery*, 2007, str. 3.

Zaradi padca prodaje nepremičnin so se povečale zaloge neprodanih nepremičnin. Zaloge obstoječih nepremičnin so se med leti 1999⁷ in 2004 gibale v meji med 2,0 in 2,5 milijona neprodanih enot, kar je bilo, kljub predpostavki normalne rasti prebivalstva in gospodarske rasti, veliko. V maju 2007 pa je bilo na ameriškem nepremičninskem trgu kar 3,79 milijonov neprodanih obstoječih enodružinskih hiš, kar je v zapisani zgodovini najvišja vrednost glede

⁷ Leta 1999 je ameriško združenje nepremičninskih agentov (ang. *National Association of Realtors*) začelo popisovati nepremičnine in voditi evidenco vseh nepremičnin v ZDA.

na povprečne vrednosti, ki so se gibale med 1,5 in 2,3 milijoni tovrstnih neprodanih enot (Larson, 2007, str. 4).

Slika 6: Grafični prikaz povečanja stoga neprodanih obstoječih enodružinskih hiš (v milijonih enot, 1989–2007)



Vir: M. D. Larson, *How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery*, str. 4.

Tudi zaloge neprodanih novogradenj so se povečevale, saj je bilo v maju 2007 na trgu novogradenj kar 536.000 neprodanih enot, v povprečju pa na tem trgu nikoli ni bilo več kot 432.000 neprodanih enot. V letih od 1980 do 1990 se je povprečno število neprodanih novogradenj gibalo med 300.000 in 320.000 enotami, na podlagi česar je mogoče sklepati, da je bilo leta 2007 na trgu novogradenj okrog 200.000 do 250.000 enot presežne ponudbe.

Poleg povečevanja stoga neprodanih nepremičnin se je povečeval tudi stog praznih nepremičnin. Od prvega četrtletja 2007 dalje je bilo praznih 2,8 % nepremičnin, namenjenih prodaji, kar predstavlja precejšen porast. Leto prej je bilo namreč takšnih nepremičnin le 2,1 %. Hkrati je bila to najvišja stopnja po letu 1956, ko so začeli spremljati te podatke (Larson, 2007, str. 5).

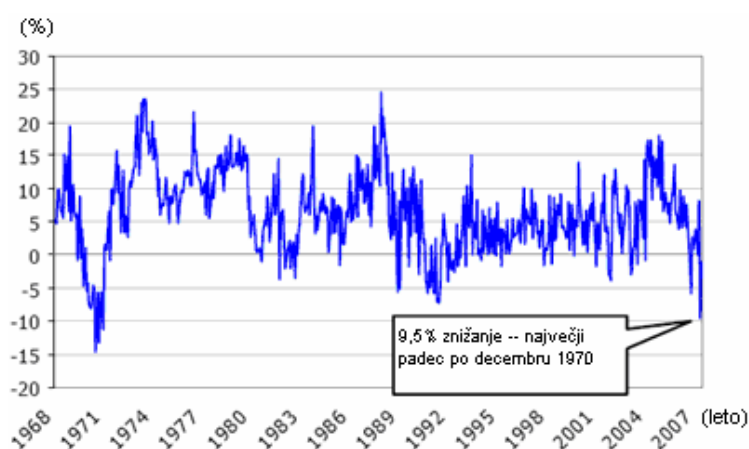
Slika 7: Grafični prikaz povišanja števila praznih nepremičnin, namenjenih prodaji (v odstotkih, 1956–2006)



Vir: M. D. Larson, *How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery*, 2007, str. 5.

Zaradi zmanjšanja povpraševanja po nepremičninah so cene nepremičnin začele padati. Cena⁸ obstoječih (starih) nepremičnin je padala kar deset mesecev zapored, končni rezultat je bila za 2,1 % nižja cena v maju 2007, v primerjavi z enakim obdobjem v letu 2006. V letu 2007 se je prvič, odkar National Association of Realtors zbira podatke o cenah nepremičnin, in prvič po Veliki depresiji (ang. *Great Depression*) zgodilo, da so se cene obstoječih nepremičnin znižale tako na letni ravni kot tudi na območju celotne države. Cena novogradenj se je znižala celo bolj kot cena obstoječih nepremičnin, in sicer je bila cena novogradenj v aprilu 2007 nižja za 9,5 % v primerjavi z aprilom 2006. To je največji padec cen novogradenj po letu 1970 (Larson, 2007, str. 6).

Slika 8: Grafični prikaz letne spremembe cene novogradenj
(v odstotkih, 1968–2007)



Vir: M. D. Larson, *How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery*, 2007, str. 6.

Posledice nepremičninskega zloma so vplivale tudi na pogoje financiranja nepremičnin. Delež posojilojemalcev, ki niso uspeli odplačati (ang. *delinquency rates*) neprvovrstnih hipotekarnih posojil se je v prvem četrtletju 2007 zvišal na 13,77 %, kar je najvišja stopnja po tretjem četrtletju 2002, delež posojilojemalcev, ki so zamujali s plačilom ALT-A posojil⁹ za 60 dni ali več, pa se je skoraj podvojil, in sicer se je delež v primerjavi z letom prej z 1,23 % zvišal na 2,9 %.

Na drugi strani so se posojilojemalci soočali z nezmožnostjo odplačevanja predragih posojil, ki so jih neracionalno najemali v času nepremičninskega balona ter izvršbami in rubeži

⁸ Cene nepremičnin so prikazane kot mediana (ang. »median price«), ki pomeni ceno med najdražje in najcenejše prodano nepremičnino na nekem ozemlju v določenem obdobju. Polovica nepremičnin je bila prodana dražje od te cene, polovica nepremičnin pa ceneje od te cene.

⁹ Posojila, imenovana »ALT-A« posojila so posojila, ki jih uvrščamo nekje med prvovrstna in neprvovrstna hipotekarnima posojila in so nastala kot fleksibilnejša alternativa prvovrstnim posojilom. »ALT-A« posojila so bila namenjena pretežno posojilojemalcem, ki so sicer izpolnjevali vse DTI in LTV pogoje, niso pa priskrbeli popolne dokumentacije za odobritev posojila.

razvrednotenih nepremičnin. Število mesečno vloženih vlog za prisilno odprodajo za poplačilo hipotekarnega dolga se je v enem letu, t.j. od maja 2006 do maja 2007, povečalo za kar 90 % in dosegla vrhunec z 176.137 vlog (Larson, 2007, str. 6–8).

Slika 9: Grafični prikaz števila naraščanja rubežev v ZDA
(januar 2005–april 2007)



Vir: M. D. Larson, *How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery*, 2007, str. 8.

Težave so se začele pojavljati tudi na strani posojilodajalcev. Do junija 2007 je skoraj 100 visokotveganih posojilodajalcev klonilo pred naraščajočimi posojilnimi izgubami, nezmožnostmi odplačevanja posojil s strani dolžnikov, prekinitvami financiranja in drugimi finančnimi težavami. Nekateri visokotvegani posojilodajalci so posojanje omejili ali celo prenehali s posojilnimi posli, drugi so razglasili bankrot.

2.2 Analiza nastanka nepremičninske krize ter odnosov med glavnimi akterji krize

Nastanek nepremičninske krize v ZDA je bil odvisen od nekaj dejavnikov, ključni dejavnik pa so bile finančne inovacije. Najprej je k temu botroval neprvovrstni hipotekarni trg, ki je omogočil izdajanje posojil pod novimi pogoji, pri čemer je nastalo veliko novih finančnih instrumentov. Pomembno spremembo klasičnih financ je povzročilo tudi listinjenje, ki je omogočilo prenos in razpršenost tveganja, vendar je s seboj prineslo tudi pomembna finančna tveganja. Različni udeleženci v finančnem sektorju ZDA in povezave med njimi so izkoristili prednosti, ki so jih ponujali novi finančni instrumenti, pri tem pa so ti instrumenti povzročili dodatno izgubo transparentnosti in znižanje posojilnih standardov, kar je na koncu pripeljalo do velikih težav in krize.

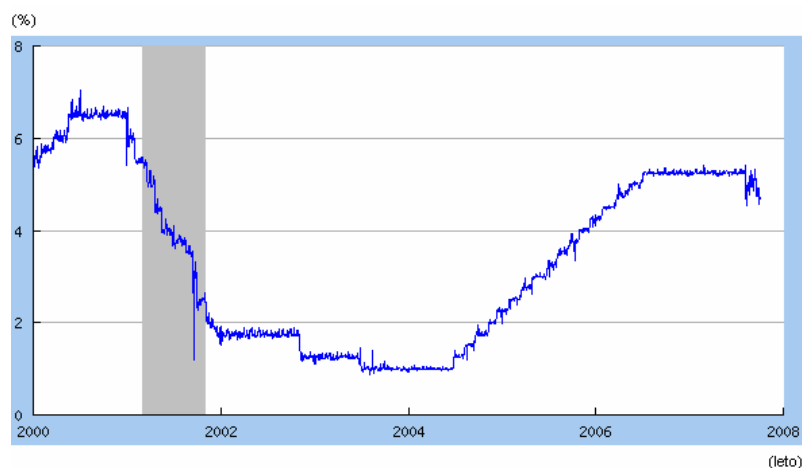
2.2.1 Nastanek neprvovrstnega hipotekarnega trga

Zlom ameriškega nepremičninskega trga lahko povežemo z nastankom t. i. neprvovrstnega hipotekarnega trga (ang. *subprime mortgage market*). Neprvovrstna hipotekarna posojila so stanovanjska posojila, ki ne izpolnjujejo pogojev za uvrstitev med prvovrstna hipotekarna

posojila, in imajo zato nižjo pričakovano verjetnost celotnega poplčila posojila. Ocena kreditorejmalca je narejena na podlagi evidence preteklih posojil, razmerja med dolgom in dohodkom (ang. *debt-to-income ratio*, v nadaljevanju DTI razmerje) ter razmerja med posojilom in vrednostjo zastavljenih nepremičnin (ang. *loan-to-value ratio*, v nadaljevanju LTV razmerje). Posojilojemalce z nizko vrednostjo točk, t.j. DTI razmerje nad 55 % in LTV razmerje nad 85 %, štejemo med nepravvrstne. Posojila, imenovana »ALT-A« posojila, so posojila, ki jih uvrščamo nekje med prvovrstna in nepravvrstna hipotekarna posojila. »ALT-A« posojila so nastala kot bolj fleksibilna alternativa prvovrstnim posojilom in so bila namenjena pretežno posojilojemalcem, ki so sicer izpolnjevali vse DTI in LTV pogoje, niso pa priskrbeli popolne dokumentacije za odobritev posojila (Kiff & Mills, 2007, str. 3).

Razvoj nepravvrstnega hipotekarnega trga je pospešilo nekaj mejnikov, med drugim najvišja dovoljena obrestna mera, vsiljena z zvezno zakonodajo leta 1980, medtem ko so posojilodajalci lahko ponujali hipotekarna posojila s fleksibilno obrestno mero od leta 1982 dalje. Z davčno reformo leta 1986 (ang. *Tax Reform Act*) so stanovanjska hipotekarna posojila ostala edina potrošniška posojila, kjer so obresti obravnavali kot davčno olajšavo. Stanovanjska hipotekarna posojila so tako postala najbolj priljubljen način financiranja prenove nepremičnin in osebne porabe v primerjavi z drugimi oblikami potrošniških posojil (Kiff & Mills, 2007, str. 3). Po letu 2000, ko so se pokazale posledice dot.com balona in je ameriško gospodarstvo tonilo v recesijo, je FED v juniju 2003 znižal obrestne mere na najnižjo raven po letu 1958.

Slika 10: Grafični prikaz gibanja efektivne obrestne mere FED
(v odstotkih, 2000-2008)



Vir: The Huffington Post, 2007.

Posojila so bila skoraj zastoj in potreben je bil trg sredstev, kamor bi investitorji lahko investirali poceni pridobljena denarna sredstva. Kot odgovor na presežna denarna sredstva se je pojavil nepremičninski trg, kjer so se cene ravno začele obračati navzgor po tem, ko so dosegle dno. Kombinacija nizkih obrestnih mer, ki je omogočala poceni izposojilo denarnih sredstev in rastočih cen nepremičnin, ki so za bodočega investitorja pomenile povečanje vrednosti njegove investicije v prihodnosti, je postala zmagovalna kombinacija za uresničitev t. i. ameriškega sna, kjer je vsak lahko postal lastnik svoje nepremičnine. Pri tem so

posojilojemalci računali na to, da bo vrednost njihovih nepremičnin pri takšnem tempu rasti cen v nekaj letih presegla tako vrednost glavnice hipotekarnega posojila kot tudi vrednost nateklih obresti. Posojilojemalec bi v tem primeru nepremičnino lahko prodal, ob poplačanem hipotekarnem posojilu pa bi imel še dobiček. Če hipotekarni dolжник posojilojemalec ne bi želel prodati svoje nepremičnine, bi lahko refinanciral svoj dolg in obdržal dobiček (Saraogi, 2007, str. 1). Po takšni logiki je bil najem hipotekarnega posojila za bodoče posojilojemalce zelo privlačna opcija, ponudniki hipotekarnih posojil pa so ponudbo hitro prilagajali povpraševanju in so izumljali vedno nove posojilne instrumente.

Tabela 3 prikazuje porast povpraševanja po posojilih na neprvovrstnem hipotekarnem trgu po letu 2001, pri čemer je moč opaziti drastično zmanjševanje deleža klasičnih posojil s fiksno obrestno mero in povečevanje deleža novih, hibridnih posojilnih instrumentov (ARM ipd.). V letu 2006 je bil delež klasičnih posojil na neprvovrstnem hipotekarnem le še 26 %, kar je skoraj polovico manj, kot je bil delež v letu 2001. Pri tem je potrebno pojasniti, da sicer na prvovrstnem hipotekarnem trgu delež klasičnih posojil prevladuje.

Tabela 3: Struktura posojil v obdobju 2001-2006

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Velikost					
Število posojil (v 1000)	624	974	1676	2743	3440	2646
Povprečna velikost posojila (v 1000 \$)	151	168	180	201	234	259
	Tip hipotekarnega posojila kot delež vseh hipotekarnih posojil (v %)					
Posojila s fiksno obrestno mero – FRM (%)	41.4	39.9	43.3	28.2	25.1	26.1
Posojila s fleksibilno obrestno mero – ARM (%)	0.9	1.9	1.3	4.3	10.3	12.8
Hibridna posojila (ang. <i>Hybrid</i>) (%)	52.2	55.9	54.7	67.3	62.0	46.2
Napihnjena posojila (ang. <i>Balloon</i>) (%)	5.5	2.2	0.8	0.2	2.6	14.9

Vir: J. Demyanyk & O. Van Hemert, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, 2007, str. 6.

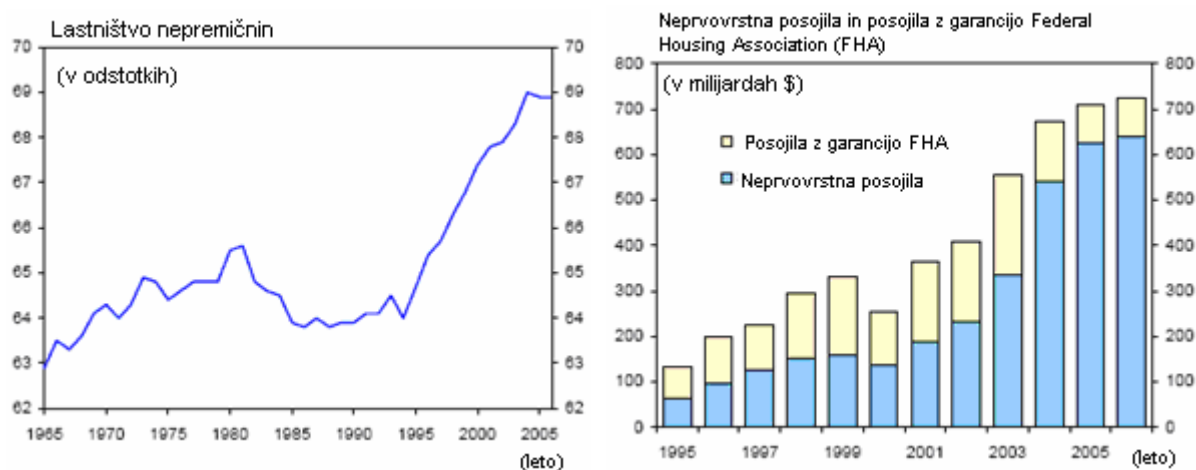
Na neprvovrstnem hipotekarnem trgu so se tako uveljavile različne vrste posojilnih instrumentov, kot so na primer hipotekarna posojila s fleksibilno obrestno mero (ang. *adjustable rate mortgage* ali ARM), hibridna hipotekarna posojila (ang. *hybrid mortgage*) in napihnjena hipotekarna posojila (ang. *balloon mortgage*¹⁰) (Demyanyk & Van Hemert, 2007 str. 6–7). Večina ARM je bila pravzaprav hibridnih produktov, sestavljena iz različnih kombinacij fiksne in fleksibilne obrestne mere, obsegala pa je več kot polovico neprvovrstnega hipotekarnega trga. Dve tretjini ARM so bili t. i. »2/28« hibridi, kar pomeni, da je imel posojilojemalec na začetku dve leti hipotekarno posojilo s fiksno obrestno mero, po preteku dveh let pa se je posojilo spremenilo v hipotekarno posojilo s fleksibilno obrestno mero z dobo zapadlosti 28 let. V tem primeru je bila začetna fiksna obrestna mera pogosto nižja od tržne (ang. *teaser rate*), tako, da je bil preskok s fiksne na fleksibilno obrestno mero

¹⁰ »Napihnjeno« hipotekarno posojilo je posojilo, ki se v posojilni dobi ne amortizira v celoti, za posojilojemalca to pomeni visoko (»napihnjeno«) končno plačilo.

za posojilojemalca občuten, kljub temu da se je posojilojemalec pred sunkovitim povečanjem mesečne anuitete lahko zaščitil z različnimi obrestnimi kapicami (Kiff & Mills, 2007, str. 8). Kiff in Mills (2007, str. 8) še navajata, da so glavnino nepravvrstnih in »ALT-A« hipotekarnih posojil sestavljala t. i. obrestna posojila (*ang. interest-only loans*¹¹) in negativno amortizirana posojila (*ang. negative amortization loans*)¹².

Tovrstna posojila so posojilojemalcu omogočala, da si je za nizke začetne mesečne anuitete (odplačila) privoščil drago nepremičnino, fleksibilnost posojila pa mu je omogočala prilagajanje odplačevanja mesečnih anuitet nihanju njegovega dohodka. Pri tem je posojilojemalec računal na to, da mu bo povečanje vrednosti kupljene nepremičnine v času omogočilo lažje odplačevanje kasnejših (dražjih) mesečnih anuitet. Vendar je imelo takšno posojilo tudi svoje pasti, ena izmed njih je bila ta, da je posojilojemalec lahko kupil zelo drago nepremičnino, ki je kasneje ni mogel vzdrževati in namesto, da bi vrednost nepremične naraščala, se je ta zmanjševala. Ker je posojilojemalec v celotni dobi posojila odplačeval samo obresti, mu je ob koncu posojilne dobe še vedno ostalo plačilo glavnice, ki se je v tem obdobju občutno povečala. Posojilojemalec v takšnem primeru ni mogel odplačati dolga in je moral prodati nepremičnino, za katero je dobil manj denarja, kot ga je dolgoval posojilodajalcu. Ker mu obstoječe finančno stanje ni omogočalo poplačila razlike, je najel novo (hipotekarno) posojilo in s tem tvegal svojo plačilno sposobnost.

Slika 11: Grafični prikaz sočasne rasti lastništva nepremičnin (1955–2005) in nepravvrstnih hipotekarnih posojil (1995–2005)



Vir: J. Kiff & P. Mills, *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, 2007, str. 4, tabela 1 in tabela 2.

¹¹ Obrestno posojilo je posojilo, pri katerem posojilojemalec v dogovorjenem obdobju odplačuje le obresti, glavnica pa pri tem ostaja nespremenjena. Po preteku dogovorjenega obdobja posojilojemalec lahko posojilo preoblikuje v obrestno hipotekarno posojilo (*ang. interest-only mortgage*), odplača glavnico, ali pa lahko posojilo preoblikuje v navadno amortizirano posojilo (*ang. amortized loan*).

¹² Negativno amortizirano posojilo je posojilo, pri katerem so začetna odplačila tako nizka, da posojilojemalec z njimi ne pokrije niti mesečnih obresti na posojilo, še manj glavnico. Neplačane obresti se prištevajo k glavnici, posojilo pa zaradi tega postaja vse dražje.

Iz Slike 11 (na str. 15) je razvidno, da se je zaradi sprostitve pogojev najema hipotekarnega posojila močno povečala rast lastninjenja nepremičnin. Demyanyk in Van Hemert (2007, str. 8) analizirata razloge za najem hipotekarnega posojila. V 30–45 % primerih je bil razlog za najem posojila nakup nepremičnine, v 45–55% primerih je bil razlog refinanciranje obstoječega posojila v novo, še večje posojilo (najbolj razširjeno v letih 2001–2003), delež posojil za refinanciranje posojila brez povečanja posojila pa je bil relativno majhen (okrog 10 %). Nov način posojanja je omogočil zadolževanje in nakup nepremičnin tudi nižjim in bolj revnim slojem prebivalstva ter manjšinam, ki so bili po tradicionalnih pogojih posojanja obravnavani kot preveč tvegani in jim zato finančne institucije niso odobrile posojila.

Pri zniževanju stroškov hipotekarnega posojanja sta bili ključnega pomena avtomatizacija preverjanja kreditne sposobnosti posojilojemalca (ang. *underwriting*) in sekuritizacija oziroma listinjenje (ang. *securitization*). Računalniško vodeno preverjanje kreditne sposobnosti je nadomestilo presojo posojilnih referentov, kar je povečalo stroškovno učinkovitost posojanja, napredek v statističnem ocenjevanju kreditne sposobnosti posojilojemalca pa je vodil v natančnejšo in bolj konsistentno oceno posojilnega tveganja. Listinjenje je nadaljnjo rast trga omogočilo tudi zato, ker je z razpršitvijo tveganja investitorjem omogočalo nakup vrednostnih papirjev najvišjih ratingov, ki so prinašali visoke donose (Kiff & Mills, 2007, str. 3).

2.2.2 Sekuritizacija oziroma listinjenje v ZDA

Slak (2005, str. 28) listinjenje definira kot proces prodaje bančnih posojil v obliki vrednostnih papirjev, s katerimi banke izboljšujejo svojo likvidnost, kapitalsko ustreznost in prenašajo poslovno tveganje na investitorja, kupca vrednostnega papirja. Banke se listinjenja lahko lotijo tudi z namenom izločitve nelikvidnega premoženja iz bilance, izboljšanja finančnih kazalcev ali doseganja boljših ratingov izdaj (ang. *credit enhancement*). Vrednostni papirji so ponavadi izdani na osnovi posojil, ki so zavarovana s hipotekami ali drugimi jamstvi, in zato za investitorje predstavljajo relativno varno naložbo.

Bistvo listinjenja je v oblikovanju posameznih paketov (ang. *pools*), v katere nato banke razvrščajo terjatve s podobnimi značilnostmi¹³. Glede na vrste terjatev, ki sestavljajo paket, ločimo naslednje temeljne oblike listinjenja: ABS (ang. *asset backed securities*), MBS (ang. *mortgage backed securities*), CDO (ang. *collateralised debt obligations*) in CMBS (ang. *commercial mortgage backed securities*) (Janevska & Kovač, 2003, str. 13).

Banka tako oblikovan paket terjatev proda posebnemu podjetju (ang. *special purpose entity* – SPE), katerega edini namen je izvedba listinjenja. Glede na to, ali po postopku listinjenja terjatve ostanejo v bančni bilanci ali ne, ločimo dve vrsti listinjenja, to sta t. i. prava prodaja (ang. *true sale*), pri kateri banka na podjetje poleg tveganja prenese tudi samo terjatve, in

¹³ Banke imajo sicer veliko različnih vrst bančnih terjatev, kot so na primer hipotekarna posojila, terjatve iz naslova kreditnih kartic, študentska posojila itn.

sintetično listinjenje (ang. *synthetic securitisation*), pri katerem banka na podjetje prenese le tveganje, terjatev pa ostane v njeni bilanci (Janevska & Kovač, 2003, str. 13).

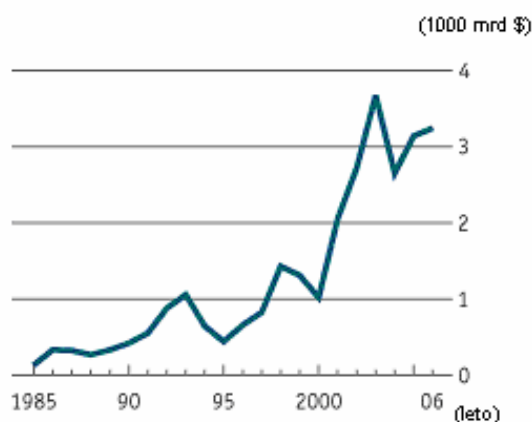
Podjetje (SPE) paket finančnega premoženja ponavadi loči v tri tranše, na podlagi katerih izda dolžniške vrednostne papirje različne tveganosti in donosnosti. Nadrejena (senior) tranša (ang. *Class A" tranche*) je najbolj kakovostni vrednostni papir z najvišjo bonitetno oceno, v lestvici bonitetne agencije Moody's se ta običajno giblje od Aaa do A. Premije na nadrejene tranše so zaradi nizke tveganosti relativno nizke. Srednja (mezzanine) tranša (ang. *Class M" tranche*) je navadno ocenjena z bonitetno oceno od Bbb do B, pred izgubami pa je zaščiten do vrednosti podrejene tranše. Podrejena (junior) tranša (ang. *equity tranche, first-loss tranche*) pa je vrednostni papir najslabše kakovosti in običajno nima bonitetne ocene. V vrednostnih papirjih, izdanih na podlagi te tranše, je skoncentrirano tveganje celotnega fonda, saj ti vrednostni papirji prvi nosijo izgubo zaradi neplačil iz naslova terjatev v fondu. Banka te tranše običajno ne proda, ampak jo obdrži, saj z donosnostjo te tranše kompenzira strošek kapitala, ki ga mora banka vzdrževati zaradi regulatornih namenov (kapitalska zahteva), medtem ko je kapitalska zahteva za prvi dve tranši, glede na njuno tveganje, prevelika in ju zato banka proda (Janevska & Kovač, 2003, str. 13; Bolčina, 2006, str. 25).

Banka s prodajo terjatev SPE nima več nobenih pravic, ki izhajajo iz naslova te terjatve, poleg tega pa imajo tako izdani dolžniški vrednostni papirji bonitetne ocene, ki so neodvisne od kreditne sposobnosti banke (kapitalska arbitraža¹⁴). Listinjenje tako predstavlja učinkovit način prenosa kreditnih tveganj z ene banke na drugo banko ali nebančno institucijo. V tem pogledu listinjenje zagotavlja boljšo razpršitev tveganja ter povečanje splošne finančne stabilnosti. Vendar se banke listinjenja lahko poslužujejo tudi z namenom izogibanja kapitalskim zahtevam, ki bi jih morale zagotavljati glede na svojo izpostavljenost različnim tveganjem (Križaj, 2003, str. 6).

Hipotekarno listinjenje v ZDA ni nov fenomen. Posojilodajalci listinijo nepremičninska posojila že od leta 1970 dalje, vendar je bila stopnja rasti listinjenja v tem sektorju v času nepremičninskega balona precej višja kot v preteklih desetletjih. Razmah listinjenja v času nepremičninskega balona lahko pripišemo preobilju presežne likvidnosti, ki je sovpadala s hitrim naraščanjem ponudbe denarja v obtoku in padanjem obrestne mere pod vplivom FED, ki je varčevalce in investitorje spodbujal, naj opustijo tradicionalne investicije z nizkimi donosi in naj se preusmerijo na bolj agresivne instrumente, ki so prinašali visoke donose, predvsem tiste, ki jih je kreiral hipotekarni trg (Larson, 2007, str. 33). Slika 12 (na str. 18) prikazuje porast listinjenja v obdobju od leta 1985 do leta 2006, kjer je posebej razviden razmah po letu 2001.

¹⁴ Križaj (2003, str. 6) kapitalsko arbitražo definira kot mehanizem, s katerim poskušajo banke zmanjšati svojo regulatorno kapitalsko zahtevo in jo približati dejanskim gospodarskim tveganjem.

Slika 12: Grafični prikaz porasti listinjenja v ZDA
(v1000 milijardah dolarjev, 1985–2006)



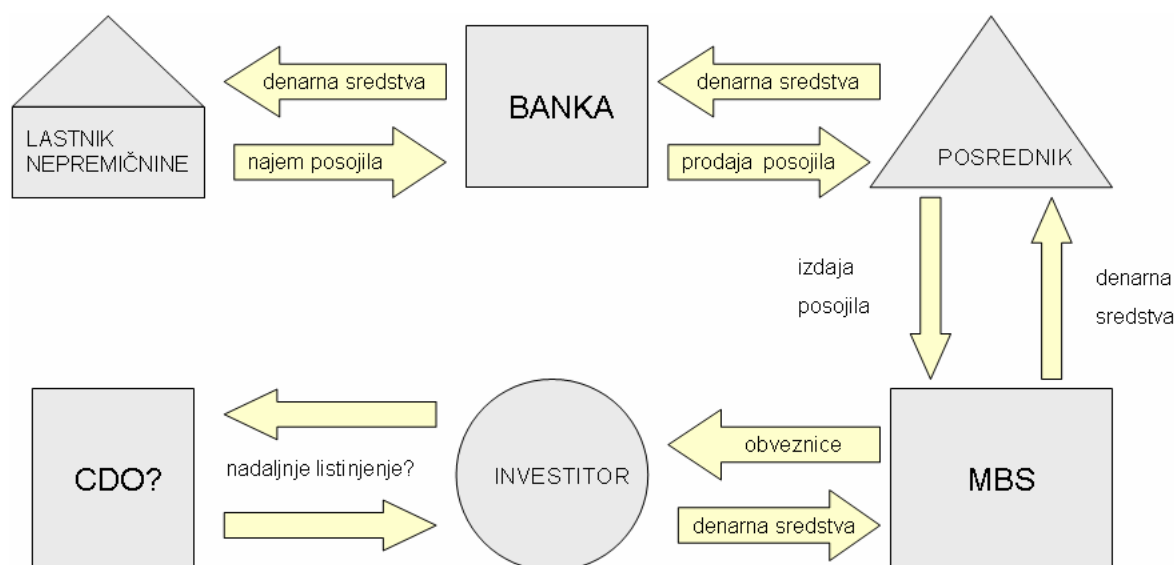
Vir: *When it goes wrong...*, 2008.

Proces listinjenja v ZDA je navadno potekal v naslednjem zaporedju. Originator posojila je ustvaril hipotekarno posojilo, ki ga je nato prodal posojilodajalcem, državnim podjetjem (najbolj znane so hipotekarne agencije Ginnie Mae, Fannie Mae in Freddie Mac)¹⁵ in investicijskim podjetjem na Wall Streetu (izdajatelji). Ti so lahko posojila zadržali v svojem portfelju, lahko pa so jih preoblikovali v vrednostne papirje najvišjih bonitetnih ocen in jih prodali naprej (Larson, 2007, str. 33). Na hipotekarnem trgu so se kot najpogostejši vrednostni papir pojavile t. i. hipotekarne obveznice (MBS). Hipotekarna obveznica je obveznica, katere izplačila temeljijo na plačilih enega ali več hipotekarnih posojil. Oblikovane so tako, da plačilo obresti hipotekarnega posojila pokriva vsaj izplačila obresti (in provizije posrednikov), z glavnico hipotekarnega posojila pa se poplača glavnica hipotekarne obveznice. Pri tem je potrebno opozoriti na nekatera tveganja hipotekarnih obveznic. Prva vrsta tveganja je obrestno tveganje, saj sprememba obrestne mere v eno smer pomeni obratnosorazmerno spremembo vrednosti obveznice. Drugo vrsta tveganja je tveganje predčasnega poplačila posojila, kar za investitorja pomeni časovno tveganje, saj le-ti v tem primeru ne vedo, kdaj bodo dobili izplačane donose svojih obveznic. Tretja vrsta tveganja pa je tveganje neplačila hipotekarnega posojila, kar je predpogoj za izplačilo donosov hipotekarnih obveznic. Kljub temu so zaradi visokih donosov, ki so jih obveznice obljubljale, različni investitorji (med drugimi tudi tuje centralne banke, pokojninski skladi in obvezniški vzajemni skladi) kupovali in prodajali obveznice na sekundarnem trgu. Vendar pa trgovanje s hipotekarnimi obveznicami ni pomenilo končne točke listinjenja. Paketi hipotekarnih obveznic so se listinili dalje, nastale so t. i. zadolžnice (ang. *collateralized debt obligations* – CDO), ki so sicer zelo podobne hipotekarnim obveznicam, razlika je le v sredstvih, na podlagi

¹⁵ Glavna naloga omenjenih agencij – Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (FNMA oziroma Fannie Mae) in Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) – je, da skrbijo za pravočasno poplačilo obresti in glavnice hipotekarnega posojila ter na tak način zmanjšujejo tveganje za investitorje hipotekarnih obveznic.

katerih so zavarovane¹⁶ (Rosen, 2007, str. 1–4). Slika 13 prikazuje poenostavljen proces listinjenja.

Slika 13: Poenostavljen grafični prikaz postopka listinjenja in povezav med akterji



Vir: J. R. Rosen, *The Role of Securitization in Mortgage Lending*, 2007, str. 2.

Zagovorniki listinjenja so menja, da so z listinjenjem pridobili tako posojilodajalci kot tudi posojilojemalci. Preden je bilo možno listiniti, so imele banke za izdajo novih posojil na voljo omejeno količino kapitala. Posojilna dejavnost bank je bila zato omejena, saj niso imele učinkovitih načinov, s katerimi bi lahko preoblikovale obstoječe portfelje posojil v denarna sredstva, ki bi jih nato uporabile za izdajo dodatne količine posojil. Manjkal je likviden trg za hipotekarna posojila. Nastanek trga listinjenih posojil (ang. *securitization market*) je bankam omogočil vrednotenje obstoječih portfeljev posojil in prenos tveganja teh posojil na bolj izkušene investitorje. Za posojilojemalce je to pomenilo, da so imeli na voljo več sredstev, s katerimi so lahko kupili nepremičnino oziroma refinancirali svoja obstoječa hipotekarna posojila (Larson, 2007, str. 33–34).

Dotok obsežnih količin likvidnega kapitala, ki ga je omogočala stimulatívna monetarna politika ameriške centralne banke in tujih centralnih bank, je povzročil spremembo na sekundarnem trgu. Presežna likvidna sredstva so investitorjem omogočala doseganje donosov, ki so bili precej višji, kot bi jih sicer dosegli z investiranjem v državne vrednostne papirje, to pa je povzročilo porast povpraševanja po bolj donosnih paketih hipotekarnih posojil. Originatorji posojil so v tem videli novo priložnost za zaslužek, saj so zdaj lahko oblikovali tudi najbolj tvegana posojila, ki so jih nato prodajali investitorjem in pri tem dosegali visoke dobičke. Priložnost so izkoristili tudi hipotekarni posredniki (ang. *mortgage brokers*), ki so se skoncentrirali na visoko tvegane segmente posla. Na podlagi posredovanja pri nakupu

¹⁶ MBS so zavarovane s hipotekarnim posojilom, CDO pa z različnimi dolžniškimi instrumenti, kot so obveznice, posojila, strukturirani vrednostni papirji ali hipotekarne obveznice.

oziroma prodaji neprvovrstnih hipotekarnih posojil, so jim posojilodajalci izplačevali visoke provizije in honorarje. Na drugi strani so se posojilojemalci borili z naraščajočimi cenami nepremičnin, ki jim niso več omogočale nakupa lastne nepremičnine pod pogoji klasičnih hipotekarnih posojil. Posojilojemalci so zato pritiskali na posojilodajalce, ti pa so jim odgovorili z vrsto alternativnih oblik hipotekarnih posojil (Larson, 2007, str. 34).

V obdobju nepremičninskega balona so se pokazale nekatere slabosti listinjenja. Najprej; listinjenje je zmanjšalo in odložilo posledice slabih posojilnih odločitev vseh vpletenih. Končno tveganje izvedbe hipotekarnega posojila v modelu listinjenja ne nosi več originator posojila, ki pozna finančno stanje posojilojemalca, pač pa se tveganje prenese na investitorja, ki o finančnem stanju posojilojemalca ve zelo malo. Pri klasičnem posojanju¹⁷ o odobritvi posojila posameznemu posojilojemalcu odloča banka, prav tako je banka tista, ki financira posojilo in pobira mesečna plačila. V primeru nezmožnosti odplačevanja dolga se banka odloči, ali bo refinancirala obstoječe posojilo ali pa bo proti posojilojemalcu sprožila postopek zaplenitve in prodaje premoženja. Pri klasičnem modelu posojanja je torej velik poudarek na dolgoročnem razmerju med banko in posojilojemalcem, z vstopom modela listinjenja pa je ta odnos prekinjen. Med banko in posojilojemalca namreč vstopi novi lastnik (izdajatelj), t.j. kupec hipotekarnega posojila banke, ki posojilo preoblikuje v vrednostne papirje in jih nato proda naprej. Ko banka enkrat proda posojilo, izgubi vse pravice, ki so vezane na posojilo. Tako ne more več refinancirati obstoječega posojila, niti ne more opraviti kakšnih drugih prilagoditev posojila za posojilojemalca. Vse spremembe v zvezi s posojilom postanejo obveznost t. i. serviserja, ki v imenu izdajatelja od posojilojemalca pobira plačila, na podlagi katerih nato izdajatelj izplačuje donose vrednostnih papirjev investitorjem. Proces listinjenja je torej povzročil prenos tveganja slabih posojil na tretje osebe, s čimer so se originatorji posojil in posredniki začasno izognili posledicam, ki jih za sabo pustijo takšna posojila. Najprej so posledice doletele posojilojemalce, ki so se soočali s postopki zaplenitve in prodaje premoženja ter padanjem vrednosti nepremičnin (Larson, 2007, str. 35–36).

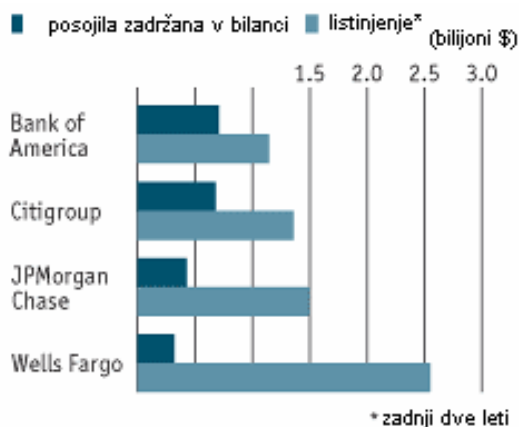
Drugič; listinjenje je postavilo kvantiteto posojil pred kvaliteto posojil. Posojilodajalci, hipotekarni posredniki, investicijske banke in bonitetne agencije so namreč svoj dobiček povečevale na podlagi količine izdanih posojil oziroma vrednostnih papirjev, ne pa na podlagi kvalitete in končnega učinka posojila. Plačila so namreč dobivali v obliki provizij in honorarjev, ki temeljijo na predpostavki »več posla, več denarja«. Še enkrat se je izkazalo, da je pri posojanju pomembno dolgoročno razmerje med posojilodajalcem in posojilojemalcem, saj posojilo tako ostane v bilanci posojilodajalca do končnega poplačila, in zato vse negativne posledice tega posojila (neplačevanje obveznosti s strani posojilojemalca, postopek zaplenitve in prodaje premoženja itn.) odpadejo na posojilodajalca. V nasprotju s tem pa je model

¹⁷ Warnock V. in Warnock F. (2007, str. 5–8) navajata, da osnovno infrastrukturo, ki je potrebna za vzpostavitev dobro delujočega sistema financiranja nepremičnin, sestavljajo dejavniki, ki podpirajo dolgoročno zadolževanje (zmožnost ocenjevanja vrednosti nepremičnine in jo v primeru nezmožnosti odplačevanja posojila zaseči, zmožnost ocenjevanja posojilne sposobnosti posojilojemalca in stabilnega makroekonomskega okolja) in dejavniki, ki podpirajo mobilizacijo finančnih sredstev (lahko preko varčevanja ali depozitov, kapitalskih ali sekundarnih trgov).

listinjenja v ospredje postavil investitorja, ki ga negativne posledice posojila sicer prizadenejo najprej, vendar pa je v vsej listinjski verigi hkrati tudi najbolj oddaljen od dejavnikov, ki bi lahko povzročili takšne negativne posledice (Larson, 2007, str. 37–38).

Tretjič; preference posojilodajalcev so se zaradi zasledovanja lastnih interesov povsem spremenile, zato so posojilojemalcem dostikrat ponudili povsem neprimerno posojilo. Posojilojemalci so zaradi naraščanja cen nepremičnin in posledično povečevanja nedostopnosti nepremičnin iskali alternativne oblike posojil, vendar pa so na odločitve posojilodajalcev dodatno vplivali tudi investitorji, ki so bili za vrednostne papirje višjih donosov pripravljeni prevzeti višje tveganje. Temu so nato sledili tudi posojilodajalci. Dejstvo je, da hipotekarni posredniki niso neposredno vezani na koristi kvalitetnega posojila, zato jim načeloma ni potrebno iskati najbolj primerne posojila za posojilojemalca. V modelu listinjenja hipotekarni posojilodajalci prav tako ne nosijo tveganja v primeru nezmožnosti odplačila dolga, zato se tudi njim ni potrebno ukvarjati z iskanjem primerne posojila za posojilojemalca, medtem ko v primeru klasičnega modela posojanja posojilodajalci ohranijo hipotekarno posojilo v svoji bilanci, in so zato odvisni od končnega učinka posojila. Zaradi tega imajo klasični posojilodajalci večji interes, da posojilojemalcu ponudijo njegovim finančnim zmožnostim prilagojeno posojilo. Slika 14 prikazuje ravnanje s posojili nekaterih največjih ameriških bank. Iz Slike je razvidno, da so banke v letu 2006 v svojih bilancah obdržale manj posojil, kot so jih prodale naprej na podlagi listinjenja (Larson, 2007, str. 38–39).

Slika 14: Grafični prikaz ravnanja s posojili nekaterih največjih ameriških bank
(v bilijonih dolarjev, 2006)



Vir: *When it goes wrong...*, 2007.

Nenazadnje; listinjenje je skupaj s presežno likvidnostjo signaliziralo izkrivljene cene na trgu. Teoretično bi morali imeti izkušeni investitorji ob nakupu svežnja nepremičninskih posojil strokovno znanje in izkušnje, na podlagi katerih bi lahko pravilno ocenili tveganje nakupa nekega vrednostnega papirja in mu postavili ceno. Vendar pa investitorjem tedanje stanje na sekundarnem trgu tega ni omogočalo. Presežek likvidnosti na globalnih kapitalskih trgih je, kljub naraščanju stopnje nerednosti plačil in deleža rubežev, odtekal na sekundarni

hipotekarni trg, kar je pomenilo, da so investitorji kljub slabim novicam glede hipotekarnih posojil dobiček iskali v izdajanju in kupovanju hipotekarnih obveznic. Zaradi tega so v letu 2007 nekatere investicijske sklade prizadele hude finančne težave, kot so na primer izstopi investorjev, zahtevki za odkup vrednostnih papirjev in hitro padanje vrednosti investicijskih imetij. Izkrivljenost sekundarnega trga je torej sprožila povečanje apetitov investorjev po visokih dobičkih, kar je eden od glavnih razlogov (krivcev) za nastanek finančne krize v ZDA (Larson, 2007, str. 39–40).

2.2.3 Glavni akterji krize ter odnosi med njimi

Listinjenje je bilo v polnem zaletu, poleg tega pa je bilo nemogoče spregledati pregrevanje nepremičninskega trga. Namesto da bi FED prvi opazil nevarnost in nanjo opozoril ter jo s pomočjo monetarne politike poskušal zajezi, je le-ta trgu pošiljal mešane signale in pogosto še naprej spodbujal tvegano zadolževanje. FED je leta 2004 spodbujal posojilodajalce, naj potrošnikom ponujajo posojila s fleksibilno obrestno mero (ARM), saj naj bi bili potrošniki zmožni sami nositi tveganje spremembe obrestne mere. Poleg tega naj bi bila tradicionalna hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero predrag način financiranja nakupa nepremičnine. Kasneje se je izkazalo, da temu ni bilo tako, saj so bile leta 2004 fiksne obrestne mere za hipotekarna posojila najnižje glede na pretekla desetletja, medtem ko so se fleksibilne obrestne mere povečale za kar 2000 bazičnih točk, t.j. iz približno 3,5 % na 5,5 %. Poleg tega je FED spodbujal posojilodajalce, naj poleg tradicionalnih posojil posojilojemalcem ponudijo še druge alternative hipotekarnih posojil, saj jim je napredek v tehnologiji omogočal pocenitev postopka ocenjevanja posojilne sposobnosti bodočega posojilojemalca. Kljub temu so posojilodajalci dostikrat neustrezno ocenili tveganje posameznega posojilojemalca, posledica pa je bila ta, da so odobrili previsok znesek posojila povsem neustreznim posojilojemalcem (Larson, 2007, str. 23–24).

Nepremičninski balon je bilo v letu 2004 nemogoče spregledati, vendar je FED napačno ocenil njegove razsežnosti. Predsednik FED je v oktobru 2004 izjavil, da mora lastnik pri špekulaciji z nepremičnino svojo nepremičnino prodati in se preseliti, kar naj bi bil, poleg visokih transakcijskih stroškov, zadosten razlog proti špekulativnemu trgovanju in pomembna omejitev za nastanek nepremičninskega balona. Poleg tega je podcenil izkrivljenost cen, saj naj bi te po njegovem mnenju prizadele le posamezna področja gospodarstva oziroma naj bi bile omejene na lokalno raven, ne pa tudi na celotno gospodarstvo, pri čemer se je skliceval na velikost ZDA. Tudi kasneje, ko obstoja nepremičninskega balona ni bilo več mogoče zanikati, je FED poskušal vzbuditi dvom v obstoj balona. Zatrdil je, da je nemogoče ugotoviti obstoj nepremičninskega balona v danem trenutku, v primeru, da ta obstaja, pa se FED ne namerava osredotočiti nanj. Nadalje je v januarju 2005 podpredsednik FED Roger Ferguson izjavil, da trenutne statistične metode niso bile zmožne zaznati nepremičninskega balona, predvsem ne v dejanskem času. Zaznavanje balona bi tako temeljilo na pomanjkljivih, skupih dokazih, tega tveganja pa centralna banka ni bila pripravljeni prevzeti (Larson, 2007, str. 24 – 25).

Različni signali in ekonomski kazalci so opozarjali, da je bil nepremičninski trg pod vplivom močnega izposojanja denarja in presežnega špekuliranja, kar je poganjalo cene nepremičnin v nebo. Kljub temu se je FED preveč osredotočil na gibanje oziroma rast cen potrošnih dobrin, zanemaril pa je prehitro rast cen nepremičnin (inflacijo v nepremičninskem sektorju) in inflatorne učinke denarne politike (predvsem nizkih obrestnih mer) (Larson, 2007, str. 25). Medtem ko naj bi vedno več centralnih bank¹⁸ pri inflacijski politiki uporabljalo t. i. model ciljne inflacije (ang. *inflation targeting*), katerega bistvo je zaježitev inflacije znotraj vnaprej določenega razpona (največkrat s prilagajanjem obrestne mere), FED v nasprotju s tem modelom postavlja bolj fleksibilen inflacijski cilj s precej širšim razponom, v katerem naj bi se zadrževala inflacija (ponavadi 1,5 %–2 %) (Bernanke, 2003, str. 1). To je t. i. območje sprejemljive inflacije (ang. *comfort zone*). Ameriška inflacijska politika temelji na vzdrževanju stabilnosti cen oziroma kontroliranju neke stopnje inflacije, pri tem pa se osredotoča le na povišanje cen potrošniških dobrin (potrošniška inflacija), ne pa tudi na povišanja cen nepremičnin, delnic ali drugega finančnega premoženja (Assets and their liabilities, 2007).

Vendar je FED le eden od petih zveznih nadzornih agencij, ki nadzoruje bančno industrijo¹⁹. Nadzorne agencije zagotavljajo, da banke in drugi posojilodajalci poslujejo varno, pošteno in v skladu z zakoni. Bančni nadzorniki izvajajo redne revizije poslovanja bank in bančnih holdingov, pri čemer preverjajo prakse ocenjevanja kreditnega tveganja, kot so avtomatizirano preverjanje kreditne sposobnosti posojilojemalca, upravljanja s tveganjem in procese preverjanja kakovosti oddaljenih izvorov posojil. Nadzorne agencije poleg tega preverjajo tudi analizo občutljivosti na izjemne dogodke (ang. *stress testing*), metode vrednotenja kapitala in metode upravljanja s tveganji pa tudi proces listinjenja in postopke ocenjevanja. V primeru, da nadzorniki najdejo težavo, o tem obvestijo vodstvo banke. Večina bank prostovoljno odpravi napake, saj lahko v nasprotnem primeru nadzorniki uporabijo prisilne akcije, s katerimi dosežejo odpravo napak. Če nadzorne agencije najdejo pri večjem številu institucij šibkosti pri upravljanju s tveganjem ali pri avtomatiziranem preverjanju kreditne sposobnosti posojilojemalca, bančni nadzorniki lahko izdajo javne smernice za celotno bančno industrijo, ki posamezne institucije usmerjajo v pravo smer. Kljub temu pa takšne smernice nimajo enake teže, kot bi jo imel nov ukrep oziroma predpis. Tretja možnost, ki jo lahko uporabijo bančni nadzorniki, je uzakonitev novih predpisov oziroma posodobitev obstoječih predpisov (Larson, 2007, str. 25–26).

Bančni nadzorniki so v obdobju naglega širjenja nepremičninskega balona (2004–2005) večkrat opozorili na naraščajoči trend izdajanja tveganih posojil. Eno od opozoril se je

¹⁸ Med njimi pionirke modela zasledovanja ciljne inflacije Reserve Bank of New Zealand, Bank of Canada, Bank of England, Sweden's Riksbank, Reserve Bank of Australia, nadalje centralne banke hitro razvijajočih se trgov, kot so Brazilija, Čile, Izrael, Koreja, Mehika in tudi nekatere centralne banke držav v tranziciji (Češka, Madžarska in Poljska).

¹⁹ Poleg Federal Reserve System (FRS) še Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Office of Thrift Supervision (OTS), Office of the Comptroller of the Currency (OCC) in National Credit Union Administration (NCUA).

nanašalo na dejstvo, da novi finančni instrumenti omogočajo tveganja popolnoma novih razsežnosti, katerih bančni strokovnjaki niso vajeni. Zelo kratko obdobje, v katerem so nastali novi finančni instrumenti, je bančnim strokovnjakom onemogočilo prilagoditev znanj novim instrumentom, zato so bile celotne izkušnje z novimi instrumenti v bančnem sektorju zelo majhne. Prav tako so bančni nadzorniki opozarjali na posojila z nizkimi začetnimi plačili in visokim končnim poplačilom glavnice. Navkljub navedenim opozorilom in dokazom, o bolj tveganem zadolževanju vsepovsod po bančnem sektorju, bančne agencije niso sprejele novih predpisov ali drugih ukrepov, ampak so izbrale blažji pristop in v letu 2005 izdale navodila za najemanje bolj tveganih hipotekarnih posojil. V marcu 2007 so bančni nadzorniki na to temo izdali smernice za posojilodajalce, ki so jih v juniju 2007 tudi uzakonili (ang. *Statement on Subprime Mortgage Lending*). Vendar pa izdane smernice na obnašanje posojilodajalcev niso imele bistvenega učinka, saj so posojilodajalci še vedno izdajali visoko tvegana hipotekarna posojila, hipotekarne zavarovalnice pa so od bančnih nadzornikov zahtevale omejitve navodil. Nadzorne agencije so sicer opozarjale na porast in nevarnosti izdajanja visoko tveganih hipotekarnih posojil, vendar pa jim teh opozoril ni uspelo podkrepiti s pravili ali predpisi, ki bi omogočala obvladovanje ali zmanjšanje zlorab pri posojanju (Larson, 2007, str. 26–27).

Napačen odziv FED in nedoslednost bančnih nadzornih agencij sta privatnim hipotekarnim upnikom, kot naslednjemu členu v tej verigi, omogočala prost dostop do dobičkov, ki jih je prinašalo izdajanje novih, kompleksnih finančnih instrumentov. Pritisk nepremičninskega balona na posojilojemalce je hipotekarnim posojilodajalcem odpiral dve možnosti, in sicer na eni strani ohranitev razumnih posojilnih standardov in s tem sprijaznitev z manjšim obsegom izdanih posojil (in s tem posledično nižjim dobičkom), ali na drugi strani, znižanje posojilnih standardov, kar bi dolgoročno za hipotekarnega posojilodajalca, celoten hipotekarni sektor in gospodarstvo lahko pomenilo trajno finančno škodo. Tveganju navkljub so posojilodajalci izbrali drugo pot, kar je pomenilo, da so serijo specializiranih hipotekarnih posojil, ki je bila v osnovi namenjena manjšemu specifičnemu segmentu posojilojemalcev, preoblikovali v posojila, ki so bila široko dostopna vsem povprečnim ameriškim gospodinjstvom (ang. *affordability loans*) (Larson, 2007, str. 29).

Hipotekarna posojila, pri izdaji katerih je hipotekarni upnik preveril le vir dohodka, ne pa tudi višine dohodka (ang. *stated income mortgages ali liar loans*), so bila izvirno namenjena samozaposlenim in tistim, ki so imeli težave pri dokazovanju svojega dohodka na tradicionalen način. Tovrstna hipotekarna posojila so v obdobju nepremičninskega balona hipotekarni posojilodajalci začeli uporabljati kot eno od alternativ za posojilojemalce, ki se niso uspeli kvalificirati za nakup drage nepremičnine, ker jim tradicionalna posojila tega niso omogočala. Pri vlogah za posojila, kjer je bila višina dohodka po vsej verjetnosti pretirana, so posojilodajalci to dostikrat nalašč spregledali, nekateri posredniki pa so celo ponarejali višino dohodkov na posojilnih vlogah. Na drugi strani so hipotekarni upniki redkokdaj zavrnilo uporabo takšnega hipotekarnega posojila v posebnih situacijah, katerim je bilo posojilo v osnovi namenjeno. V raziskavi inštituta The Mortgage Asset Research Institute (MARI) je bilo na vzorcu 100 hipotekarnih posojil (»liar loans«) ugotovljeno, da je bila pri 9/10 vzorcev višina dohodka pretirana za 5 % ali več, pri kar 6/10 vzorcev pa je bila višina dohodka

pretirana za več kot 50 %. Izdaja hipotekarnih posojil (»liar loans«) je sicer pospešila celoten postopek izdaje posojila, vendar pa je tudi odprla vrata številnim prevaram (Larson, 2007, str. 29–30). Število prevar, povezanih s hipotekarnimi posojili, je v zadnjem desetletju naraščalo zelo hitro, in sicer se je število prevar iz 3.515 prevar v letu 2000 povečalo na 28.372 prevar v letu 2006, kar je razvidno iz Tabele 4.

Tabela 4: Število prevar, povezanih z izdanimi hipotekarnimi posojili za obdobje 2000–2006

Prevare, povezane z izdanimi hipotekarnimi posojili (SARs ²⁰)	
Poslovno leto	Število SAR
2006	28,372 (pribl.)
2005	25,989
2004	18,391
2003	9,539
2002	5,387
2001	4,696
2000	3,515

Vir: M. Sharick et al., *Ninth periodic mortgage fraud case report to Mortgage Bankers Association*, 2007, str. 2, tabela 1.

Naslednja vrsta hipotekarnih posojil, ki so jih prav tako zlorabljali v hipotekarnem sektorju, so bila opcijska hipotekarna posojila s fleksibilno obrestno mero oziroma opcijski ARM (ang. *option adjustable rate mortgages* ali »pick up your payment« posojila). V preteklosti so bila ta posojila namenjena dvema specifičnima segmentoma posojilojemalcev. Na eni strani so bili to posojilojemalci z visokimi prihodki, ki jim je takšno prilagodljivo posojilo omogočalo doseganje največjega odbitka obresti pri plačilu davka. Na drugi strani so bili trgovci z nerednimi dohodki, ki jim je posojilo omogočalo odplačevanje le obresti oziroma minimalnih zneskov v času nizkega dohodka, v obdobju doseganja visokih dohodkov, pa so trgovci lahko odplačevali visoke, pavšalne zneske posojila. Od leta 2003 naprej pa so posojilodajalci in posredniki opcijski ARM ponujali veliko širšemu segmentu posojilojemalcev od specifičnega, kateremu so bili v osnovi namenjeni. Posledično se je tržni delež negativno amortiziranih posojil povečal s praktično 0 % v letu 2003 na kar 6,6 % v letu 2006. Nadalje so posojilodajalci opcijski ARM vsiljevali tudi posojilojemalcem, ki so bili komaj zmožni odplačevati minimalne zneske posojila. Natečene obresti, ki jih posojilojemalci niso mogli odplačevati sproti, so posojilodajalci ob končnem poplačilu dolga prišteli k glavnici, kar je bilo za šibke posojilojemalce preveliko breme in posojila niso uspeli odplačati v celoti (Larson, 2007, str. 29–31). Znižanje posojilnih standardov za izdajo ALT-A posojil je bilo očitno, saj so se kazalci kreditnega tveganja močno poslabšali, kar je razvidno iz Tabele 5 (na str. 26).

²⁰ Gre za poročila o sumljivih aktivnostih (ang. *Suspicious Activity Reports* oziroma SARs), ki jih The Financial Crimes Enforcement Network of the Department of the Treasury (FinCEN) zbira od vseh finančnih institucij, za katere jamči vlada.

Tabela 5: Kazalci kreditnega tveganja v obdobju 2000–2006

Leto	Razmerje DTI* (%)	Delež ARM v vseh ALT-A posojilih (%)	Delež potencialno negativno amortiziranih posojil (%)	Delež izdanih posojil na podlagi malo dokumentacije (»low doc«) (%)	Delež izdanih posojil brez dokumentacije (»no doc«) (%)	Delež t. i. drugih hipotekarnih posojil (»silent second«) (%)	Delež obrestnih posojil (%)	Delež posojil s 40-letno dobo odplačevanj a (%)
2000	34,7	12,7	1,1	58,7	4,2	0,2	1,1	0
2001	34,9	20	0	58,3	6,5	1,4	3,9	0
2002	35,4	28	0,4	55,9	7,9	2,4	7,7	0
2003	34,4	33,9	1,7	58,1	7,6	12,4	19,6	0,1
2004	35,5	68,6	10,2	59,2	6,4	28,5	46,4	0,5
2005	36,2	69,6	34,2	68,4	3,9	32,4	38,5	2,7
2006	37,8	69,5	42,2	79,8	3,7	38,7	35,6	10,8

Legenda: * Gre za razmerje med dolgom in dohodkom (ang. *debt-to-income ratio*), kjer posojilojemalce z nizko vrednostjo točk, t.j. DTI razmerje nad 55 % štejejo med nepravvrstne.

Vir: D. Liu, *ALT-A Credit – The Other Shoe Drops?*, 2006, str. 2, izbrani kazalci iz tabele 1.

Izdajo neustreznih posojil so posredno omogočile tudi bonitetne agencije²¹, ki so služile na račun izdajanja bonitetnih ocen za vrednostne papirje. Že v osnovi je delovanje ameriških bonitetnih agencij zgrajeno na majavih temeljih. Prvič; pravila poslovanja agencij postavljajo Komisija za vrednostne papirje (ang. *American Securities Exchange Commission ali SEC*) in druge bančne nadzorne agencije, ki bonitetne ocene štejejo kot formalni del finančnega sistema. Drugič; agencije delujejo kot neodvisni ocenjevalci kreditnega tveganja, katerih ocene so neizpodbitne, zanje pa agencije niso pravno odgovorne. Tretjič; pri delovanju agencij prihaja do konflikta interesov, saj so bonitetne ocene vrednostnih papirjev namenjene investicijskim družbam, ki izdajajo vrednostne papirje, na drugi strani pa bonitetne agencije plačilo za opravljeno delo dobijo s strani istih družb. Takšne luknje v zakonu so bonitetnim agencijam omogočale, da so za nove vrste instrumentov (CDO ipd.) izdajale lažne bonitetne ocene za investicijske družbe in na račun tega služile visoke provizije (Economist, Credit and Blame, 6. 9. 2008). Poleg zakonodajnih lukenj so bonitetne agencije napravile tri bistvene metodološke napake pri ocenjevanju izvedenih vrednostnih papirjev, zato je veliko novih vrst instrumentov (ABS, MBS, CDO, CMO ipd.) neupravičeno dobilo previsoko bonitetno oceno. Prvič; bonitetne agencije niso imele dovolj zgodovinskih podatkov, na podlagi katerih bi lahko ocenile izvedene vrednostne papirje, posebno za MBS in CDO, ki so obstajali le v okolju gospodarske rasti, nizkih dolgoročnih obrestnih mer in naraščajočih cen nepremičnin. Zaradi pomanjkanja zgodovinskih podatkov so bonitetne agencije težko ocenile, kako naj bi se ti novi instrumenti obnašali v neugodnem gospodarskem okolju. Drugič; bonitetne agencije so sistematično podcenjevale verjetnost neizpolnjevanja obveznosti, ki je izhajala iz zavarovanj izvedenih vrednostnih papirjev. Novi instrumenti so bili namreč izpeljani iz

²¹ V ZDA so ene izmed najbolj znanih bonitetnih agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch.

podobnih posojil, zato so imeli podobna jamstva (nepremičnine in druga sredstva), gospodarske spremembe pa imajo na podobna finančna sredstva podoben učinek. Torej je bila verjetnost, da bi prišlo do hkratnega neizpolnjevanja obveznosti, ki izhajajo iz izvedenih vrednostnih papirjev, višja, kot bi ta bila v primeru diverzificiranega portfelja dolžniških vrednostnih papirjev. Zaradi te povezave je bila nevarnost nastanka posojilnih izgub v primeru novih izvedenih instrumentov višja kot v primeru posameznega posojila. Tretjič; bonitetne agencije običajno niso preverile finančnih informacij, ki so jih prejele od izdajatelja vrednostnih papirjev, prav tako niso preverile, ali sta izdajatelj in originator ravnala s skrbnostjo dobrega gospodarja, ko sta izdajala in kupovala posojila, leasinge in denarne terjatve, ki sta jih nato listinila naprej (Saxton, 2008, str. 23).

V želji, da bi posojilodajalci na vsak način izdali in prodali posojila, so pritiskali tudi na cenilce, ki so ocenjevali vrednost nepremičnine, ki so jo posojilojemalci zastavili kot jamstvo za odobritev hipotekarnega posojila. Posojilodajalci so večinoma želeli napihni vrednost nepremičnine, saj so tako lahko izdali višje posojilo, ki so ga lahko nato dražje prodali naprej. Posojilodajalec je cenilcu postavil ciljno vrednost, ki jo je potreboval za sklenitev posla s posojilojemalcem, cenilec pa jo je moral zapisati v svoji cenitvi. Če cenilec ni znal ali ni želel opravičiti vrednosti, ki jo je postavil posojilodajalec, je izgubil posel ali pa za cenitev ni dobil plačila. Kot dokaz, da so cenilci poslovali pod pritiskom posojilodajalcev, Larson (2007, str. 31) navaja podatke raziskave October Research Corporation. Rezultati raziskave, v katero je bilo vključenih več kot 1200 cenilcev, so namreč pokazali, da je kar 90 % cenilcev delovalo pod pritiskom posojilodajalcev, ki so želeli potrebam prilagojene oziroma lažne cenitve (Larson, 2007, str. 31–32).

Poleg že naštetih krivcev svoj delež krivde nosijo tudi sami posojilojemalci, ker so v času nepremičninskega balona za nakup nepremičnine izbirali najbolj agresivne načine financiranja, saj so verjeli, da bodo cene nepremičnin naraščale tudi v prihodnosti, kar naj bi jih obvarovalo pred bankrotom. Poleg tega so prostovoljno lagali o svojih dohodkih. Špekulacije so še dodatno podpihovalе profesionalne organizacije in nepremičninski posredniki. Ameriško združenje nepremičninskih agentov (NAR) kljub očitnemu padanju cen nepremičnin tržnih udeležencev ni opozorilo, naj bodo previdni pri nakupu nepremičnine in najemu hipotekarnega posojila. Ravno nasprotno, v novembru 2006 je NAR sprožil 40 milijonov dolarjev vredno medijsko kampanjo, s katero je pozival k nakupu novega doma (Larson, 2007, str. 41–44).

Iz navedenega je razvidno, da kljub očitnim dokazom obstoja nepremičninskega balona, nihče od glavnih udeležencev na nepremičninskem trgu ni ukrepal v smeri preprečitve nastanka balona ali vsaj omilitve posledic le-tega. Nepremičninska kriza v ZDA se je v dobrem letu po tem, ko je nepremičninski balon v juliju 2007 dosegel vrh, razširila nad celoten finančni sektor ZDA, posledice pa so prizadele celotno ameriško gospodarstvo in tudi druge globalne ekonomije.

3 POSLEDICE NEPREMIČNINSKE KRIZE

V letu 2006 in prvi polovici leta 2007 so se učinki nepremičninskega balona omejili predvsem na nepremičninski sektor ZDA. Poleti 2007 pa so posledice nepremičninskega balona (padanje cen nepremičnin, zmanjšanje povpraševanja po nepremičninah, zmanjšanje obsega gradnje ter bankroti največjih hipotekarnih bank) že omajale zaupanje investorjev v dolžniške in izvedene vrednostne papirje pa tudi v bančni sistem. Postopoma se je finančna kriza začela seliti tudi v večino ostalih panog, kar se je odrazilo na zmanjševanju potrošniškega in podjetniškega zaupanja in pešanju gospodarske rasti ne le v ZDA, ampak tudi preko njenih meja.

3.1 Zlom bančnega in finančnega sektorja

Zaradi padanja vrednosti nepremičnin, in s tem sredstev v bančnih bilancah, je trg preplavilo nezaupanje, ki je za finančni sektor ključnega pomena. Prof. Ribnikar (Intervju, 2008) poudarja, da se na finančnih trgih prodaja obljube, in če se ne zaupa obljubam, finančni trgi ne delujejo. Zaupanje se zapravi mimogrede, vzpostavlja pa se zelo počasi. Krčenje likvidnosti je mnogim finančnim družbam povzročalo težave pri pridobivanju svežega denarja, kar je v nekaterih primerih privedlo celo do prenehanja poslovanja. Kako se finančna družba znajde v težavah in kakšne posledice jo lahko doletijo, bom prikazala s primeroma zloma dveh velikih investicijskih bank, in sicer ameriške banke Bear Stearns in angleške banke Northern Rock.

3.1.1 Zlom ameriške investicijske banke Bear Stearns in upravičenost intervencije FED

Prve posledice nepremičninske krize so v bančno finančnem sektorju nastopile že v letu 2007. Poleti 2007 so se namreč začele kazati prve težave, in sicer v obliki likvidacije dveh hedge skladov ameriške investicijske banke Bear Stearns²². V juniju 2007 je banka Bear Stearns objavila novico, da sta dva od njenih hedge skladov (Bear Stearns High – Grade Structured Credit Fund in Bear Stearns High – Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund), ki sta obsežno vlagala v neprvovrstne MBS in tranše CMO (ang. *collateralized mortgage obligations*), zašla v težave. Banka je sklada želela rešiti pred bankrotom, zato je vanju vložila dodatne 1,6 milijarde dolarjev, kljub temu pa sta kmalu potem izgubila vso svojo vrednost in bila likvidirana. Likvidacija skladov je bila eden prvih pokazateljev, da je med investitorji in banko prišlo do nezaupanja. V oktobru 2007 je Bear Stearns sprejela nujno potrebno investicijo kitajske investicijske banke Citic Securities v višini 1 milijarde dolarjev, kljub tej finančni injekciji pa je banka v zadnjem četrtletju leta 2007 odpisala za več kot 2 milijarde dolarjev razvrednotenih hipotekarnih vrednostnih papirjev. Tokrat je Bear Stearns prvič v vsej svoji zgodovini objavila četrtletno izgubo, in sicer nepričakovano velik primanjkljaj v višini

²² Banka Bear Stearns s svojo 85-letno tradicijo velja za peto največjo investicijsko banko v ZDA. Poleg Bear Stearns med največje investicijske banke štejemo še Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley in Goldman Sachs.

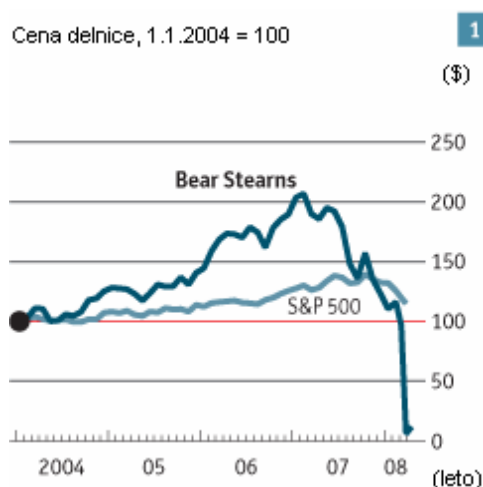
859 milijonov dolarjev. Zaradi nenadnega skrčenja likvidnosti, ki je bilo posledica velike izpostavljenosti razvrednotenim MBS, se je Bear Stearns znašla tik pred bankrotom (Shorter, 2008, str. 1–2).

Dne 10. marca 2008 so se iz evropskih finančnih institucij začele širiti govorice, da so investitorji na trgu vrednostnih papirjev in finančnih instrumentov s fiksnim donosom (ang. *fixed income traders*)²³ prenehali poslovati z banko Bear Stearns. Zaradi strahu pred izgubo svojega premoženja v primeru, da bi banka bankrotirala, so investitorji in borzni posredniki prekinjali posle z banko in dvigali finančna sredstva z njenih računov. Banka je za pomoč prosila investicijsko banko JP Morgan in FED. Po mnenju FED bi propad Bear Stearns lahko imel resne posledice za celotni finančni sektor, pa tudi realno ekonomijo ZDA. Dne 14. marca 2008 je FED banki Bear Stearns preko banke JP Morgan odobril 28-dnevno kratkoročno posojilo (ang. *discount window loan*)²⁴. Dne 16. marca 2008 je JP Morgan izjavila, da se strinja z nakupom Bear Stearns za 236 milijonov dolarjev. Cena delnice Bear Stearns je bila ocenjena na 2 dolarja za delnico, kar je za 94 % nižja cena od cene delnice na dan 14. marca 2008 (30 dolarjev za delnico) in le dober 1 % vrednosti, ki jo je delnica Bear Stearns imela leto prej (170 dolarjev za delnico). Posel je potreboval tudi odobritev delničarjev obeh bank. Pri tem je prišlo do razhajanj med delničarji in imetniki obveznic Bear Stearns. Interes imetnikov obveznic je bil preprečiti bankrot banke in zavarovanje njenih investicij, na drugi strani pa so bili delničarji, ki jih je zanimala čim višja vrednost banke, ogorčeni nad ceno 2 dolarja za delnico. Dne 22. marca sta se Bear Stearns in JP Morgan zato dogovorili za novo ceno delnice, in sicer 10 dolarjev za delnico, kar je Bear Stearns povišalo vrednost, in sicer je bila namesto prvotnih 236 milijonov dolarjev ocenjena na 1,2 milijardi dolarjev (Shorter, 2008, str. 3–6).

²³ Gre za vrednostne papirje s fiksnim donosom (npr. obveznice), kjer višino letnih izplačil določimo že na začetku, in sicer na podlagi trenutne tržne obrestne mere, ob dospetju pa dobimo poplačano še nominalno (imensko) vrednost obveznice. Npr. če imamo obveznico z nominalno vrednostjo 1000 € in tržno obrestno mero 3 %, bomo vsako leto dobili izplačan kupon v višini 30 €, ob dospetju obveznice pa še 1000 €. Med vrednostjo takšnega vrednostnega papirja in tržne obrestne mere obstaja obratnosorazmerna povezava ($P=D/i$).

²⁴ Obrestna mera zadolževanja FED (ang. *discount window*) je obrestna mera, po kateri si komercialne banke in druge finančne institucije sposojajo denar od regionalnih zveznih bank, in je navadno višja od ključne obrestne mere, t.j. obrestne mere, po kateri finančne institucije preko noči posojajo denar pri FED drugim finančnim institucijam. Razlog za to je, da je glavni cilj FED še vedno posojanje denarja oziroma kreditiranje bank (Božič, 2008, str. 4). V primeru Bear Stearns je FED uporabil 1932. člen Federal Reserve Act, ki določa, da FED lahko takšno posojilo odobri tudi nebanki, in sicer v primeru, da se s tem strinja vsaj pet od sedmih guvernerjev. FED je 1932. člen za reševanje nebanke uporabil prvič po Veliki Depresiji (Shorter, 2008, str. 4).

Slika 15: Grafični prikaz gibanja cene delnice banke Bear Stearns
(v dolarjih, 2004–2008)



Vir: The \$2 bail-out, 2008, slika 1.

Ravnanje FED v primeru Bear Stearns je v javnosti sprožilo razpravo glede upravičenosti intervencije. Na eni strani so intervencijo zagovarjali, saj so menili, da bi propad banke še bolj povečal nestabilnost finančnega trga v ZDA, posledice propada pa bi imele negativne učinke tudi za širši finančni svet (ang. *spillover effect*). Propad bi namreč lahko še dodatno povečal nezaupanje v finančne trge, na katerih sta že tako vladala prevelik pesimizem in negotovost. Druga skrb se je nanašala na 46 milijard dolarjev vredna sredstva v obliki hipotekarnih posojil, MBS in ABS, ki jih je imela banka v svojem portfelju. V primeru propada banke bi morali ta sredstva likvidirati. Večja količina takšnih sredstev, sproščena na tveganju nenaklonjene trge, s sumničavimi in zaskrbljenimi kupci, bi prisilila tudi druge finančne institucije s podobnimi sredstvi k masovnemu odpisu takšnih sredstev, kar bi posledično lahko pripeljalo do kolapsa finančnih trgov. Na drugi strani se je porajalo vprašanje moralnega hazarda, saj naj bi takšna intervencija ščitila podjetje in trge na splošno pred posledicami slabega vodenja neke družbe. Do moralnega hazarda pride v primeru, ko podjetja ne odgovarjajo za svoja dejanja v celoti, in so zato bolj naklonjena k ponavljanju slabih dejanj. FED je z intervencijo banki Bear Sterns in trgom na splošno odvzel pomembno lekcijo, ki bi jim dala vedeti, da se morajo podjetja sama spopasti s svojim neuspehom. Postavilo se je tudi vprašanje, ali bi v podobnem primeru FED pomagal tudi drugim velikim družbam na Wall Streetu. Odgovor na vprašanje je ideologija »prevelik, da bi propadel« (ang. *»too big to fail«*), po kateri naj bi bile največje in najmočnejše finančne institucije prevelik del finančnega sistema, da bi jih država pustila propasti (Shorter, 2008, str. 8–9).

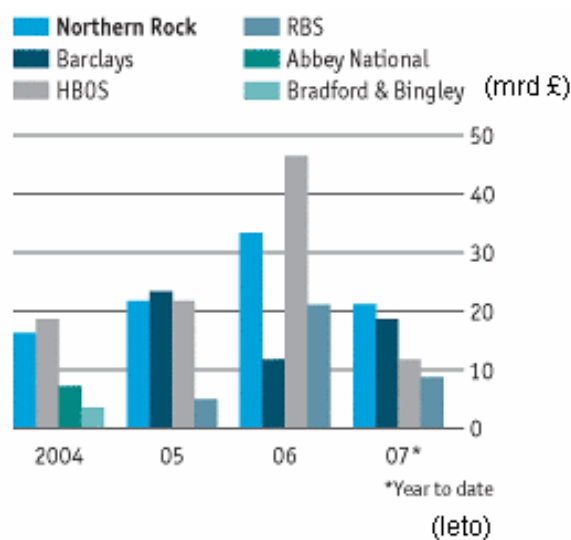
3.1.2 Širjenje finančne krize v Evropo in prikaz zloma angleške banke Northern Rock kot primer navala na banko

Kriza v ZDA je zaradi povezanosti globalnih finančnih trgov zamajala tudi finančne institucije izven ZDA. V juliju 2007 se je v težavah zaradi izgub, ki so bile posledica investiranja v neprvovrstne finančne instrumente (MBS, CMO), znašla tudi nemška banka

IKB Deutsche Industriebank. Do junija 2008 je nemška vlada skupaj z KfW Bankengruppe, ki je v 80 % državni lasti, in nekaj drugimi privatnimi bankami za obstoj banke v IKB vložila dodatnih 11,9 milijard dolarjev. Do sedaj je bila nemška vlada neuspešna pri iskanju kupca za IKB. Dne 9. avgusta 2008 je največja francoska banka BNP Paribas objavila novico, da odlaga izplačilo glavnice v treh hedge skladih, ker ne more oceniti vrednosti neprvovrstnih instrumentov v teh skladih. Ta novica je nato sprožila globalno finančno krizo (Saxton, 2008, str. 24).

Odmevne pa so bile tudi težave angleške hranilnice Northern Rock. Leto 2007 se je za banko začelo obetavno, saj je v januarju 2007 objavila rekordno visok dobiček pred davki v višini 627 milijonov funtov, ki je bil od preteklega leta višji za kar 27 %. S tem je banka zaključila uspešno desetletje delovanja od njene ustanovitve leta 1997. V povprečju so se sredstva banke letno povečevala za petino in iz majhnega lokalnega posojilodajalca je Northern Rock postala peti največji ponudnik hipotekarnih posojil v Veliki Britaniji. Bolj kot katerikoli drugi angleški posojilodajalec se je zanašala na listinjenje svojih hipotekarnih posojil, ki jih je oblikovala v svežnje obveznic in jih nato prodajala po vsem svetu. V januarju 2007 je banka na takšen način pridobila 6,1 milijarde funtov. Drugo listinjenje v maju ji je v prvi polovici leta prineslo nadaljnjih 10,7 milijard funtov, zaradi česar je postala največji ponudnik listinjenja v Veliki Britaniji.

Slika 16: Pet največjih bank glede na listinjenje v Veliki Britaniji
(v milijardah funtov, 2004–2007)

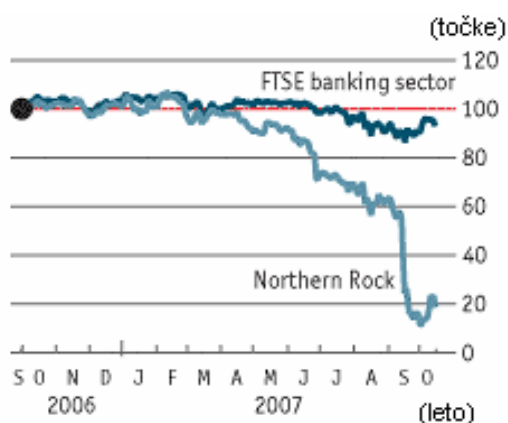


Legenda: * Podatki za prvih šest mesecev leta 2007

Vir: *Lessons of the fall, 2007, slika 1.*

Novo listinjenje je banka planirala tudi v obdobju proti koncu leta 2007, saj je rasla hitreje kot kdajkoli prej, in je zato potrebovala denar. V prvih šestih mesecih leta 2007 se je posojilna dejavnost banke zvišala za 31 % glede na preteklo leto. Kljub uspehu je cena delnice padala, čeprav je bila posojilna bilanca banke zdrava.

Slika 17: Grafični prikaz gibanja indeksa cene delnice banke Northern Rock
(2006–2007)



Legenda: 100 indeksnih točk označuje datum 29.9.2006

Vir: *Lessons of the fall, 2007, slika 2.*

Skrbi so se povečale v juniju, ko je banka znižala napoved pričakovane rasti dobička s 17 % na 15 %, kar je vodilo v nadaljnje padanje cene delnice banke. Bančno poslovanje v Angliji je bilo dolgo pod okriljem angleške centralne banke, v letu 1997 pa je vlada nadzor nad bankami prepustila Finance Services Authority (FSA). Tako je FSA po novem skrbela za nadzor nad individualnimi bankami, centralna banka pa je ostala odgovorna za ohranjanje stabilnosti finančnega sistema. Kljub padanju cene delnice banke, hitri rasti njenega tržnega deleža in znižanju pričakovanega dobička, FSA ni ukrepala, ampak je banki celo odobrila znižanje kapitalskih rezerv za kritje izgub, ki bi jih povzročilo neplačevanje posojil. Northern Rock pa je navkljub negativni napovedi glede dobička povišala dividende. FSA je, glede na svojo ravnodušnost do banke, banki vseeno naročila, naj opravi testiranje izjemnih situacij (ang. *stress testing*), vendar ne FSA ne Northern Rock nista predvideli možnosti zmanjšanja likvidnosti na denarnih trgih²⁵. Nenadno zmanjšanje likvidnosti v avgustu 2007 je banko zajelo v najbolj neprimernem trenutku, saj je imela banka nizke denarne rezerve zaradi listinjenja v maju in listinjenja, ki ga je nameravala opraviti v septembru. Dne 13. avgusta 2007, dva dni po tem, ko so trgi ostali brez likvidnih sredstev, je banka FSA sporočila, da je v težavah. V naslednjih dneh je sporočilo doseglo tudi centralno banko in državno zakladnico. Do 16. avgusta se je že pojavila možnost, da Bank of England vskoči kot posojilodajalec v skrajni sili, vendar so se vse tri institucije strinjale, da bi bilo za banko bolje, če jo prevzame močnejša banka. Banko so nato ponudili na trgu, kot resni kupec je v posel vstopila angleška banka Lloyds TBS, vendar je posel dne 10. septembra splaval po vodi. Kupec je bil Northern Rock pripravljen kupiti le v primeru, da od centralne banke dobi posojilo v višini 30 milijard funtov, s čimer pa se vpletene institucije niso strinjale. V nasprotju z ameriško centralno banko (FED) in evropsko centralno banko (ECB), ki sta z namenom povečanja likvidnosti v obtok sprostili dodatna sredstva in sprejeli širši razpon jamstva (collateral), Bank of England

²⁵ V aprilu 2007 je Bank of England v svojem poročilu posebej opozorila na likvidnostno tveganje (*Lessons of the fall, 2007*).

tega ni storila. Njeno sporočilo javnosti je bilo, da banka, ki je sprejela previsoko tveganje in zato prišla v težave, v takšnem primeru ne sme in ne more računati na pomoč centralne banke. Po mnenju bivše članice Komiteja za monetarno politiko pri Bank of England je banka s takšnim ravnanjem ogrozila glavno nalogo centralne banke, t.j. ohraniti zaupanje v bančni sistem, posebno v času likvidnostnih težav. Po tem, ko je posel z banko Lloyds TBS splaval po vodi, je bila edina rešitev za Northern Rock pomoč centralne banke, ki se je dne 13. septembra odločila, da bo banki odobrila finančno pomoč. Vendar pa je novica o tem prišla v javnost prekmalu. Namesto da bi se javnost oddahnila, ker je banka zdaj v rešilnih rokah centralne banke, so ljudje zagnali paniko in hiteli na banko po svoje prihranke²⁶. Zgodil se je t. i. naval na banko, ki so ga uspeli zaustaviti šele 17. septembra 2007, ko je centralna banka zagotovila jamstvo za vse depozite pri banki Northern Rock (Lessons of the fall, 2007).

Naval na banko pomeni, da večje število bančnih komitentov želi istočasno dvigniti svoje prihranke iz banke oziroma spremeniti depozite v gotovino, zgodi pa se, kadar med komitenti banke zavlada strah, da banka nima dovolj likvidnostnih sredstev in jim na zahtevo ne bi mogla izplačati depozitnih sredstev v gotovini. Posledično vsi komitenti hitijo na banko, da bi svoje depozite spremenili v gotovino, preden banki zmanjka likvidnostnih sredstev. V takšnem primeru mora napadena banka čim prej zagotoviti dodatne finančna sredstva. Ker se banki mudi pridobiti dodatne finančne vire, dostikrat težko v tako kratkem času najde kupce, ki so njena finančna sredstva (posojila, dolžniške vrednostne papirje) pripravljeni kupiti po tržni ceni, zato svoja sredstva banka proda po občutno nižji ceni od tržne (ang. *fire sale*). Navali na banke se hitro širijo in imajo lahko hude gospodarske posledice. Če komitenti neke banke začnejo dvomit v njeno likvidnost, tudi komitenti drugih bank začnejo dvomiti v likvidnost svoje banke. Medtem ko se panika v bančnem sektorju širi, lahko »zdrave« banke prekinejo z izdajanjem kratkoročnih posojil napadenim bankam, gospodinjstvom in nefinančnim družbam ter začnejo zadrževati gotovino. Če naval na banke ni hitro zaustavljen, lahko veliko bank propade. Posledično se zmanjša trošenje gospodinjstev, v nefinančnih podjetjih se zmanjša proizvodnja in podjetja začnejo z odpuščanjem delavcev, gospodarstvo pa lahko zapade v recesijo ali celo depresijo (Saxton, 2008, str. 7).

3.1.3 Druge posledice finančnega zloma za bančni in finančni sektor

Zaradi preobrata v dožemanju novih instrumentov (MBS, ABS, CDO, CMO) so investitorji začeli na novo ocenjevati posojilno in likvidnostno tveganje. Investitorji so namreč priznali, da so podcenili posojilno in likvidnostno tveganje pri večini dolžniških vrednostnih papirjev, strukturiranih posojilnih produktov in izvedenih posojilnih produktov. Zaradi višjih ocen tveganj so se povečale premije za posojilno in likvidnostno tveganje, ki so vgrajene v obrestne mere. Višje premije so povečale razpon med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami (ang. *interest rate spreads*), zaradi česar so začeli naraščati stroški posojanja za posojila podjetjem ter državnim in lokalnim vladam (Saxton, 2008, str. 24).

²⁶ Britanska jamstvena shema za depozite je slaba, saj v celoti jamči le izplačilo prvih 2.000 funtov depozitov in nato še 90 % naslednjih 33.000 funtov depozitov (Lessons of the fall, 2007).

Prišlo je tudi do poslabšanja kvalitete posojil v finančnih sredstvih bank in drugih finančnih institucij. Delež posojilojemalcev, ki niso uspeli odplačati posojil v ameriških bankah, se je povečal z 1,51 % v drugem četrtletju leta 2006 na 2,83 % v prvem četrtletju leta 2008. Razlog za takšno povečanje deleža vseh posojilojemalcev, ki niso uspeli odplačati posojil, je v povečanju deleža posojilojemalcev, ki niso uspeli odplačati hipotekarnih posojil. Takšno poslabšanje zmožnosti odplačila nepremičninskih posojil bi lahko resno ogrozilo zmožnost posojanja bank in hranilnic, saj so nepremičninska posojila predstavljala kar 60,2 % vseh posojil in leasingov v celotni bančni industriji ZDA. Naslednji kazalec, ki je signaliziral poslabšanje kvalitete bančnih posojil, je bilo degradiranje treh od štirih obstoječih investicijskih bank v ZDA s strani bonitetne agencije Standard and Poor's v juniju 2008. Banka Morgan Stanley je padla z ocene AA- na A+, banki Lehman Brothers in Merrill Lynch pa sta padla z A+ na A (Saxton, 2008, str. 30–32).

Zaradi višjih stroškov financiranja, strahu pred težavami z likvidnostjo in izgubami zaradi vlaganja v neprvovrstne finančne instrumente, so banke poostrile standarde za izdajanje posojil, med drugim tudi za posojila, ki niso povezana z nepremičninami. V raziskavi FED o posojilni praksi največjih ameriških bank v aprilu 2008 so ugotovili, da je v zadnjih treh mesecih kar 55,4 % vseh bank, vključenih v raziskavo, poostrilo posojilne standarde za komercialna in podjetniška posojila ter kreditne linije velikim nefinančnim podjetjem. Več kot polovica bank (51,8 %) je posojilne standarde poostrila tudi za manjša nefinančna podjetja. K poostritvi posojilnih pogojev je v veliki meri (pri kar 93,5 % bank) prispevalo poslabšanje gospodarskih pogojev, poleg tega pa tudi zmanjšanje tolerance za prevzem posojilnih tveganj, poslabšanje splošnih pogojev v bančni industriji, zmanjšanje likvidnosti na sekundarnih trgih, manj agresiven konkurenčni boj s strani drugih posojilodajalcev, poslabšanje »zdravja« bančnega kapitala in naraščanje neizpolnjevanja obveznosti s strani posojilojemalcev. Banke pa so v še večji meri poostrile standarde za nepremičninska posojila, predvsem za komercialna nepremičninska posojila (78,6 % bank), stanovanjska hipotekarna posojila (62,3 % bank) ter prvovrstna in neprvovrstna stanovanjska hipotekarna posojila (77,7 % bank) (Saxton, 2008, str. 33–34).

Strukturirani finančni instrumenti so imeli negativne posledice tudi za zavarovalnice (ang. *credit guaranty insurers ali monoline insurers*), ki jamčijo za pravočasno izplačilo obresti in glavnice lastnikom podjetniških in komunalnih obveznic, v primeru, da izdajatelj ne more izpolniti te obveznosti. Namen jamstva je, da omogoča nižjo premijo za tveganje, zaradi česar se zmanjša zahtevana donosnost za vlagatelja, nižja zahtevana donosnost pa posledično pomeni nižje stroške za izdajatelja. Izdajatelj za takšno jamstvo zavarovalnici plača premijo. Poleg tega bonitetne agencije vrednostnim papirjem z jamstvom raje pripišejo bonitetno oceno zavarovalnice (ki so navadno ocenjene z Aaa ali AAA) kot oceno izdajatelja. Skozi zadnjih nekaj desetletij se je zavarovanje obveznic izkazalo za dobičkonosen in netvegan posel. V zadnjem desetletju pa so zavarovalnice izdajale jamstva tudi za vrednostne papirje, ki so bili podprti z novimi strukturiranimi finančnimi instrumenti. Na koncu leta 2006 so zavarovatelji jamčili za približno 824 milijard dolarjev strukturiranih posojilnih produktov, ki

so se izkazali za veliko bolj tvegane, kot so sicer obveznice. Zaradi strahu pred velikimi izgubami, ki bi jih lahko povzročile nove oblike finančnih instrumentov, so delnice zavarovalnic začele naglo padati. Bonitetne agencije so zavarovalnicam zagrozile z znižanjem njihovih bonitetnih ocen, kar bi za zavarovalnice pomenilo, da ne bi več mogle izdajati novih jamstev, razen v primeru, da bi preko svojih vlagateljev zagotovile dodaten kapital. V marcu 2008 je agencija Fitch znižala bonitetni oceni dvema največjima ameriškima zavarovalnicama Ambac Assurance Group in MBIA Group, in sicer z ocene AAA na AA, Moody's in Standard and Poor's pa sta ohranili njuno oceno AAA, vendar z zadržkom. Zavarovalnici sta se trudili zbrati dodaten kapital, vendar jima to ni uspelo. V juniju 2008 je tudi Standard and Poor's znižal oceno zavarovalnic z AAA na AA, deset dni kasneje pa je Moody's oceno Ambaca znižal z Aaa na Aa, oceno MBIA pa z Aaa na A. Znižanje bonitetnih ocen zavarovalnic je finančne institucije prisililo, da so znižali bonitetne ocene dolžniških vrednostnih papirjev in izvedenih vrednostnih papirjev, za katere sta jamčili MBIA in Ambac. Posledice takšnega ukrepa bi za nekatere največje investicijske banke (Citigroup, Merrill Lynch in UBS) pomenilo odpise v višini 10 milijard dolarjev (Saxton, 2008, str. 35–36).

Zaradi težav z likvidnostjo so se povečali tudi stroški financiranja na medbančnem trgu. Obrestni razpon med trimesečnim LIBOR-jem (ang. *London Interbank Offer Rate*)²⁷ in obrestno mero za medbančna posojila preko noči (ang. *Federal Funds Rate ali FFR*)²⁸, ki je bil v obdobju od januarja 2007 do avgusta 2007 v povprečju 10 bazičnih točk, se je 9. avgusta 2007 naglo povišal, in sicer je narasel na 89,5 bazičnih točk, do konca leta pa je ostal na ravni 54,4 bazičnih točk. Od januarja 2008 do marca 2008, ko se je likvidnost na trgih nekoliko izboljšala, je bil obrestni razpon na ravni 2,7 bazičnih točk, po zlomu Bear Stearns pa je razpon med obrestnima merama ponovno močno narasel. V juniju 2008 je tako dosegel 68,6 bazičnih točk. Po poročanju časnika Wall Street Journal nekatere banke British Bankers Association, ki na podlagi poročil bank vsako jutro določi višino LIBOR-ja, niso sporočale dejanskih stroškov medsebojnega posojanja. Stroški, ki so jih sporočale banke, naj bi bili nižji od dejanskih, nizek obrestni razpon med januarjem in aprilom 2008 pa naj zato ne bi odražal dejanskega stanja na bančnem trgu. Iz tega lahko sklepamo, da so bile likvidnostne težave bank in posledično stroški njihovega posojanja bolj kritične, kot to prikazuje obrestni razpon za zadevno obdobje 2008 (Saxton, 2008, str. 36–37).

Zaradi množičnega zniževanja knjigovodske vrednosti dolžniških in izvedenih vrednostnih papirjev (ang. *write-downs*)²⁹ in odpisov slabih dolgov (ang. *charge-offs*) se je osnovni kapital

²⁷ LIBOR (v \$) je medbančna obrestna mera, po kateri si reprezentativne banke medsebojno ponujajo depozite (denar) v valuti USD za določeno ročnost (do enega leta). V grobem jo lahko primerjamo s FFR. Reprezentativne banke iz evro območja si za določeno ročnost medsebojno posojajo denar po medbančni obrestni meri EURIBOR (ang. *Euro Interbank Offered Rate*).

²⁸ FFR je obrestna mera, po kateri finančne institucije preko noči posojajo denar pri FED drugim finančnim institucijam.

²⁹ Banka zniža knjigovodsko vrednost nekega vrednostnega papirja, ki ga ima v svojem portfelju sredstev, ker je njegova knjigovodska vrednost v primerjavi z dejansko tržno vrednostjo precenjena.

bank zmanjšal.³⁰ Če banke ne bi uspele pridobiti dodatnega kapitala, bi morale za ohranitev kapitalske pozicije zmanjšati posojilno aktivnost, kar bi razmere v bančnem sektorju še dodatno poslabšalo. V svojih napovedih Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (ang. *Organisation for Economic Co-operation and Development* ali *OECD*) predvideva posojilne izgube v povezavi z neprvovrstnimi finančnimi instrumenti v višini 422 milijard dolarjev, kar bi brez dodatnih finančnih injekcij pomenilo 5,4 % zmanjšanje bančnih sredstev v obdobju od junija 2007 do junija 2009. Za ohranitev sredstev na nivoju iz junija 2007 bi banke potrebovale finančno injekcijo v višini 60 milijard dolarjev, za ohranitev normalne rasti sredstev (7 % letno) pa bi potrebovale dodaten kapital v višini 137 milijard dolarjev. V enem letu, od julija 2007 do junija 2008, so finančne institucije po vsem svetu pridobile za 236 milijard dodatnega kapitala. Negotovosti na finančnih trgih, predvsem negotovost glede končne višine izgub zaradi slabih posojil, pričakovani nižji dobički bank na srednji rok in pričakovane spremembe kapitalskih standardov bank, povzročajo padanje cen delnic. Delnice največjih finančnih institucij so izgubile večino svoje vrednosti, npr. cena delnice banke Citigroup se je v obdobju od februarja do junija 2008 znižala za 30,6 % medtem ko se je cena delnice banke Merrill Lynch v istem obdobju znižala za 37,6 % (Saxton, 2008, str. 39–40).

V septembru 2008 je kriza v finančnem sektorju dosegla vrh. Dne 7.9.2008 je ameriška vlada z 200 milijard dolarjev vredno pomočjo pred propadom rešila državni hipotekarni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac, dne 15.9.2008 je ameriška investicijska banka Lehman Brothers objavila bankrot v višini 600 milijard dolarjev, investicijsko banko Merrill Lynch pa je istega dne prevzela Bank of America. Le dva dni kasneje, 17.9.2008, je vlada pred propadom rešila največjo ameriško zavarovalnico AIG (American International Group), dne 22.9.2008 pa sta se zadnji dve še zdravi ameriški investicijski banki Goldman Sachs in Morgan Stanley preoblikovali v bančna holdinga. Dne 29.9.2008 so tudi vlade nekaterih evropskih držav obljubile pomoč bankam. Britanska vlada je posredovala pri reševanju največjega hipotekarnega posojilodajalca banke Bradford & Bingley, nizozemska, belgijska in luksemburška vlada so prevzele nadzor nad večjim delom banke in zavarovalnice Fortis, nemška vlada in največje nemške banke so skupaj s finančno injekcijo pomagale banki Hypo Real Estate, islandska vlada pa se je odločila za prevzem 75 % deleža v banki Glitnir. Ameriška vlada je dne 3.10.2008 sprejela 700 milijard dolarjev vreden načrt za rešitev finančnega sistema, ki ga je istega dne tudi uzakonila (Chronology: Financial Crisis Spreads From US to World Markets, 2008).

3.2 Vpliv finančnega zloma na realno ekonomijo ZDA in po svetu

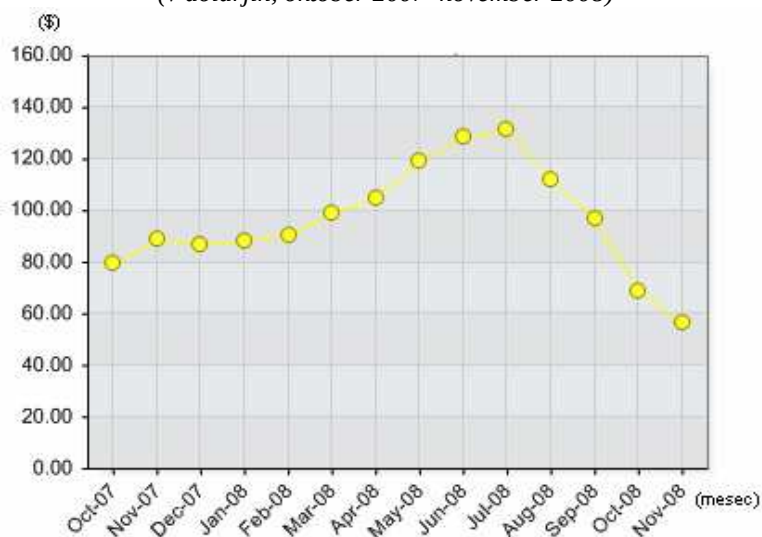
Ker so banke zaostrole pogoje izdajanja posojil, se je močno zmanjšalo zadolževanje potrošnikov, ki se je zaradi nizke stopnje brezposelnosti in nizkih obrestnih mer po letu 1980 močno razmahnilo. Celotni dolg ameriških potrošnikov je do leta 2008 narasel na približno 300 % BDP ZDA. Povečanje stopnje varčevanja oziroma zmanjšanje stopnje zadolževanja

³⁰ Največje posojilne izgube zaradi slabih posojil so v obdobju od 1.1.2007 do 19.5.2008 doletele banke Citigroup (42,8 milijard dolarjev), UBS (38,2 milijardi dolarjev), Merrill Lynch (37,0 milijarde dolarjev), HSBC (19,5 milijarde dolarjev) in IKB Deutsche (16,0 milijarde dolarjev) (Saxton, 2008, str. 50).

pomeni manj trošenja in posledično manj povpraševanja po izdelkih podjetij³¹. Vrednost delnic največjih ameriški trgovcev zaradi zmanjševanja povpraševanja pada. Delnice Wall-Marta so v septembru 2008 izgubile petino svoje vrednosti, vrednost delnic Targeta je nižja za skoraj polovico, kar je njihova najnižja vrednost v zadnjih štirih letih, vrednost delnic prehrabnega trgovca Whole Foods Market pa je nižja za kar 80 % od najvišje vrednosti (Left on the shelf, 2008). Padanje povpraševanja za posel pomeni zapiranje delovnih mest, nadaljnje padanje povpraševanja in kopičenje slabih dolgov, ki jih bodo podjetja težko odplačala. Zaostreni pogoji izdaje posojil negativno vplivajo tudi na podjetja, saj težko pridejo do denarnih sredstev za investicije in se ne morejo razvijati naprej. Pomanjkanje podjetniških investicij pa le še bolj zavira gospodarsko rast (A fate worse than debt, 2008).

Do nedavnega so bili dobički ameriških korporacij zelo solidni, z izjemo finančnega sektorja, kjer so dobički uplahnili zaradi krize, ki jo je povzročilo izdajanje nepravovrstnih hipotekarnih posojil. Donosnost 500 največjih ameriških korporacij se je v zadnjem četrtletju leta 2007 znižala za 31 % glede na enako obdobje leto prej, v prvi polovici leta 2008 pa se je znižala za 27 %. Doseganje visokih dobičkov ameriških korporacij so v preteklosti omogočale visoke cene nafte, od katerih so neposredno korist imele naftne družbe. V obdobju med leti 2002 in 2007 so se cene nafte potrojile, dobički naftnih podjetij pa podvojili, oboje pa je bilo posledica močnega globalnega povpraševanja, ki je bilo gonilo strme gospodarske rasti (A turn for the worse, 2008). Slika 18 prikazuje gibanje cen surove nafte, iz česar je razvidno, da je cena nafte od julija 2007, ko je bilo za sodček nafte potrebno odšteti skoraj rekordnih 140 dolarjev, v novembru padla pod 60 dolarjev za sodček.

*Slika 18: Mesečna povprečna cena surove nafte
(v dolarjih, oktober 2007–november 2008)*



Vir: OPEC, 2008.

S posledicami krize, ki je prizadela finančni sektor, se tako soočajo tudi najmočnejša naftna podjetja v ZDA. Drugo četrtletje tega leta je bilo za šesto največjo naftno podjetje v ZDA Big

³¹ Potrošniška in stanovanjska posojila so leta 1990 predstavljala približno 26 % letne potrošnje ZDA, ta stopnja pa je do nedavnega narasla na 36% (A spent force, 2008).

Oil najbolj dobičkonosno doslej. Dobiček družbe se je namreč povečal za kar 40 %. Exxon Mobil, največja naftna družba v ZDA nasploh, je v letu 2008 dosegla rekordni četrletni dobiček v višini 11,7 milijarde dolarjev, kar je največji četrletni dobiček, ki ga je kdajkoli doseglo ameriško podjetje. Vendar pa je padanje cen nafte načelo tudi njihove dobičke. Najbolj logična razlaga za padanje cen nafte je upočasnitev globalne rasti, ki je posledica zmanjšanja globalnega povpraševanja. David Rosenberg, ekonomist pri banki Merrill Lynch, je izpostavil štiri dejavnike, ki bodo najbolj prizadeli dobičke podjetij, in sicer so to nižje dobičkovne marže, odplačevanje posojil v celoti zaradi zaostrenih finančnih razmer, nižje cene nafte in kombinacija upočasnjevanja rasti zunaj ZDA in krepitve dolarja. Rosenberg predvideva 7 % padec dobičkov največjih ameriških korporacij, ki sestavljajo indeks S&P 500. V nasprotju z njim analitiki na Wall Streetu v letu 2009 napovedujejo zvišanje dobičkov korporacij indeksa S&P 500 za 20 % (A turn for the worse, 2008).

Finančna kriza je močno prizadela tudi ameriško avtomobilsko industrijo, predvsem največje tri ameriške avtomobilске korporacije General Motors, Ford in Chrysler. Prodaja avtomobilov je v septembru 2008 dosegla najnižjo točko v zadnjih petnajstih letih, in sicer je prodaja padla za kar 27 % v primerjavi s septembrom 2007. Padec prodaje gre predvsem na račun spremenjenih preferenc kupcev, ki so začeli kupovati manjše avtomobile japonskih proizvajalcev, proizvedenih v ameriških tovarnah. Problem naj ne bi bil v manjšem povpraševanju po avtomobilih ali manjšemu številu potencialnih kupcev, pač pa v financiranju nakupa avtomobila, saj potencialni kupci zaradi zaostrenih razmer v finančnem sektorju težko pridejo do posojila za nakup avtomobila. FED je ameriškim avtomobilskim korporacijam odobril jamstvo za posojila v višini 25 milijard dolarjev, s čimer jim je omogočil reorganizacijo proizvodnje tako, da bodo lahko proizvajali bolj ekonomična vozila. Vendar je FED jamstva omejil le na podjetja, ki imajo tovarne stare vsaj 20 let, s čimer je onemogočil dostop do posojil tujim proizvajalcem, ki gradijo tovarne v ZDA zato, da bi se izognili obdavčenju (A bail-out that passed, 2008).

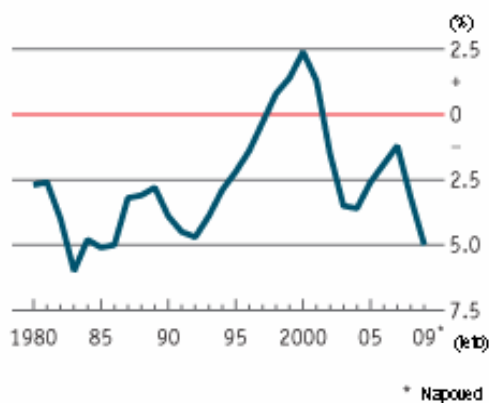
Zmanjšanje povpraševanja in upočasnitev gospodarske rasti bosta po prepričanju strokovnjakov prizadela predvsem šibkejša podjetja, ki se že tako borijo za svoj obstanek in iščejo načine, s katerimi bi prišla do denarja za odplačilo dolgov. Moody's je v eni svojih zadnjih ocen napovedal povišanje stopnje nesolventnosti visoko donosnih podjetniških obveznic na 7,4 % v prihodnjih 12 mesecih. V letu 2007 je bila ta stopnja na letni ravni 0,96 %, od januarja 2008 do septembra 2008 pa je narasla na 4 % (A turn for the worse, 2008). Svetovalna družba Bain & Company prav tako napoveduje povišanje deleža nesolventnosti izdajateljev visoko donosnih delnic na okrog 4,8 % do 5,9 %. Število bankrotov velikih podjetij naj bi s 13 v letu 2007 naraslo na okrog 50 do 75 v letu 2008 (Shutting up shop, 2008).

Nizko povpraševanje po ameriških izdelkih in storitvah bi sicer lahko omilil izvoz, vendar se je kriza razširila tudi na hitro razvijajoče se trge, ki so glavni kupci ameriških izdelkov in storitev. Letalska prevoznika Airbus in Boeing na primer, sta v prihodnjih petih letih računala na prodajo približno 300 svojih letal v Indijo, vendar je največji indijski letalski prevoznik Jet

Airways v oktobru 2008 objavil visoko četrtno izgubo, zaradi česar so posli z Airbusom in Boeingom v nevarnosti. Zmanjšanje izvoza bi za povpraševanje po ameriških izdelkih in storitvah vsekakor pomenilo dodaten hud udarec (Over the edge, 2008).

Finančna kriza bo imela negativne posledice tudi za fiskalno blagajno ZDA. Med leti 2004 in 2007 se je proračunski primanjkljaj predvsem zaradi nagle rasti davčnih prihodkov zmanjšal s 413 milijard dolarjev na 162 milijarde dolarjev. Poleg nagle rasti davčnih prihodkov je k zmanjšanju proračunskega primanjkljaja pripomogla tudi redistribucija večjega dela dohodkov k bogatim, ki plačujejo davke po najvišji davčni stopnji. Kopičenje premoženja v ZDA je posledica razmaha posojanja, ki je posameznikom omogočilo doseganje visokih finančnih dobičkov, plač in nagrad ter povečevanja vrednosti nepremičnin in vrednostnih papirjev. Konec tretjega četrtnja 2008 je proračunski primanjkljaj narasel na 438 milijarde dolarjev (3,2 % BDP), kar je precej več, kot so analitiki napovedovali v juliju 2008 (389 milijard dolarjev). Po napovedi Petra Orszaga, direktorja Congressional Budget Office-a, bo proračunski primanjkljaj ZDA v letu 2009 presegel 750 milijard dolarjev, kar je približno 5 % BDP in hkrati najvišja vrednost po letu 1986. Takšno povečanje naj bi bilo predvsem posledica nižjih davčnih prihodkov zaradi nižjih dobičkov in zmanjšanja vrednosti premoženja premožnejših. Zaradi nadaljnjih finančnih injekcij zvezne vlade naj bi po nekaterih napovedih finančni primanjkljaj presegel celo 1 trilijon dolarjev, kar je skoraj 7 % BDP. Kljub temu strokovnjaki menijo, da je kratkoročno visok proračunski primanjkljaj cena, ki so jo pripravljene plačati, da se bi se ZDA izognile depresiji (How big is too big?, 2008).

Slika 19: Proračunski presežek in primanjkljaj v ZDA
(v % BDP, 1980–2009)

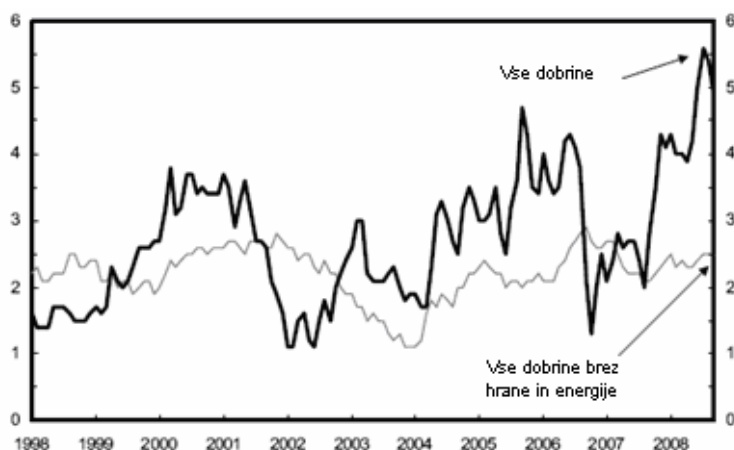


Vir: How big is too big?, 2008.

Še do septembra 2008 so makroekonomisti upali, da se bosta ZDA in Evropa izognili recesiji, vendar je zdaj že jasno, da temu ne bo tako. FED je v želji, da bi ublažil udarce recesije na ameriško gospodarstvo, 29. oktobra 2008 obrestno mero za medbančna posojila preko noči znižal na 1 %, v decembru 2008 pa ekonomisti pričakujejo, da bo FED obrestno mero znižal še za polovico, t.j. na vsega 0,5 %. Namesto strahu pred inflacijo se je pojavil strah pred deflacijo. Ameriška inflacija se je v oktobru 2008 še vedno gibala okrog 5 %, vendar makroekonomisti napovedujejo, da se bo temeljna inflacija do leta 2010 znižala na 1,3 %, to

pa je stopnja, ki je že pod t. i. območjem sprejemljive inflacije, v katerem naj bi se zadrževala inflacija ZDA (1,5 %–2 %).

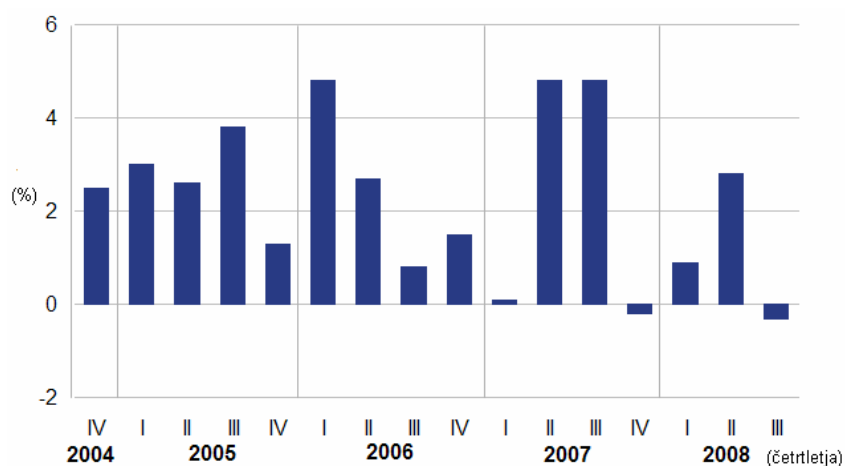
Slika 20: Sprememba indeksa cen življenjskih potrebščin na letni ravni (v odstotkih, 1998–2008)



Vir: Bureau of Labour Statistics, 2008.

Kljub strahu pred deflacijo je bilo nadaljnje znižanje obrestne mere potrebno, saj so se kazalci gospodarskega zdravja ZDA po propadu banke Lehman Brothers v sredini septembra močno poslabšali (Over the edge, 2008). Ameriški BDP se je v tretjem četrtletju 2008 na letni ravni zmanjšal za 0,3 %, kar je razvidno iz Slike 21.

Slika 21: Odstotna sprememba BDP ZDA glede na ustrezno četrtletje preteklega leta (v odstotkih, četrtletno 2004–2008)

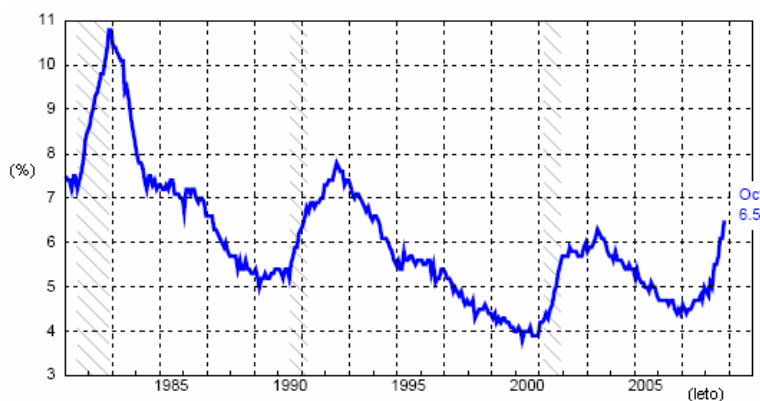


Vir: U.S. Bureau of Economic Analysis, 2008.

Zaradi zmanjševanja proizvodnje v podjetjih, ki je posledica manjše porabe gospodinjstev, podjetja odpuščajo delavce. Od januarja 2008 do oktobra 2008 se je zaposlenost v ZDA zmanjšala za 1,2 milijona delavcev, od tega je več kot polovica brezposelnih službe izgubila v zadnjih treh mesecih (avgust, september, oktober). V oktobru 2008 se je brezposelnost zvišala

predvsem na račun odpuščanj v proizvodnji, gradbeništvu in storitveni industriji, medtem ko se je v zdravstvu in rudarstvu število zaposlenih povečalo (The employment situation: October 2008, 2008, str. 1). Stopnja brezposelnosti je bila v oktobru 2008 6,5 %, kar je za 1,6 % več, kot je bila stopnja brezposelnosti v januarju 2008 (4,9 %).

*Slika 22: Grafični prikaz stopnje brezposelnosti v ZDA
(v odstotkih, 1980–oktober 2008)*



Vir: National Economic Indicators, Federal Reserve Bank of New York, 2008.

Težavo predstavlja tudi visok primanjkljaj na tekočem računu ZDA. ZDA so močno odvisne od tujega denarja, ki jim ga prinaša izvoz. Prednost ZDA je v tem, da je dolar svetovna rezervna valuta, širitev finančne krize po svetu pa je okrepila dolar. Vendar pa je kriza omajala temelje dolarja, kot so omejeni vladni posegi in stabilni kapitalski trgi, ki so veljali za osnovo zaupanja tujcev v dolar. V primeru, da bi tujci začeli zavračati dolar, bi ZDA poleg bančne krize prizadela še valutna kriza. Kljub temu da je ameriški dolg izražen v nacionalni valuti, bi kolaps dolarja za ZDA vseeno pomenil katastrofo (When fortune frowned, 2008).

Finančna kriza je močno prizadela temeljne industrije ZDA, kot sta naftna in avtomobilska industrija, pa tudi ameriške trgovce na drobno. Posledično se je zmanjšala proizvodnja, to pa je negativno vplivalo na glavne makroekonomske kazalce zdravja, in sicer se je BDP zmanjšal, brezposelnost povečala, inflacijo pa je nadomestil strah pred deflacijo. Vse to napoveduje nadaljnje umiranje in stagniranje gospodarske aktivnosti.

3.3 Razsežnosti in moč recesije ter špekuliranje o dolgoročnih učinkih krize

Nihče ne ve, kako huda bo recesija. Ekonomisti imajo glede razsežnosti in moči recesije različna mnenja. Pri Barclays Capital³² so mnenja, da bo zmanjšanje premoženja gospodinjstev na trošenje gospodinjstev negativno vplivalo predvsem na dolgi rok. Na drugi strani padanje cen nafte povečuje realni dohodek gospodinjstev, kar bi na trošenje lahko imelo pozitiven vpliv. Pri Barclays Capital še opozarjajo, da je zaupanje potrošnikov po

³² Barclays Capital je divizija banke Barclays Bank PLC in se ukvarja z investicijskim bančništvom. Barclays Capital deluje na globalni ravni, saj ima podružnice, v katerih je zaposlenih okrog 20.000 ljudi, povsod po svetu.

terorističnem napadu 11. 9. močno padlo, vendar pa je FED-ovo znižanje obrestnih mer po tem dogodku omogočilo poceni dostop do avtomobilskih posojil, zaradi česar se je močno povečala prodaja avtomobilov. Ta scenarij bi se lahko ponovil tudi v prihajajoči recesiji. Še eden pozitiven signal je ta, da se je v septembru 2008 prodaja nepremičnin rahlo povečala, v nekaterih mestih pa so se nekoliko zvišale tudi cene nepremičnin (Over the edge, 2008).

Prof. Mićo Mrkaić (V, U ali celo L?, 2008) v Komentarju govori o treh črkah, s katerimi strokovnjaki opisujejo obliko predvidene krivulje gibanja rasti BDP oziroma trajanje recesije. Recesija v obliki črke V je kratka, z ozkim dnem in se hitro obrne navzgor. Takšen tip recesije je prizadel ZDA v letu 2001. Nekoliko hujša je recesija v obliki črke U, kjer rast na dnu recesije vztraja dlje časa, traja nekoliko dlje, bolj občutne pa so tudi makroekonomske posledice za gospodarstvo. Primer takšne recesije je recesija, ki je ZDA prizadela leta 1991. Najhujša oblika recesije je recesija, ki je prizadela Japonsko, in sicer recesija v obliki črke L. Takšna recesija na dolgi rok najbolj prizadene gospodarstvo, saj upočasnitev gospodarske rasti traja tudi do 10 let, s seboj pa prinaša precejšnje družbene spremembe, pesimizem in revščino. Po mnenju prof. Mrkaića je najbolj verjetna napoved za trenutno krizo recesija v obliki črke U, saj sta močno zmanjšanje posojilne aktivnosti in ogromen padec vrednosti premoženja gospodinjstev preveč prizadela svetovno gospodarstvo, da bi se to lahko hitro ozdravilo (V recesija). Roubini (2008, str. 1–2.) prav tako meni, da tokratna recesija ne bo blaga in kratka, kot so napovedovali analitiki Wall Street Journala in Bloombergja v začetku leta 2008, ampak bo zaradi hudih pretresov, ki sta jih doživela nepremičninski in finančni trg, precej hujša, daljša in razsežnejša. Trajala naj bi od štiri do šest četrtnetij, t.j. približno leto in pol.³³ Za primerjavo, zadnji dve ameriški recesiji v letih 1990–1991 in 2001 sta trajali dve četrtnetji, t.j. vsaka po 8 mesecev.

Poleg vseh negativnih učinkov, ki jih s seboj prinese recesija, pa obstajajo tudi pozitivni učinki, kot sta zmanjšanje zadolževanja in povečanje varčevanja. Povečanje varčevanja in zmanjšanje zadolževanja bo ZDA omogočilo zmanjšanje visokega primanjkljaja na zunanjem tekočem računu, kar je še en pozitiven učinek recesije. Recesija bo torej prinesla nazaj finančno disciplino, ki se je zaradi procesov, kot sta globalizacija in listinjenje, močno zmanjšala (V, U ali celo L?, 2008).

Iz preteklih bančnih kriz je mogoče izluščiti pomembno lekcijo, ki pravi, da je bančno krizo v neki državi mogoče rešiti z velikimi količinami javnega denarja, zgodnje in odločne odločitve vlade o tem, ali neko banko refinancirati ali prevzeti njene dolgove, pa lahko pripomorejo k minimiziranju stroškov in gospodarskih posledic. Primer takšnega načina reševanja krize je Švedska, ki jo je v zgodnjih devetdesetih letih prizadel nepremičninski zlom, vendar je hitro nacionalizirala propadle banke, zaradi česar se je relativno hitro postavila na noge. V nasprotju s Švedsko je Japonska po finančnem zlomu okrevala skoraj dobro desetletje, stroški reševanja, ki jih morajo odplačati davkoplačevalci pa so dosegli kar 24 % japonskega BDP.

³³ Analitiki so v nasprotju z Roubinijem napovedali blažjo recesijo, ki naj bi trajala približno dve četrtnetji.

Stroški povprečne sistemske bančne krize sicer znašajo okrog 16 % (When fortune frowned, 2008).

Napovedovanje dolgoročnih učinkov še trajajoče krize je vsekakor nevarno. Jasno je, da se bo smer globalizacije spremenila. Zadnji dve desetletji je zaznamovala rast integracije posameznih gospodarstev, ključna dejavnika globalizacije pa sta bila osvoboditev trgovine in kapitalskih tokov ter deregulacija domače industrije in financ. Globalizacija je postala simbol nadvlade trgov nad državno regulativo. Ta proces zdaj poteka v nasprotni smeri, in sicer lahko pričakujemo spremembe v treh glavnih točkah. Prvič; finančni sektor bo vzpostavil nov nadzorni sistem. V najmanjši meri bo finančni nadzor dosegel najbolj svoboden del financ, t.j. trg za izpeljane posojilne instrumente. Zaostrile se bodo kapitalske zahteve, s čimer bo mogoče omejiti pretirano zadolževanje oziroma najemanje posojil preko svojih zmožnosti. Sistem nadzora nad finančnim sektorjem se bo reorganiziral. Pristojnosti obstoječih nadzornih institucij, ki so se do sedaj prekrivale, bodo bolj jasne in neodvisne. Drugič; ravnotežje med svobodnim trgom in državno regulativo bo preseglo okvirje finančnega sektorja. V zadnjih nekaj letih je bilo moč opaziti hitro naraščanje cen dobrin, kar pa so politiki pripisovali finančnim špekulacijam. Zaradi nezadovoljstva ljudi, predvsem na hitro razvijajočih se trgih, so na trg z različnimi prijemi posegle države (subvencije, fiksiranje cen, omejitve izvoza ključnih dobrin ipd.). Logična posledica prevelike svobode trga je povečanje vpletenosti države v trg. Tretjič; ZDA bodo vedno bolj izgubljale položaj najmočnejšega gospodarstva in intelektualne avtoritete na svetu. Hitro razvijajoči se trgi v vedno večji meri diktirajo smer globalne trgovine, kar jim bo v prihodnosti omogočalo tudi večjo vpletenost v globalne finance. Zmanjševanje zadolževanja bo namreč razvita gospodarstva prizadelo manj, če jim bodo azijske države in države izvoznice nafte omogočale pritok denarja (When fortune frowned, 2008).

SKLEP

Konec devetdesetih let in v začetku 21. stoletja so bili vsi kazalci gospodarskega zdravja v ZDA obrnjeni v pravo smer: zaposlenost, rast dohodka in donosnost kapitalskega trga so naraščali, na drugi strani pa so se inflacija, obrestne mere in brezposelnost zmanjševale. Stabilno makroekonomsko okolje je povečevalo zaupanje različnih gospodarskih subjektov v gospodarstvo, kar se je odražalo skozi večje zanimanje za finančna sredstva in nepremičnine.

Ugodni posojilni pogoji in optimistična pričakovanja so povzročila povečanje povpraševanja po nepremičninah v ZDA, in sicer se je odstotek kupljenih nepremičnin kot druga nepremičnina ali investicija, povečal s 34 % v letu 2003 na 40 % v letu 2005. Povečano povpraševanje je dvignilo cene nepremičnin, povprečna cena nepremičnine na trgu novogradenj se je od januarja 2001 do aprila 2006 povišala za 50 %, povprečna cena nepremičnine na trgu obstoječih nepremičnin pa je od januarja 2001 do julija 2006 narasla za 62,5 %. Od leta 2004 dalje je bilo nemogoče spregledati pregrevanje nepremičninskega trga, ameriški nepremičninski trg je postal prenasičen in precenjen, balon je počil. Neverjetnemu

vzponu nepremičninskega trga je sledil sunkovit preobrat, ki so ga zaznamovali padec prodaje nepremičnin, in s tem porast zalog neprodanih nepremičnin, padec cen nepremičnin, rekordno visoke cene neprodanih nepremičnin (zalog), porast nezmožnosti odplačevanja posojil, rast deleža zarubljenih nepremičnin rast in zmanjšanje gradnje novih nepremičnin

Zlom ameriškega nepremičninskega trga lahko povežemo z nastankom t. i. neprvovrstnega hipotekarnega trga in z njim novih posojilnih instrumentov, ki so posojilodajalcem dopuščali večjo fleksibilnost pri odobritvi posojil. Nov način posojanja je omogočil zadolževanje in nakup nepremičnin tudi nižjim in bolj revnim slojem prebivalstva ter manjšinam, ki so bili po tradicionalnih pogojih posojanja obravnavani kot preveč tvegani in jim zato finančne institucije niso odobrile posojila. Pri zniževanju stroškov hipotekarnega posojanja sta bili ključnega pomena avtomatizacija preverjanja kreditne sposobnosti posojilojemalca in listinjenje, vendar so se v obdobju nepremičninskega balona pokazale tudi nekatere slabosti listinjenja, ki so bistveno vplivale na spremembo tradicionalnih financ.

Nepremičninski balon je bilo moč opaziti že v letu 2004, vendar kljub očitnim dokazom obstoja nepremičninskega balona, nihče od glavnih udeležencev na nepremičninskem trgu (FED, bančni nadzorniki, bonitetne agencije, posojilodajalci itn.) ni ukrepal v smeri preprečitve nastanka balona ali vsaj omilitve posledic le-tega. Nepremičninska kriza v ZDA se je v dobrem letu po tem, ko je nepremičninski balon v juliju 2007 dosegel vrh, razširila nad celoten finančni sektor ZDA. Postopoma se je finančna kriza začela seliti tudi v večino ostalih panog, kar se je odrazilo na zmanjševanju potrošniškega in podjetniškega zaupanja in pešanju gospodarske rasti ne le v ZDA, ampak tudi preko njenih meja.

Še do septembra 2008 so makroekonomisti upali, da se bosta ZDA in Evropa izognili recesiji, vendar je zdaj že jasno, da temu ne bo tako. Ameriški BDP se je v tretjem četrtletju 2008 na letni ravni zmanjšal za 0,3 %, stopnja brezposelnosti je v oktobru 2008 narasla s 4,9 % v januarju 2008 na 6,5 %, namesto inflacije, ki se je v oktobru 2008 še vedno gibala okrog 5 %, pa se je v ZDA zaradi zniževanja obrestne mere FED pojavil strah pred deflacijo.

Nihče ne ve, kako huda bo recesija. Po mnenju prof. Mrkaića je najbolj verjetna napoved za trenutno krizo recesija v obliki črke U, saj sta močno zmanjšanje posojilne aktivnosti in ogromen padec vrednosti premoženja gospodinjestev preveč prizadela svetovno gospodarstvo, da bi se to lahko hitro ozdravilo (V recesija). Napovedovanje dolgoročnih učinkov še trajajoče krize je vsekakor nevarno. Jasno je, da se bo smer globalizacije spremenila, in sicer lahko pričakujemo spremembe v treh glavnih točkah. Prvič; finančni sektor bo vzpostavil nov nadzorni sistem; drugič; ravnotežje med svobodnim trgom in državno regulativo bo preseglo okvirje finančnega sektorja; in tretjič; ZDA bodo vedno bolj izgubljale položaj najmočnejšega gospodarstva in intelektualne avtoritete na svetu.

LITERATURA IN VIRI

1. A bail-out that passed (2008, 2. oktober). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/business/displaystory.cfm?story_id=12341970.
2. A fate worse than debt (2008, 25. september). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displayStory.cfm?source=hptextfeature&story_id=12306060.
3. A spent force (2008, 16. oktober). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12437767.
4. A turn for the worse (2008, 11. september). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/business/displaystory.cfm?story_id=12208554.
5. Assets and their liabilities (2007, 18. oktober). *Economist*. Najdeno 19. oktobra 2007 na spletnem naslovu http://www.economist.com/specialreports/displaystory.cfm?story_id=9972549.
6. Bolčina, J. (2006, avgust). Upravljanje s kreditnim tveganjem. *Ekonomski fakulteta*. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bolcina2454.pdf.
7. Bordo, D. M. (2005, oktober). U.S. Housing Price Boom-Busts in Historical Perspective. *Policy Brief No. 2005-PB-02*. Networks Financial Institute. Najdeno 25. oktobra 2007 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923865.
8. Božič, J. (2008, junij). Evropska in ameriška centralna banka – kaj pomenijo njune obrestne mere? *Moja banka*, (XIII/22), 4. Najdeno 20. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.banka-celje.si/vsebina/dokumenti/moja_bank_XIII_22.pdf.
9. Bubbles & Troubles. *About Precious Metals*. Najdeno 22. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.aboutpreciousmetals.com/Money_Economics/bubbles_troubles/dot_com.htm.
10. Chronology: Financial Crisis Spreads From US to World Markets (2008, 4. oktober). *Deutsche Welle*. Najdeno 9. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.dw-world.de/dw/article/0,2144,3689713,00.html>.
11. Credit and Blame (2007, 9. september). *Economist*. Najdeno 19. oktobra 2007 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9769471.
12. Demyanyk, J. & Hemert Van, O. (2007, oktober). Understanding the Subprime Mortgage Crisis. *Working paper, 2007-05*. Federal Reserve Bank of St. Louis. Najdeno 2. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://stlouisfed.org/banking/SPA/WorkingPapers/SPA_2007_05.pdf.
13. How big is too big? (2008, 23. oktober). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/world/unitedstates/displaystory.cfm?story_id=12484798.

14. Janevska, L. & Kovač, M. (2003, september). Poročilo z delavnice: Workshop on credit risk, risk mitigation and securization techniques. *Financial Stability Institute (FSI) in Češka nacionalna banka*. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=531>.
15. Kiff, J. & Mills, P. (2007, julij). Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. *IMF Working paper Series, No. 07/188*. International Monetary Fund. Najdeno 5. novembra 2007 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1006316.
16. Križaj, M. (2003, april). Novi kapitalni standardi – Basel II. *Kontrolorjev glasnik št. 8*. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.kontroling.si/solak/literatura/Kontrolorjev%20glasnik%20tt.%2008.pdf>.
17. Larson, M. D. (2007, 19. julij). How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Nine proposals for a Long-Term Recovery. *Weiss Research, Inc.* Najdeno 20. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.weissgroupinc.com/whitepaper1/Housing_white_paper.pdf.
18. Lessons of the fall (2007, 18. oktober). *Economist*. Najdeno 9. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=9988865.
19. Liu, D. (2006, december). ALT-A Credit – The Other Shoe Drops? *The Market Pulse*. Najdeno 10. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.facorelogic.com/uploadedFiles/Newsroom/Innovations_Newsletter/MPDecember2006DataLowRes.pdf.
20. Mrkaić, M. (2008, 24. oktober). V, U ali celo L?. *Finance*. Najdeno 31. oktobra na spletnem naslovu <http://www.finance.si/227488>.
21. Over the edge (2008, 30. oktober). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12523906.
22. Powerline. Economic Hacks (2007, 7. oktober). *The Huffington Post*. Najdeno 2. avgusta na spletnem naslovu http://www.huffingtonpost.com/hale-stewart/powerline-economic-hacks_b_67462.html.
23. Reinsdorf, M., B. (2007, februar). Alternative measures of personal saving. *Bureau of Economic Analysis*, 7-13. Najdeno 20. avgusta na spletnem naslovu http://www.bea.gov/scb/pdf/2007/02%20February/0207_saving.pdf.
24. Ribnikar, I. (2008). Intervju. *Mladina*, (41). Najdeno 17. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tednik/200841/dr__ivan_ribnikar__ekonomist.
25. Rosen, J. R. (2007, november). The Role of Securitization in Mortgage Lending. *Essays on issues, No. 244*. The Federal Reserve Bank of Chicago. Najdeno 8. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.chicagofed.org/publications/fedletter/cflnovember2007_244.pdf.
26. Roubini, N. (2008, 26. februar). The Current U.S. Recession and the Risks of a Systemic Financial Crisis. *Written Testimony*. House of Representatives' Financial Services Committee. Najdeno 20. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/roubini022608.pdf.

27. Saraogi, R. (2007, 20. september). Demystifying Subprime Crisis. *MPRA paper series*, NO. XX. Munich Personal RePEc Archive. Najdeno 10. maja na spletnem naslovu http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7571/1/MPRA_paper_7571.pdf.
28. Savas, B. (2004). The new economy macroeconomics: The late “golden age of diminished expectations”? *Dogus University Journal*, 5 (1), 109-120. Najdeno 20. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www1.dogus.edu.tr/dogustru/journal/cilt_5_sayi_1/M00110.PDF.
29. Saxton, J. (2008, junij). The U.S. housing bubble and the global financial crisis: Vulnerabilities of the alternative financial system. *Joint Economic Committee Report*. United States Congress. Najdeno 20. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.house.gov/jec/studies/2008/The_US_Housing_Bubble_June_2008_Study.pdf.
30. Sharick, M., Butts, J., Donahue, M., Larson, N. & Croft J. (2007, april). Ninth periodic mortgage fraud case report to Mortgage Bankers Association. *Mortgage Asset Research Institute, LLC*. Najdeno 14. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.marisolutions.com/pdfs/mba/MBA9thCaseRpt.pdf>.
31. Shorter, G. (2008, 26. marec). Bear Stearns: Crisis and “Rescue” for a Major Provider of Mortgage – Related Products. *CRS Report for Congress*. Congressional Research Service. Najdeno 4. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://assets.opencrs.com/rpts/RL34420_20080326.pdf.
32. Shutting up shop (2008, 9. oktober). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/business/displaystory.cfm?story_id=12380997.
33. Slak, L. (2005, februar). Obvladovanje tveganj v bančnem poslovanju po novem kapitalskem sporazumu Basel II. *Fakulteta za podiplomske državne in evropske študije*. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=519.
34. The \$2 bail-out (2007, 19. marec). *Economist*. Najdeno 9. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=10881453.
35. The employment situation: October 2008 (2008, oktober). *USDL 08-1774*. Bureau of Labour Statistics. Najdeno 14. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bls.gov/news.release/pdf/empisit.pdf>.
36. The turning point (2007, 20. september). *Economist*. Najdeno 5. novembra 2007 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9831159.
37. U.S. Bureau of Economic Analysis (2008). Najdeno 30. aprila na spletnem naslovu <http://www.bea.gov/>.
38. U.S. Bureau of Labor Statistics (2008). (2008). Najdeno 30. aprila na spletnem naslovu <http://www.bls.gov/>.
39. Volatilnost, korelacija in P/E (2008). *Risk. Tveganje po meri*. Najdeno 20. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.risk.si/index.php?option=com_content&view=article&id=27&Itemid=56.
40. Warnock C., V. & Warnock E., F. (2007, maj). Markets and housing finance. *Working paper No. 13081*. National Bureau of Economic Research. Najdeno 1. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w13081>.

41. When fortune frowned (2008, 9. oktober). *Economist*. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?STORY_ID=12373696.
42. When it goes wrong... (2007, 20. september). *Economist*. Najdeno 15. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9830765.
43. World Economic Outlook 2008 (2008). *International Monetary Fund*. Najdeno 3. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/c1.pdf>.
44. Zuckermann B., M. (2007, 29. julij). The Golden Age is Ending. *U.S. News & World Report*. Najdeno 16. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.usnews.com/usnews/opinion/articles/070729/6edit.htm>.