

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

Aljoša Tomič

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**GLOBALNA FINANČNA KRIZA, NJEN VPLIV NA POSLOVANJE
NAJVEČJIH SVETOVNIH BANK TER AMERIŠKO IN EVROPSKO
GOSPODARSTVO**

Ljubljana, april 2009

ALJOŠA TOMIČ

IZJAVA

Študent **Aljoša Tomič** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Draška Veselinoviča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20.04.2009

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 KRIZA NA AMERIŠKIH FINANČNIH TRGIH	2
1.1 Kratek kronološki pregled krize	3
1.2 Strukturirani finančni instrumenti	4
1.3 Nepremičninski trg v ZDA in hipotekarna posojila	5
1.4 Sekuritizacija (listinjenje).....	7
2 MEDNARODNE BONITETNE AGENCIJE	8
2.1 Vrednotenje kreditnega tveganja.....	8
2.2 Vloga bonitetnih agencij v krizi	9
2.3 Model določanja bonitete vrednostnega papirja.....	11
2.4 Določanje limita banke in deželnih limitov	13
3 VPLIV KRIZE NA POSLOVANJE NAJVEČJIH SVETOVNIH BANK	15
3.1 Poslovanje bank pred izbruhom krize	15
3.1.1 <i>Kratka analiza poslovanja bank v ZDA</i>	15
3.2 Pojav krize	17
3.2.1 <i>Težave investicijskih bank</i>	19
3.2.2 <i>Črni september</i>	20
3.3 Intervencije centralnih bank	21
3.3.1 <i>Nižanje obrestnih mer</i>	22
3.3.2 <i>Reševalne akcije ameriške centralne banke (Fed)</i>	23
3.3.3 <i>Reševalne akcije Evropske centralne banke (ECB)</i>	26
3.3.4 <i>Upravičenost državnih intervencij</i>	28
3.4 Splošni vzroki za težave poslovanja bank v času krize.....	28
4 ODRAZ KRIZE V POSAMEZNIH GOSPODARSTVIH	30
4.1 Vpliv na ameriško gospodarstvo	30
4.2 Vpliv na gospodarstva v Evropi	31
4.2.1 <i>Primer Islandije</i>	33
4.3 Vpliv na slovensko gospodarstvo.....	34
4.3.1 <i>Razmere v slovenskem bančnem sistemu</i>	35
4.3.2 <i>Državna intervencija</i>	36
SKLEP	38
LITERATURA IN VIRI	39
Slovarček tujih izrazov in slovenski prevodi	
PRILOGA	

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Skupna izdaja CDO-jev po kvartalnih od leta 2004 do 2008.....</i>	5
<i>Slika 2: Gibanje cene nepremičnin v ZDA v obdobju od 1987 do 2007.....</i>	6
<i>Slika 3: Gibanje bilančnih postavk dvajsetih največjih bank v ZDA od leta 2001 do 2007.....</i>	16
<i>Slika 4: Gibanje agregatnega neto dobička bank v ZDA od leta 2001 do 2007</i>	16
<i>Slika 5: Gibanje tržnih vrednosti delnic štirih največjih ameriških investicijskih bank v časovnem obdobju 4.10.2000-29.12.2008</i>	17
<i>Slika 6: Gibanje ciljnih obrestnih mer ameriške (Fed), evropske (ECB) in britanske (BoFE) centralne banke</i>	23
<i>Slika 7: Gibanje glavnih makroekonomskih kazalcev Združenih držav Amerike v zadnjih treh letih in napoved gibanj za naslednji dve leti.....</i>	31
<i>Slika 8: Gibanje tečaja EUR/ISK od decembra 2006 do decembra 2008.....</i>	33
<i>Slika 9: Gibanje sekundarne likvidnosti (mesečna povprečja v mio EUR) in deleža v bilančni vsoti v %</i>	36

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Poslovni izidi večjih svetovnih bank v času finančne krize ter odpisi slabih terjatev.....</i>	18
<i>Tabela 2: Časovna lestvica intervencij FED-a za reševanje finančnega sistema.....</i>	23
<i>Tabela 3: Časovna lestvica intervencij ECB za reševanje finančnega sistema</i>	27
<i>Tabela 4: Denarne pomoči evropskim državam s strani mednarodnih institucij.....</i>	32

UVOD

Definicija krize je (po SSKJ) stanje v gospodarstvu, ko se ugodne razmere za razvoj začnejo hitro slabšati. Finančna kriza je definirana kot periodično se ponavljajoče stanje v kapitalističnem gospodarstvu zaradi neskladja med proizvodnjo in potrošnjo. Ena podrobnejših definicij pa pravi, da je finančna kriza situacija, ko je povpraševanje po denarnih sredstvih višje od njihove ponudbe. Kar pomeni, da likvidnost na trgu hitro izginja, saj posamezniki svoja razpoložljiva sredstva umikajo iz bilanc bank, ki so zaradi možnosti propada prisiljene k prodaji svojih naložb.

Zgornja definicija nas pripelje bližje k opisu finančne krize, ki je svetovno gospodarstvo doletela sredi leta 2007 in se v letu 2009 še vedno razvija. Finančni svet je bil v zadnjem desetletju sinonim za visoko prosperiteto, deregulacijo, nizke kreditne standarde bank in visoke izpostavljenosti do zapletenih finančnih instrumentov, s katerimi se je ukvarjala množica posameznikov, nekateri izmed njih pa delovanja teh instrumentov sploh niso poznali. Po poku nepremičninskega balona v ZDA so se igralci na finančnem odru prelevili v domine, ki so padale v vse večjem številu. Z velikimi težavami so se soočile največje finančne institucije, porušenih je bilo več zakonitosti finančnih sistemov, ob propadu ene največjih investicijskih bank Lehman Brothers tudi znameniti rek *»too big to fail«*. Po začetnih skromnih napovedih o moči krize, si je bila svetovna javnost kmalu na jasnem, da gre za najhujšo krizo po Veliki depresiji, ki je ohromila svet v tridesetih letih prejšnjega stoletja.

Cilj diplomske naloge je spoznati kako in zakaj se je globalna finančna kriza razvijala v razmaku poldruega leta po njenem uradnem začetku ter kakšni so bili v tem času njeni učinki predvsem na delovanje največjih svetovnih bank. Namen naloge je bralcu predstaviti potek finančne krize in njeno naravo, na podlagi česar si lahko ustvari lastno mnenje o smiselnosti netransparentnosti finančnih inovacij ter o prihodnosti bančnega sveta, še do nedavnega vrednega visokega zaupanja.

Diplomsko delo je razdeljeno na dva dela, ki sta med seboj vsebinsko povezana. Prvi del predstavljata prvi dve poglavji, ki sta bolj teoretične narave, drugi del pa tretje in četrto poglavje, ki sta posvečeni vplivom krize in dosedanjim posledicam.

V prvem poglavju je predstavljen časovni potek krize, kjer so na kratko prikazani glavni dogodki v dobrem letu finančne krize. Temu sledi opis delovanja kompleksnih finančnih instrumentov in njihov razmah v zadnjih letih. Za dobro sliko o tem, kakšna je njihova vloga v finančni krizi so predstavljene tudi osnovne značilnosti ameriškega nepremičninskega trga in razlaga procesa listinjenja.

Drugo poglavje prikazuje delovanje mednarodnih bonitetnih agencij, ki so imele v finančni krizi eno glavnih vlog. Najprej je definirano kreditno tveganje in njegovo vrednotenje s strani

teh agencij, nadalje pa so izpostavljene nekatere pomanjkljivosti njihovega delovanja. V drugem delu poglavja sledita razlagi določanja bonitete vrednostnemu papirju in banki.

Glavni in najbolj obsežen del naloge predstavlja tretje poglavje, ki se dotika predvsem stanja ameriškega bančnega sistema. Na začetku je predstavljeno poslovanje ameriških bank v zadnjih letih pred začetkom krize, sledi njen pojav in posledice, ki jih je pustila na ameriških (predvsem investicijskih) bankah. Težave so sprožile intervencije centralnih bank, ukrepi ameriške in evropske centralne banke so opisani v drugem delu poglavja, ki ga zaključuje splošen vidik določenih nepravilnosti narave delovanja bank pred pojavom krize.

V zadnjem poglavju so predstavljeni vplivi krize na širše območje, na posamezna gospodarstva in njihova makroekonomska gibanja. Predstavljen je tudi primer islandskega bankrota, poglavje pa zaključuje vidik krize v Sloveniji, kjer je vključen tudi opis državne intervencije. V sklepu so podane bistvene zaključne ugotovitve.

1 KRIZA NA AMERIŠKIH FINANČNIH TRGIH

V začetku avgusta 2007 smo bili priča začetkom nestabilnosti na svetovnih finančnih trgih. V juliju je prišlo do propada dveh skladov velike ameriške investicijske banke Bear Stearns. Propad skladov tako eminentne banke je povzročil preverjanje bonitet vrednostnih papirjev, ki so bili vezani na nepremičninska posojila dana kreditojemalcem z nižjo boniteto in ki so bili zavarovani s hipotekami.

Kriza se je poglobila, ko so mednarodne bonitetne agencije razširila možen krog bonitetnih znižanj, ki so vsebovali na milijarde dolarjev ameriških strukturiranih finančnih instrumentov. To je povzročilo širitev nezaupanja v vrednotenje teh instrumentov, znižanje likvidnosti in padanje cen na sekundarnem trgu – verižni dogodki, ki so povzročili zapiranje pozicij in umikanje iz sekundarnega trga strukturiranih finančnih instrumentov.

Vse to je vodilo k povečanju volatilnosti na finančnih trgih. Ameriška »*subprime*« kriza je bila povod za turbulentne razmere, ki se leto in pol kasneje ne umirjajo. Sledila je prilagoditev pogledov investorjev na tveganje in zmanjšanje apetita do tveganih naložb, kar je posledično vodilo k zelo nezanesljivim pogojem poslovanja na finančnih trgih. Delniški trgi so strmo padli in investitorji so prodali delnice ter jih selili v bolj varne naložbe, kot so državne obveznice. Na evropski ravni pa smo bili priča prvim novicam o izpostavljenosti ameriški hipotekarni krizi s strani večjih evropskih bank. Te izpostavljenosti so bile dokaj visoke, kar je vplivalo na višino odpisov in na poslovne rezultate posameznih institucij. Posledično se je povečalo povpraševanje po likvidnosti v bančnem sistemu, ob sočasnem zmanjšanju medsebojnega posojilnega zaupanja.

1.1 Kratek kronološki pregled krize

Štiblar (2008, str. 92-94) kot mejne dogodke globalne finančne krize izpostavlja naslednje:

1. V aprilu 2007 je ob poku hipotekarnega balona bankrotirala prva večja hipotekarna ustanova v ZDA (New Century Financial Corporation). To je bil znak za zaostritev pogojev posojanja denarja na finančnem trgu, kar je pobralo vso dodatno likvidnost. Začetek padanja cen nepremičnin je povzročil začetek finančne krize.
2. Septembra 2007 je »padla« britanska banka Northern Rock, čeprav so centralne banke že vnašale dodatno likvidnost v sistem. Padanje cen nepremičnin ni bilo zaustavljeno.
3. V februarju 2008 so ZDA s USD 168 mrd davčnih povračil želele pospešiti končno povpraševanje, da bi se izognili gospodarski recesiji.
4. Marca 2008 je propadla prva iz peterice velikih investicijskih bank v ZDA, Bear Stearns, ki jo je kupila JP Morgan ob dodatni podpori ameriške centralne banke (v nadaljevanju Fed).
5. V septembru 2008 so ZDA nacionalizirale dve največji hipotekarni finančni ustanovi (Fannie Mae in Freddy Mac), ki sta bili vključeni v zavarovanje več kot polovice od prek trilijona dolarjev hipotekarnih posojil v ZDA.
6. 15. septembra 2008 sta padli naslednji dve od velike peterice investicijskih bank, Merrill Lynch in Lehman Brothers. Prvo je kupila Bank of America, za drugo pa kupca ni bilo. Prav slednje mnogi ocenjujejo kot prelomni dogodek v globalni finančni krizi, saj se je po tem dogodku le-ta še bolj poglobila. Delniški trgi so po teh dogodkih še močneje padali. Čeprav so ameriške oblasti z ne-intervencijo pri propadu banke želele pokazati, da ne bodo v nedogled reševale padajočih finančnih ustanov, saj bi s tem omogočilo zlorabo oz. t.i. moralni hazard, so zaradi rastoče krize morale že dan po padcu banke znova posredovati.
7. 16. septembra 2008 je ameriška vlada odobrila USD 85 mrd dvoletnega posojila največji zavarovalnici AIG, da bi jo rešila bankrota, v zameno pa je dobila varščino v višini 80% delnic. Gre za nacionalizacijo, ker bi padec ustanove s 700 milijoni komitentov po vsem svetu, enim trilijonom dolarjev bilančne vsote in 166.000 zaposlenimi lahko z verižno reakcijo povzročil propad svetovnega finančnega sistema (prevelika, da bi propadla – *»too big to fail«*).
8. Padec se je kljub začetnim ukrepom nadaljeval. Zvezni regulatorji so prevzeli največjo hranilnico in posojilno ustanovo v ZDA, Washington Mutual, in jo prodali JP Morgan, ki je očitno postala edino preživelo zatočišče v reševanju propadlih bank. Istočasno (28. septembra 2008) je k reševanju četrte največje ameriške komercialne banke Wachovia vstopila banka Citigroup, vendar jo je kasneje prevzela največja kalifornijska banka Wells Fargo. Nekdaj največja banka na svetu Citigroup se je kasneje srečala z ogromnimi izgubami in njen obstoj ostaja negotov.
9. Za zaustavitev padanja domin je bil 3. oktobra 2008 sprejet finančni paket za sistemsko rešitev ameriškega finančnega sistema in Wall Street-a. Gre za USD 700 mrd odobrenih proračunskih sredstev, skupaj z drugimi ugodnostmi v vrednosti dodatnih USD 150 mrd. Finančni minister naj bi ta sredstva po lastni presoji uporabil

za nakup izvedenih finančnih instrumentov, ki ležijo nelikvidni v bilancah bank in finančnih ustanov. S tem bi naj omogočil oblikovanje cene teh papirjev in s povečanjem zaupanja oživil denarni in posojilni trg.

10. Tri dni kasneje so borzni indeksi na Wall Street-u padli prek 7%, kar kaže, da niso zaupali v uspeh finančnega paketa. Tudi realni sektor se je poglobljal vse bolj v recesijo. Še nižje so padli borzni indeksi na Japonskem, v Evropi in Rusiji. Tedaj so dosegli tri do petletne minimume.

V mesecu oktobru 2008 novih stečajev finančnih ustanov v ZDA ni bilo več. Borzni indeksi so iz dneva v dan divje nihali in se ustavili šele v novembru 2008 na ravni, ki je bila do 40% nižja od vrednosti konec leta 2007 (ki ni bila dotedanji maksimum) (Štiblar, 2008, str. 94). Vendar pa na tej točki stanje ni ostalo dolgo, finančna kriza se je proti koncu leta dokončno razvila v globalno gospodarsko krizo (vpliv na makroekonomske kazalce držav, vse večji učinki v realnem sektorju gospodarstva – padci naročil, krajšanje delovnika, zmanjševanje delovnih mest...). V začetku leta 2009 so borzni trgi zopet v rdečem, predvsem po objavah preliminarnih podatkov gospodarskih družb za zadnji kvartal predhodnega leta, nadaljevanje pa lahko pričakujemo tudi ob objavah letnih poročil. Kriza se je razširila po vsem svetu, predvsem v državah na severni polobli. Iz razvitih držav se je ob koncu preteklega leta preselila tudi v države v razvoju, ki se ubadajo s pomanjkanjem novih virov, nestabilnostjo domačih valut, koriščenjem deviznih rezerv...

Za dobro razumevanje globalne krize je potrebno razumeti kaj je botrovalo k temu, da so se še pred kratkim zelo stabilne finančne ustanove znašle v tako težkem položaju.

1.2 Strukturirani finančni instrumenti

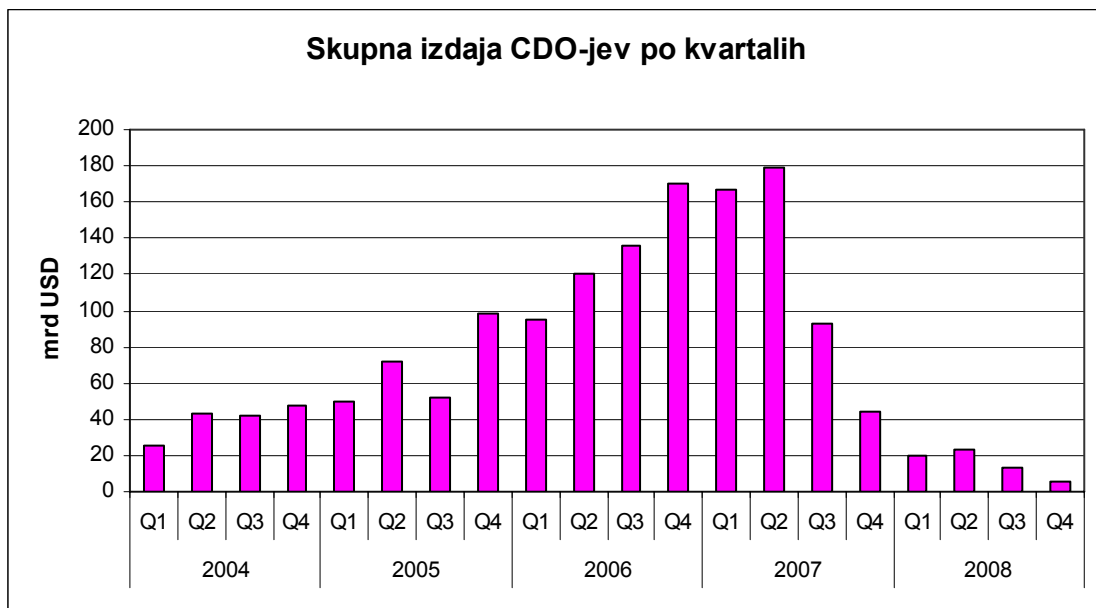
Banke se že dolgo časa ne ukvarjajo samo s svojo primarno dejavnostjo kreditiranja ter hrambo depozitov. V aktivnostih bank se je pojavilo mnogo drugih načinov zaslužka, s pomočjo katerih so banke lahko poslovale uspešneje. Z razvojem različnih finančnih instrumentov so se skozi leta dobički bank večali. V zadnjih letih je bilo na primer opaziti velik porast naložb v t.i. strukturirane finančne instrumente. V glavnem gre za kompleksne, ponavadi dolžniške finančne instrumente, katerih donosnost je vezana na gibanje ali odplačila drugih papirjev ali sredstev (Poročilo o finančni stabilnosti 2008).

Na trgu se je pojavila množica kompleksnih instrumentov, ki je povzročila netransparentnost trga in tveganj. Eni izmed njih so zloglasni CDO-ji (»collateralised debt obligations«). To je sestavljen vrednostni papir, ki ima različne kombinacije kritja oziroma je zavarovan z različnimi dolžniškimi instrumenti. V CDO določen gospodarski subjekt (npr. investicijska banka) zapakira različne terjatve (hipotekarna posojila, avtomobilska posojila...), katerih poplačila v obliki anuitet dobiva iz naslova posojilojemalcev. Zbir teh terjatev je razdeljen na tri dele, ki so različno tvegani in imajo različno stopnjo donosnosti (bolj je tvegan, večji je obljubljeni donos). Izdajatelj CDO-ja proda investitorjem instrument oz. njegov del, za kar

zaračuna visoko provizijo. Podrobnejši postopek je opisan v podpoglavju *Sekuritizacija (listinjenje)*.

Iz Slike 1 in Priloge 1 je razvidno gibanje globalne izdaje CDO-jev v zadnjih petih letih. Vrh je dosegla v drugem kvartalu leta 2007 v vrednosti USD 180 mrd, v tretjem kvartalu istega leta pa je viden padec, ko se je že začela finančna kriza.

Slika 1: Skupna izdaja CDO-jev po kvartalih od leta 2004 do 2008



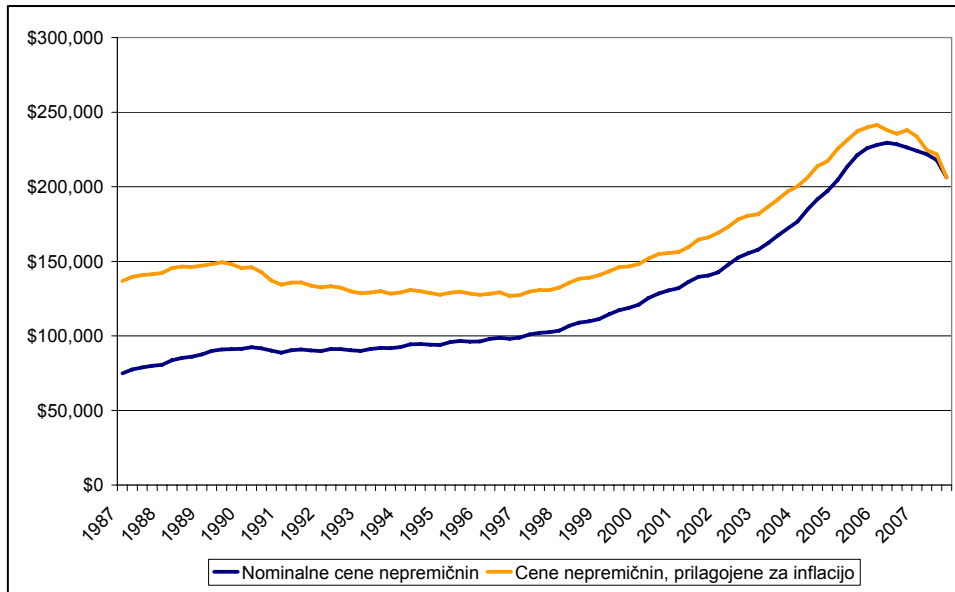
Vir: SIFMA, 2008; lastna analiza.

Za boljše razumevanje vloge strukturiranih finančnih instrumentov v globalni finančni krizi je potrebno poznati nepremičninski trg v ZDA in dogajanja na njem v zadnjih letih.

1.3 Nepremičninski trg v ZDA in hipotekarna posojila

Veliko vlogo pri sproženju globalne finančne krize je odigralo gibanje cen na trgu nepremičnin v ZDA in drugod po svetu. Iz Slike 2 na strani 6 je vidna rast cen nepremičnin v zadnjih dvajsetih letih. Do poka nepremičninskega balona je prišlo v letu 2006.

Slika 2: Gibanje cene nepremičnin v ZDA v obdobju od 1987 do 2007



Vir: Rant, *Ameriška finančna kriza 2007-08, 2008a*.

Po rapidnem znižanju obrestnih mer v letih 2002 in 2003¹ so se povečala posojila na nepremičninskih trgih. Zaradi nizkih fiksnih obrestnih mer in znižanja standardov kreditiranja (npr. možnost odloga vračanja posojila) so bila ugodna hipotekarna posojila omogočena tudi kreditno manj sposobnim slojem prebivalstva. V najhujši obliki so banke v navezavi z nepremičninskimi agenti odobravale posojila celo ljudem brez rednih dohodkov, brez informacij o njihovi kreditni zgodovini ali z neustrezno in nepopolno dokumentacijo (Rant, 2008b).

Celotni trg nepremičnin v ZDA je razdeljen na dva dela, ki se razlikujeta po kvaliteti posojil:

- »Prime« - trg prvorazrednih nepremičninskih posojil.
- »Non-prime« - neprvorazredni trg, katerega del je trg drugorazrednih nepremičninskih posojil (»subprime«²), kjer se je finančna kriza začela.

Financiranje na drugorazrednem trgu je delovalo v času naraščajočih cen nepremičnin. Tako banke kot posojilojemalci so menili, da se bodo posojila odplačevala z refinanciranjem zaradi dodatnega ustvarjenega nepremičninskega premoženja. Vendar pa so proti koncu leta 2006 cene nepremičnin v ZDA začele padati. Ker se je pojavila možnost, da vrednost nepremičnine pade pod vrednost posojila, posojilojemalci niso več želeli odplačevati dolga, zato so raje odstopili od pogodb. Dodatna ponudba nepremičnin, ki je izvirala iz teh predčasnih odstopov, je povzročila dodaten pritisk na znižanje cen in sprožila proces, ki je vodil k skokovitemu porastu zamud in neplačil pri servisiranju posojil.

¹ Zaradi nastalih razmer po napadu na Svetovni trgovski center v 2001 in poku tehnološkega balona

² V letu 2005 je bilo 20% vseh hipotekarnih posojil iz »subprime« trga (v letu 1994 manj kot 5%). (Perkins, 2006)

1.4 Sekuritizacija (listinjenje)

Banke odobrenih naložb ne ohranjajo v bilanci do njihove zapadlosti, temveč jih raje prodajo naprej oziroma določijo portfelj naložb, na podlagi katerih izdajo dolžniške vrednostne papirje, ki se poplačajo s prihodki iz zastavljenega portfelja naložb. Tovrstni model se imenuje »ustvari in razdeli« (*»originate and distribute«*).

Banke in ostale finančne institucije si želijo znebiti čim večjega dela svojih dolgoročnih terjatev (v primeru »subprime« krize večinoma v obliki dolgoročnih hipotekarnih posojil). V želji po boljši dobičkonosnosti finančne institucije (posojilodajalke) odprodajo omenjene terjatve in tako sprostijo del premoženja iz premoženjske bilance. Namesto dolgoročnih hipotekarnih posojil imajo banke na svoji aktivni strani svež denar za nove naložbe, hkrati pa so iz svoje bilance odprodale kreditno tveganje potencialnim vlagateljem. Postopek preoblikovanja denarnega toka iz manj likvidnih naložb (posojil) v visoko likvidne naložbe (vrednostne papirje), ki se jih proda investitorjem, imenujemo listinjenje oziroma sekuritizacija.

Pri listinjenju gre za združevanje (»pooling«) denarnih tokov manj likvidnih finančnih instrumentov in njihovo prepakiranje v nove, bolj likvidne izvedene finančne instrumente (vrednostne papirje) za prodajo investitorjem (Rant, 2008b). Vrednostni papirji so izdani v različnih tranšah z različno prednostjo pri poplačilu:

- *(Super-) senior tranša* – najbolj kakovostna tranša (najvišji bonitetni razred – AAA), ki je najmanj tvegana in prinaša najnižjo stopnjo donosa. Prva je upravičena do poplačila iz agregatnega denarnega toka.
- *Mezzanine tranša* – bolj tvegana tranša (bonitetni razred med AA in BB) z nekoliko višjo stopnjo donosa.
- *Equity (lastniška) tranša* – najbolj tvegana in tudi najbolj donosna (brez bonitetne ocene). Prva utrpí škodo, če pride do nevrčanja posojil in agregatni tok ne zadostuje za izplačilo kupona/glavnice.

Proces listinjenja začne originator (npr. banka, ki odobri hipotekarno posojilo), ki v paketih (»pool«) zbrane terjatve prenese oziroma odproda posebni finančni instituciji³, za katero je veljalo načelo majhne verjetnosti stečaja. V ZDA so to predvsem vladne agencije, med katerimi so nekatere v popolni lasti države (npr. *Ginnie Mae*), druge, ki so sicer v zasebni lasti in organizirane kot delniške družbe s pooblastili ameriškega kongresa, pa so samo sponzorirane s strani države (npr. *Fannie Mae in Freddie Mac*). Na osnovi paketa posojil kupci bančnih terjatev izdajo vrednostne papirje⁴, katerih lastnosti so odvisne od lastnosti posojil v paketu. Te vrednostne papirje se prodaja investitorjem za gotovino. Postopek

³ SPV (special purpose vehicle), SPE (special purpose entity), SIV (structured investment vehicle),

⁴ Vrednostni papirji, zavarovani z realnimi sredstvi – ABS (asset backed security), MBS (mortgage backed security). V ZDA so bili prvi ABS-ji izdani v sedemdesetih letih 20. stoletja (Heffernan, 1996, str. 170).

listinjenja je zaključen, ko se s kupnino od prodanih vrednostnih papirjev poravna kupnina za odkupljene terjatve.

Vzroki za listinjenje

Naložbe v strukturirane vrednostne papirje so bile za banke (in druge investitorje) zelo privlačne, ker so ob visoki bonitetni oceni prinašale višje donosnosti kot običajni dolžniški vrednostni papirji. Banka je lahko pridobljeno gotovino uporabila za financiranje novih naložb (npr. povečano kreditiranje prvovrstnih komitentov, investiranje v vrednostne papirje...), hkrati pa izboljšala kapitalsko ustreznost, zmanjšala izpostavljenost kreditnemu tveganju, pridobivala nove prihodke iz naslova provizij. Po drugi strani je lahko zmanjšala zadolženost, povečala rezerve ter tako izboljšala svojo likvidnost.

Posledice in uvod v krizo

Ustanovitelji t.i. obvodnih družb (zgoraj omenjeni SPV...) izvedenih finančnih instrumentov, v skladu z regulativo, niso bili dolžni prikazovati v svojih bilancah. Zaradi velike zunajbilančne izpostavljenosti bank, je bila negotovost še toliko večja, saj ob omejenih razkritjih zunajbilančnih postavk bank ni bila jasna dejanska izpostavljenost banke do omenjenih družb. Ustvaril se je vtis, da so bila tveganja prenesena zunaj bančnega sektorja. Ko so se pojavile težave na finančnih trgih, so se te družbe zaradi strukture obveznosti, ki so zelo kratkoročne, soočile s težavami refinanciranja. Banke so posledično zunajbilančne obveznosti prenašale nazaj v bilanco zaradi tveganja izgube ugleda, ker bi take družbe prepustile propadu in zaradi kopičenja naložb, ki jih niso mogle listiniti. Nepremičnine so počasi izgubljale svojo vrednost in dolgovi posojilojemalcev so preseгли dejansko vrednost njihovih nepremičnin. Nezmožnost rednega odplačevanja je bila vedno večja, najprej pri nižjih slojih prebivalstva, ki so dobivali ugodna posojila. Odpisi in izgube, ki so se pokazali v nadaljevanju, so presenetili tržne udeležence in se odrazili v zmanjšanju razpoložljivosti finančnih virov zaradi nezaupanja.

2 MEDNARODNE BONITETNE AGENCIJE

Odločilno vlogo v globalni finančni krizi so odigrale tudi bonitetne agencije. Po propadu in težavah nekaterih instrumentov ter bank s prvovrstnimi bonitetnimi ocenami (oz. ratingi), se je pojavil dvom o ustreznosti njihovega ocenjevanja ter verodostojnosti.

2.1 Vrednotenje kreditnega tveganja

V osnovi je kreditno tveganje tisto tveganje, ki ga povzroča posojilojemalčeva nezmožnost plačila obresti in glavnice (Interno gradivo NLB). Kreditna boniteta predstavlja oceno kreditne sposobnosti gospodarske družbe oziroma stopnjo tveganja, ki se mu izpostavljajo upniki, ko posojajo denarna sredstva različnim dolžnikom. Približa nam, kolikšna je možnost

neplačila posojilojemalcev, izdajateljev vrednostnih papirjev ali strank pri poslovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti. Glavne komponente kreditnega tveganja so izpostavljenost, možnost neplačila ali poslabšanje bonitete dolžnika ter možnost povračila neplačanih dolgov. Tradicionalno merilo kreditne kvalitete dolgov je kreditna boniteta. Nekateri značilnosti bonitetnih sistemov so (Bessis, 2007, str. 14-15):

- Bonitete so bolj relativna merila tveganja kot absolutna, kot je na primer možnost neplačila.
- Zunanje bonitete (»external rating«) se nanašajo na izdaje vrednostnih papirjev in ne na izdajatelje, saj imajo različne izdaje papirjev enega izdajatelja različne stopnje tveganja (odvisno od ročnosti, zavarovanja...).
- Boniteta izdajatelja (»issuer's rating«) pa označuje možnost njegovega neplačila.
- Banke uporabljajo interne lestvice bonitet, ker večina njihovih dolžnikov nima javnih bonitet. Vsaka banka ima lestvico prilagojeno svojim zahtevam, večinoma lestvica označuje tako tveganje dolžnika kot tveganje instrumenta.
- Obstaja več vrst bonitet. Bonitete lahko označujejo tveganje posojilojemalcev, deželno tveganje in tveganje lokalne valute. Lahko so tudi dolgoročne ali kratkoročne.
- Ker so bonitete stopenjsko merilo kreditnega tveganja, niso zadostna rešitev za vrednotenje kreditnega tveganja.

Ko se banke, podjetja ali javne organizacije odločajo o neki naložbi, pomembno vlogo odigrajo bonitetne ocene, ki povejo koliko je sama naložba varna. Ocena kreditne sposobnosti izdajateljev je pomemben vir informacij investitorjem, predvsem tistim, ki nimajo lastne bonitetne službe. Boniteta obveznice ali strukturiranega vrednostnega papirja jim namreč omogoči več časa za izbiro prave naložbe, hitro oceno stopnje kreditnega tveganja, kar posledično izboljšuje učinkovitost ter znižuje stroške tako upnikom kot dolžnikom. Omenjeno nas pripelje do zaključka, da kreditni ratingi oz. bonitetne agencije prispevajo k večji učinkovitosti in transparentnosti delovanja mednarodnih finančnih trgov.

2.2 Vloga bonitetnih agencij v krizi

Bonitetna agencija je institucija, katere glavna dejavnost je dodelitev bonitetne ocene oz. ratinga podjetju, finančni ustanovi, državi ali posamezniku. Največje mednarodne bonitetne agencije so Moody's, Standard and Poor's ter Fitch Ratings, katerih ocene so bile do nedavnega tudi najbolj kredibilne. Naštete agencije predstavljajo približno pet šestin svetovnega trga bonitetnih storitev.

Po pojavu krize na finančnih trgih se je močno zamajala verodostojnost bonitetnih agencij. Množica prvovrstno ocenjenih finančnih instrumentov je začela izgubljati na vrednosti, nekateri so celo propadli. Tudi največje svetovne finančne institucije so imele visoke bonitete, kar je še eno dejstvo več, da je pred pojavom krize malokdo verjel v poslabšanje stanja v bančnih sektorjih.

Bonitetne agencije in njihovo vrednotenje kompleksnih instrumentov so pri tej krizi odigrale eno ključnih vlog. Kredibilnost njihovih vrednotenj je močno padla, ko so že kmalu po začetku krize (v oktobru in novembru 2007) številnim vrednostnim papirjem močno znižale bonitete. Izmed 198-ih tranš z najvišjo AAA boniteto, ki so utrpelo znižanje le-te, je bila mediana znižanj za 7 stopenj, medtem ko je 30 tranš utrpelo znižanje bonitete tudi za več kot 10 stopenj. Za primerjavo, od leta 1970 dalje, AAA obveznicam boniteta nikoli ni bila znižana za več kot 6 stopenj, pa še to redkokdaj (Franke & Krahen, 2008, str. 37).

Na te agencije letijo hude obtožbe, da bi v svojih ocenah morale predvideti efekt kriznih razmer, na primer v obliki upoštevanja morebitnih padcev cen nepremičnin in posledičnim povečanjem neplačil. Vsekakor se je treba vprašati ali nam lahko poročila in ocene precej majhnega števila bonitetnih agencij dajo pravo bonitetno oceno ter ali morda obstaja možen konflikt interesov, kot posledica njihovega komercialnega motiva. Iz vsega tega sledi, da se finančne institucije in investitorji ne smejo v celoti zanašati le na bonitetno oceno mednarodnih bonitetnih agencij.

Sinclair, Skinner in Spier (2008) si postavljajo množico vprašanj o delovanju bonitetnih agencij pred izbruhom krize:

- Kako je lahko sploh prišlo do takšnih napak pri spremljanju položaja ocenjenih instrumentov/institucij s strani agencij?
- Kako se lahko tako množico finančnih instrumentov z najvišjimi ocenami konec leta 2007 in v 2008 ni moglo prodati oziroma so ostali brez vrednosti?
- Ali so visokim ocenam izdajateljev pripomogle dodatne nagrade, ki so jih bonitetne agencije prejela od njih samih?
- Ali bistvo problema bonitetnih ocen izhaja iz nejasnosti strukturiranih produktov in njihovih različnih oblik v procesu od nastanka do distribucije?
- So bile bonitetne agencije ustrezno regulirane? Kakšna je bila konkurenca med njimi?
- Ali je kdo ocenjeval same bonitetne agencije in njihovo delovanje?
- Ali so agencije po reviziji Baselskih standardov (2004) o regulaciji minimalnih kapitalskih količnikov finančnih institucij dobile prevelike vloge?
- Konsistentnost ocenjevanja – ali so bile agencije pri ocenjevanju neprimerno bolj naklonjene izdajateljem iz zasebnega sektorja kot tistim iz javnega?

Nekateri so mnenja, da že same bonitetne lestvice agencij niso pravilne oblike. Trenutno agencije delijo bonitetne razrede na pet delov (od A do E, kjer je E najslabša ocena). Prvi trije razredi so razdeljeni na podrazrede (npr. pri agenciji Fitch ima razred A podrazrede AAA, AA+, AA...). Nasprotniki tovrstnega ocenjevanja v tem vidijo spodbudo ocenjenemu izdajatelju, da lahko razmišlja o tem, koliko slabih sredstev se lahko znebi s tem, da jih skriva za dobrimi in še vedno izpolnjuje pogoje za pridobitev visoke ocene. Manjše je število razredov, več podrazredov ima najvišji razred, večji je problem – kar se je izkazalo s propadom subprime trga, ko so bili skoraj vsi hipotekarni krediti ocenjeni z najvišjimi ocenami. Na primer, po podatkih agencije Moody's je bilo v letu 2005 80,8% subprime

posojil ocenjenih z oceno AAA (Skinner, Sinclair in Spier, 2008, str. 13). Nekateri so mnenja, da bi se moral ta sistem spremeniti in posodobiti, podrobnejše rešitve pa so že tema kakšne druge študije. Razdelitev bonitetnih razredov za limite bank in deželne limite je razvidna v Prilogi 2.

Franke in Krahn (2008) enega večjih problemov vidita v tem, da so bili po letu 1970 glavni naročniki bonitetnih storitev dolžniki - posojilojemalci. Pred tem so bili naročniki bonitetnih storitev namreč investitorji, ki so potrebovali informacijo o subjektu, kateremu so zaupali naložbo. Tu se pojavi konflikt interesov, saj si posojilojemalci želijo čim višjo bonitetno oceno, da si znižajo stroške. V tem primeru bi morale agencije oceno postaviti nepristransko, vendar lahko predvidevamo, da je v več primerih prevladal komercialni motiv (naročnik ocene, v kolikor ni zadovoljen z oceno, odide h konkurenci, agencija pa na račun poštenosti izgubi stranke).

Problem bonitetnih agencij je tudi v tem, da njihovo delovanje ni bilo dovolj ažurno. Ko agencija svoji stranki določi boniteto, se drži vodila o stabilnosti bonitetne ocene (Hull, 2007, str. 256). S tem se agencije izogibajo situacij, ko znižanju bonitete čez nekaj tednov sledi ponovno zvišanje. Do znižanja bonitete je prišlo le tam, kjer je bila velika verjetnost, da se bo poplačljivost podjetja dolgoročno poslabšala. Tako v preteklosti nismo bili priča večjim spremembam bonitet finančnih instrumentov in samih institucij. Kot je bilo že omenjeno, je malokdo pričakoval zlom finančnih trgov v takšnem obsegu in glede na gibanja pred krizo, so bile po vsej verjetnosti tudi bonitetne agencije vedno manj pozorne in kaj takega niso pričakovale. Vseeno pa je potrebno upoštevati dejstvo, da se tovrstni šoki dogajajo ter da so gibanja na finančnih trgih nepredvidljiva in težko napovedljiva.

Dejstvo je, da je na videz zdravo gospodarsko okolje v Severni Ameriki ter v večinskem delu Evrope v petih, šestih letih pred pojavom krize pripeljalo do napačnega razumevanja tveganja. Slednje je za seboj kot glavne žrtve pustilo banke in druge finančne institucije, bonitetne hiše pa so izgubile dobršno mero ugleda in zaupanja. Eden glavnih razlogov pa je bilo tudi nepoučeno razlikovanje med boniteto papirja in boniteto izdajatelja tega papirja.

2.3 Model določanja bonitete vrednostnega papirja

Namen ocenjevanja vrednostnih papirjev je s preprostim stopenjskim sistemom investitorjem prikazati relativno kreditno kakovost vrednostnih papirjev (Ljubanović, 2005, str. 21). Bonitetna ocena dolga odraža verjetnost, da bo izdajatelj v celoti in v dogovorjenem roku poplačal glavnico in obresti.

Določitev bonitetne ocene

V vseh treh največjih mednarodnih bonitetnih agencijah je postopek ocenjevanja obravnavanih produktov razmeroma enak. Končna odločitev kreditnega odbora temelji na

oceni podrobne dokumentacije instrumenta ter drugih informacij, ki jih pripravijo analitiki. Vrednotenje strukturiranih finančnih instrumentov se od vrednotenja posojil ali obveznic razlikuje že v osnovi. Ne vrednoti se jih individualno, temveč v sklopu posamezne tranše. Podjetja, ki izdajajo te instrumente, so se pogosto posvetovala z bonitetnimi agencijami, kako oblikovati tranšo, da bo deležna spodobne bonitete.

Proces določitve ocene strukturiranim finančnim instrumentom (v nadaljevanju SFI) je predstavljen na podlagi procesa bonitetne agencije Standard & Poor's (The Structured Finance Rating Process). Glavna razlika bonitete SFI in drugih bonitet, ki jih S&P določa (korporativni, rating finančne institucije, javni rating...) je v tem, da je kvaliteta sekuritiziranega sredstva popolnoma ločena od operativnega, poslovnega in solventnega tveganja nosilca tega sredstva. Ločitev sredstev od samega nosilca je ključna pri določanju bonitete SFI, saj se dodeljena ocena nanaša samo na določeno sekuritizirano sredstvo (oz. skupino sredstev) in njegovo zmožnost poplačila obveznosti vlagateljem. Zaradi tega je veliko primerov, kjer so bonitete teh sredstev višje od bonitet izdajatelja (finančne institucije).

Določitev bonitetne ocene se začne z administrativnim delom (pogajanja obeh strani, podpis pogodbe, določitev analitika/ov...). Originator mora ekipi analitikov predložiti zahtevane podatke, za katere se smatra, da so resnični in ustrezno pripravljeni. Čas procesa določitve ocene je odvisen predvsem od podrobnosti analize, kvalitete informacij, ki jih predloži originator (nosilec sredstva, kateremu so določa boniteta), osredotočenosti na višino bonitete, ki ga želi doseči ter od značilnosti trga, na katerem bo instrument pozicioniran.

Glavni del procesa je razdeljen v tri sklope:

1. Analitiki si za analize prestrukturiranih sredstev večinoma pomagajo s finančnimi modeli. Analitik pri analizi ocenjuje stopnjo neplačil, kršenje dogovorjenih pravil in zamude pri realizaciji izterjav. Dodatno je pozoren tudi na pričakovane rezerve, padec tržne vrednosti in na predhodna odplačila. Eden glavnih korakov v analizi je urejanje in primerjava podatkov. Izdajatelj instrumenta ponavadi analitiku priskrbi informacije o poslovanju originatorja.
2. Struktura denarnih tokov – za analitika je pomembno razumeti strukturo vrednostnega papirja, saj ima izdajatelj ponavadi omejeno možnost prilagajanja na spremenjene finančne in gospodarske razmere (npr. spremembe obrestnih mer, stopenj odplačil in neplačil). Simulacije denarnih tokov naj bi vključevale predpostavke o pričakovani kreditni izgubi, spremembah obrestnih mer, na katere so denarni tokovi vezani, stopnji reinvestiranja, planiranju odplačil, stopnji neplačil, vrednosti terjatev... Namen simulacij je določiti raven potrebne likvidnostne podpore izdaji, zlasti ko obstaja bojazen, da zavarovanje, na katero je instrument vezan, mogoče ni likvidno. Višja je ciljna boniteta, večja je natančnost pri simulacijah.
3. S&P zahteva, da so sredstva in denarni tokovi popolnoma razpoložljivi za plačila ocenjenih instrumentov. Pomembnejši poudarki so na prenosih sredstev, razpoložljivosti slednjih v primeru nesolventnosti strank in pravočasnosti ter

zadostnosti denarnih tokov. Na slednje lahko vplivajo davki, tako da je pomembna tudi davčna pozicija izdajatelja. Ko je bonitetno ocenjevanje končano, se agencija loti urejanja pravne dokumentacije.

Po javni objavi bonitetne ocene izdaje strukturiranih finančnih instrumentov, je le-ta pod nadzorom skozi celotno življenjsko raven. Izdajatelj (ali pooblaščen subjekt) mora agenciji redno pošiljati poročila o izdaji.

Bonitetne agencije predvsem v času krize ponavljajo, da dodeljene bonitete predstavljajo mnenje o določenem papirju in ne investicijsko svetovanje. V preteklosti je za vrednostne papirje z najvišjimi ocenami veljala nizka spremenljivost ter zdrava likvidnost – posledično se jih je zlahka prodajalo, saj so obetali visoko donosnost. Tako je bila velika množica strukturiranih vrednostnih papirjev ocenjenih s podobno boniteto in tudi s podobnim tveganjem. Problem je bil v tem, da se jih je nabralo tako veliko, da bi lahko ena majhna sprememba stopnje neplačila močno vplivala na ceno papirja, kljub temu, da se agencije ob dodelitvi bonitetne ocene niso zmotile. Vse to sproži tudi pomisleke o pravi regulaciji bonitetnih agencij.

2.4 Določanje limita banke in deželnih limitov

Bonitetne ocene s strani mednarodnih institucij so v veliko pomoč tudi bankam, ko le-te vrednotijo podjetja in finančne institucije ter jim določajo zgornje meje zadolževanja. V nadaljevanju je predstavljen postopek analize banke ter določitve zgornjega limita.

Bančni analitik mora pri analizi banke upoštevati več dejavnikov, od operativnega okolja, zgodovine banke ter njeni zunanji podpori do finančnih izkazov, ki zajemajo najbolj obsežen del analize. Pri analizi operativnega okolja mora analitik upoštevati ekonomsko stanje države in regije (gospodarska rast, inflacija, stabilnost valute, gibanja finančnega trga, vpletenost države v gospodarstvo...), prav tako pa mora posebej proučiti bančni sistem države.

Analitik mora proučiti sam profil banke, preveriti prevladujoče dejavnosti banke, ali je v preteklosti prišlo do združevanja z drugimi družbami, dobrodošle so tudi novice iz vsakodnevnih medijev. Zlasti pa je pomembna lastniška struktura banke, ne le zaradi boljše slike o povezanosti z drugimi gospodarskimi subjekti, temveč predvsem pri ocenjevanju podpore banki, če bi se le-ta morebiti znašla v težavah. Tukaj se pojavi vprašanje, v kakšni meri je lastnik pripravljen nuditi pomoč banki in ali ima zadosti sredstev za pomoč.

Najbolj obsežen del analize je pregled finančnih podatkov banke. Analitik si pri analizi pomaga z računovodskimi izkazi banke (letna in medletna poročila). Okvirno si analizo razdeli na več sklopov:

- ***Prihodki in dobičkonosnost poslovanja banke*** – najprej ugotovi ali je poslovanje banke dobičkonosno, primerja ga s preteklimi leti, najboljša pokazatelja sta kazalnika

dobičkonosnosti (ROA in ROE⁵). Slednja se primerja tudi s kazalniki primerljivih bank v državi, tako si analitik lažje ustvari sliko o poslovanju banke. Analitik mora preveriti koliko so prihodki banke stabilni in katerih je več ter oceniti stroškovno učinkovitost.

- **Kvaliteta aktive (sredstev in naložb)** – največji del aktive pogosto predstavljajo posojila (večinoma namenjeni strankam, ki niso banke), zato mora biti analitik najbolj pozoren prav na njih. Pomembna je predvsem njihova rast, proučiti mora njihovo ročnost (pomemben zlasti delež dolgoročnih), v katerih valutah so, komu so namenjeni, koliko jih je pokritih z oslabitvami, kolikšen del predstavljajo slaba/zapadla⁶ posojila ter kakšna je koncentracija kreditnega portfelja. Ponavadi manjši delež v aktivih predstavljajo krediti bankam, ni pa to pravilo. Večinoma imajo ta sredstva nizko stopnjo tveganja. V veliki večini preostali del aktive predstavljajo vrednostni papirji (lastniški in dolžniški). Portfelj vrednostnih papirjev predstavlja velik delež predvsem pri investicijskih bankah (pri največjih ameriških investicijskih bankah več kot tri četrtine aktive).
- **Kapital** – analitik mora biti še posebej pozoren na gibanje in velikost kapitala banke. Pozoren mora biti na to, ali rast kapitala zaostaja za rastjo bilančne vsote, kolikšen del kapitala predstavlja v celotnih virih ter tudi iz česa je sestavljen. Kapital je pomemben za pokritje nepredvidljivih izgub (tistih, ki niso pokrite z oslabitvami za kredite). S količnikom kapitalne ustreznosti je opredeljen delež kapitala, ki ga mora imeti banka za vse svoje terjatve (tehtana aktiva), ki so z različnimi utežmi prilagojene kreditnemu tveganju. V večini držav znaša minimalni količnik kapitalne ustreznosti 8% (po Baselskih standardih), višji predpisani količniki (10%, 12%...) so manj pogosti. Močno pomembna sta še dva količnika in sicer delež osnovnih sredstev banke v primerjavi s kapitalom banke ter delež podrejenih obveznosti v kapitalu banke⁷. Za banke je značilno, da imajo v celotnih virih financiranja veliko manjši delež kapitala v primerjavi s podjetji.
- **Viri financiranja** – pomemben je tudi pregled virov financiranja banke, predvsem njihove stabilnosti. Med najbolj stabilne spadajo vpogledne vloge, zlasti vloge s strani prebivalstva, ki so tudi najcenejši vir financiranja. Večji del virov predstavljajo tudi vezane vloge in depoziti bank, pa tudi krediti bank ali mednarodnih finančnih organizacij. Kakovostno pridobivanje virov (predvsem s strani prebivalstva) je pomemben pokazatelj ugleda banke, saj je iz tega razvidno, kakšno je zaupanje komitentov v poslovanje banke. Tudi v tem razdelku mora analitik preveriti ročnost in koncentracijo virov, predvsem so pomembni dolgoročni viri, ki jih primerja z dolgoročnimi posojili, da dobi sliko likvidnostnega stanja banke.

⁵ ROA – dobičkonosnost sredstev, ROE – dobičkonosnost kapitala

⁶ Posojila, ki zamujajo s plačilom

⁷ Višji je delež osnovnih sredstev v primerjavi s kapitalom, slabša je kapitalna moč banke, večja je možnost, da banka ne bo zmoгла poravnati svojih obveznosti. Če je delež podrejenih obveznosti v primerjavi s kapitalom banke visok, težje se bo banka v prihodnosti zadolževala, si pa s tem lahko poveča količnik kapitalne ustreznosti.

Naj bo za dodatek omenjeno še deželno tveganje. To tveganje izvira iz gospodarskega, političnega in socialnega okolja države, iz katere posojiljemalec prihaja. Analitik državi določi limit, do katerega so entitete iz obravnavane države pri banki lahko zadolžene, pri tem pa si pomaga z različnimi dejavniki, kot so bonitete mednarodnih bonitetnih agencij (»Sovereign Country Rating«), BDP (bruto domači proizvod) države v zadnjem letu in drugi dejavniki.

3 VPLIV KRIZE NA POSLOVANJE NAJVEČJIH SVETOVNIH BANK

3.1 Poslovanje bank pred izbruhom krize

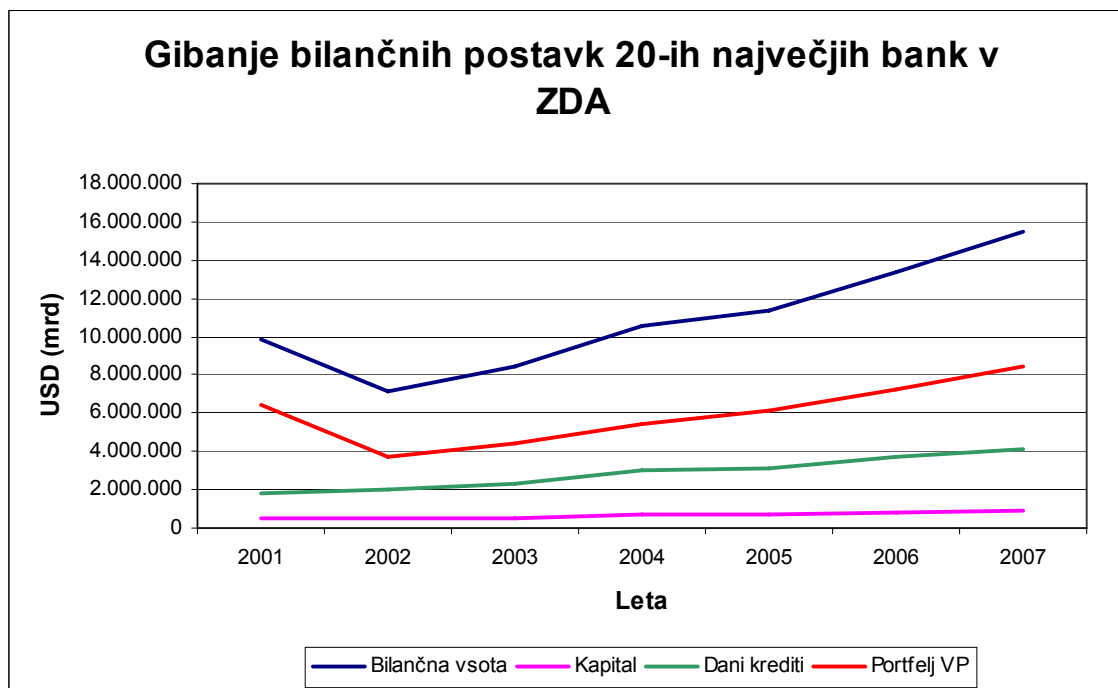
Že od nekdanj je bila osnovna dejavnost bank dajanje posojil svojim strankam ter na drugi strani od njih pridobivati vire. V zadnji četrtini prejšnjega stoletja pa se je z razmahom tržnega gospodarstva spremenila tudi podoba delovanja bank. Na finančnih trgih se je pojavilo mnogo novih produktov in instrumentov, s katerimi je bilo moč zaslužiti. Za ohranitev konkurenčnosti in zaradi želje po višjih dobičkih⁸ so se banke začele ukvarjati s finančnim posredništvom, trgovanjem s finančnimi instrumenti, preoblikovanjem posojil... Vse bolj do izraza so prihajale t.i. investicijske banke. Pojavilo se je cel kup finančnih inovacij, ki so sčasoma postajale vedno bolj kompleksne. Med slednje spadajo tudi sekuritizirana posojila, katerih princip je bil že omenjen. Minili so časi, ko so banke posojila držale v svojih bilancah do zapadlosti. Med letoma 2000 in 2006 se je izdaja kreditnih instrumentov povečala za dvanajstkrat – približno iz USD 250 mrd na USD 3.000 mrd. Te aktivnosti so se najbolj razvile po letu 2004, predvsem zaradi želje investitorjev po večjih dohodkih, po tem ko so centralne banke dolgo časa ohranjale nizke ravni obrestnih mer (Tett, 2008).

3.1.1 Kratka analiza poslovanja bank v ZDA

Agregatna vrednost bilančne vsote največjih 20 bank v ZDA je v letu 2007 znašala USD 15.463 mrd. Iz Slike 3 na strani 16 je razvidno, da je v zadnjih letih dobršen del aktiv bank predstavljal portfelj vrednostnih papirjev – v letu 2007 še vedno več kot polovico. Po napadu na World Trade Center (WTC) v letu 2001 so se aktive bank skrčile, ob ugodnih razmerah v kasnejših letih pa so imele banke spodobno rast tako vrednostnih papirjev kot tudi posojil. Upoštevajoč zbrane podatke največjih 20 ameriških bank je bil padeč bilančnih vsot teh bank v letu 2002, glede na 2001, 28-odstotni (kot je razvidno iz grafa so se aktive banke znižale v sorazmerju s portfeljem vrednostnih papirjev). Po letu 2002 pa so vrednostni papirji in posledično aktive bank naraščali. Do leta 2007 so se vrednostni papirji povečali za več kot dvakrat, prav tako posojila in aktive bank. Za rastjo slednjih pa je zaostajala rast kapitala, kateri je ostal na razmeroma nizki ravni.

⁸ Dobički bank v ZDA, kot delež korporacij, so porasli od 5% (1982) na 41% (2007). (Kranjec, 2008)

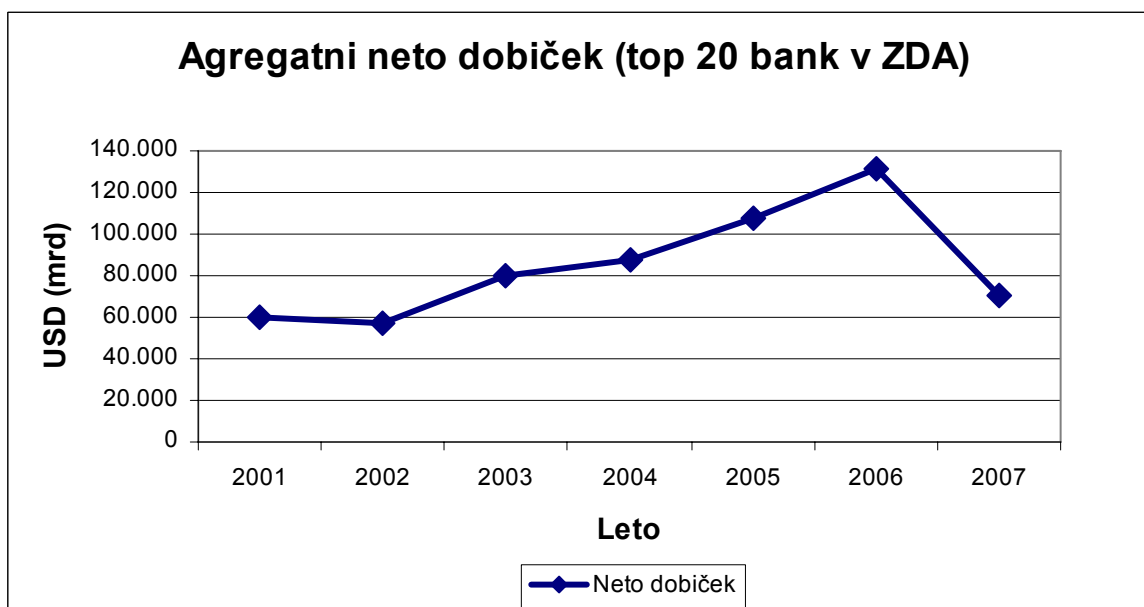
Slika 3: Gibanje bilančnih postavk dvajsetih največjih bank v ZDA od leta 2001 do 2007



Vir: Podatkovna baza BankScope; lastna analiza.

Napad na WTC in pok tehnološkega balona ni imel velikega vpliva na neto dobičke bank v letu 2002. Kot prikazuje Slika 4 je bila rast agregatnega neto dobička dvajsetih največjih bank v ZDA visoka, v letu 2006 je bil glede na 2001 višji za več kot dvakrat. V letu 2007 je že močno viden vpliv finančne krize, agregatni neto dobiček je bil nižji skoraj za polovico glede na 2006.

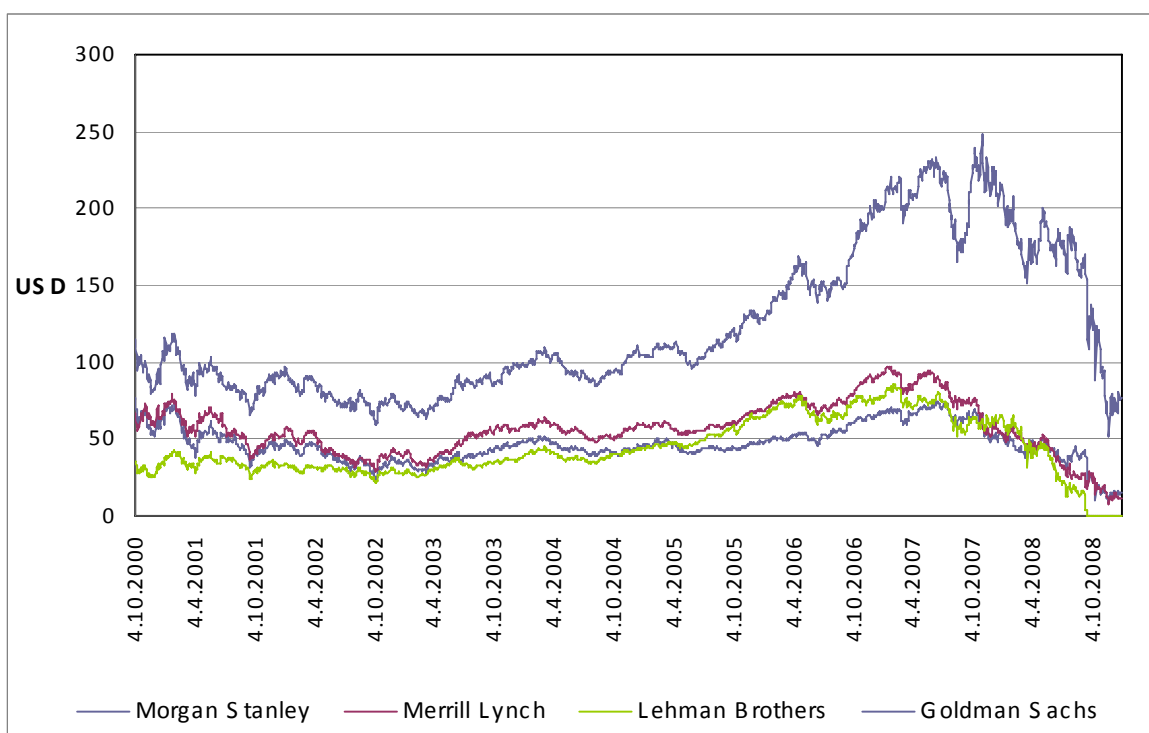
Slika 4: Gibanje agregatnega neto dobička bank v ZDA od leta 2001 do 2007



Vir: Podatkovna baza BankScope; lastna analiza.

V zadnjih letih so ob bujni rasti indeksov na svetovnih borzah z visoko stopnjo rasti naraščale tudi tržne vrednosti delnic bank. Slika 5 prikazuje gibanje vrednosti delnic štirih največjih ameriških investicijskih bank⁹ od konca leta 2000 do konca leta 2008. Po napadih na WTC in poku tehnološkega balona v ZDA, so vrednosti delnic dosegle dno v začetku oktobra 2002. Po omilitvi regulacije na finančnih trgih, se je krivulja obrnila navzgor in do 31. julija 2007 (pred pojavom krize na ameriškem hipotekarnem trgu) so delnice teh bank dosegle rekordne vrednosti ter omogočale ogromne zasluške (Morgan Stanley – povečanje za 259%, Merrill Lynch – 261%, Lehman Brothers – 291%, Goldman Sachs – 316%).

Slika 5: Gibanje tržnih vrednosti delnic štirih največjih ameriških investicijskih bank v časovnem obdobju 4.10.2000-29.12.2008*



* dnevna vrednost delnic na NYSE

Vir: Bloomberg; lastna analiza.

3.2 Pojav krize

V začetku avgusta 2007 so se delničarji pete največje investicijske banke Bear Stearns zbrali na skupščini, malce zaskrbljeni zaradi propada dveh skladov banke en mesec prej in padca vrednosti delnice banke. Ko so vsi pričakovali spodbudne besede o finančnem stanju banke, kot je bilo že v navadi, jih je finančni direktor Sam Molinaro presenetil z izjavo: »V tem poslu sem že 22 let, pa česa takšnega še nisem doživel. Situacija, ki smo ji bili priča v zadnjih osmih tednih je precej zaskrbljujoča.« (Gapper , 2008).

⁹ Za boljšo primerjavo so analizirane le delnice največjih investicijskih bank (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley in Lehman Brothers)

Dogajanja na finančnih trgih, ki so sledila, so močno vplivala na poslovanja največjih svetovnih bank, ki se že dolgo niso soočile s tako slabimi poslovnimi rezultati, kakršni so bili konec leta 2007. Banke so zabeležile precejšnje izgube in odpise slabih terjatev, ki so jih objavile v svojih (četrt)letnih poročilih. Nekatere izmed njih so se celo soočile s težavami na področju zagotavljanja ustrezne kapitalske ustreznosti kot posledice izjemno visokih izgub. Posledično je prišlo do padca vrednosti njihovih dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev, še posebej se je kriza odrazila na področju strukturiranih vrednostnih papirjev in kreditnih zamenjav¹⁰. Zaradi slabih poslovnih rezultatov so sledili odstopi vodilnih, potreben je bil pritok svežega kapitala s strani obstoječih delničarjev, sprva pa so se v dokapitalizacije bank vključili tudi investitorji iz Azije in Bližnjega vzhoda, kjer je na začetku kazalo, da kriza ne bo posegla. Tabela 1 prikazuje vpliv finančne krize na poslovne rezultate večjih svetovnih bank (poslovni izid v letu 2007 ter v posameznih četrtletjih leta 2008).

Tabela 1: Poslovni izidi* večjih svetovnih bank v času finančne krize ter odpisi slabih terjatev

(vse vrednosti v mrd USD)

Banka	Rezultat Y2007			Rezultat 1Q-3m			Rezultat 2Q-6m raven			Rezultat 3Q-9m raven			Odpisi slabih terjatev
	Y07	Y06	Spr.*	1Q08	1Q07	Spr.*	2Q08	2Q07	Spr.*	3Q08	3Q07	Spr.*	
JP Morgan Chase	15,4	14,4	↑6%	2,4	4,8	↓50%	4,4	9,0	↓51%	4,9	12,4	↓60%	11,0
Citigroup	3,6	21,5	↓83%	-5,1	5,0	-	-7,6	11,2	-	-10,4	13,5	-	56,2
Bank of America	15,0	21,1	↓29%	1,2	5,3	↓77%	4,6	11,0	↓58%	5,8	14,7	↓61%	7,9
Wachovia Corp.	6,3	7,8	↓19%	-0,4	2,3	-	-9,3	4,6	-	-32,6	6,3	-	13,4
Goldman Sachs	11,6	9,5	↑22%	1,5	3,2	↓53%	3,6	5,5	↓35%	4,4	8,4	↓47%	8,8
Merrill Lynch	-7,7	7,5	-	-2,0	2,2	-	-6,6	4,3	-	-11,8	2,1	-	56,8
Morgan Stanley	3,2	7,5	↓57%	1,6	2,7	↓42%	2,6	5,2	↓51%	4,0	6,8	↓41%	14,4
Lehman Brothers	4,1	3,9	↑5%	0,5	1,1	↓59%	-2,3	2,4	-	-6,2	3,3	-	12,8
Bear Stearns	0,2	2,1	↓89%	0,1	0,5	↓80%	-	-	-	-	-	-	2,5
UBS AG	-3,6	10,4	-	-11,6	2,0	-	-11,7	7,0	-	-10,5	6,6	-	54,5
Deutsche Bank	9,6	8,0	↑7%	-0,1	2,1	-	0,8	5,3	↓87%	1,3	7,9	↓83%	20,9
Credit Suisse	7,6	9,3	↓25%	-2,2	2,2	-	-0,9	4,8	-	-2,2	6,2	-	9,0
Société Générale	1,4	6,9	↓82%	1,7	1,9	↓23%	2,7	4,3	↓55%	2,8	6,1	↓55%	15,5
Barclays	8,9	9,0	↓3%	-	-	-	4,2	5,9	↓28%	-	-	-	4,6
Fortis Bank	5,9	5,7	↓8%	1,3	1,6	↓29%	2,6	3,8	↓40%	2,4	5,2	↓53%	2,8

*Pri evropskih bankah je sprememba poslovnega izida v domačih valutah, tako da je vpliv volatilitnosti valute USD izključen. Za boljšo primerjavo z ostalimi bankami pa so vse absolutne vrednosti v USD.

Viri: Letna in kvartalna poročila posameznih bank, Reuters, Bloomberg, Bank Implode-Meter.

¹⁰ CDS – “credit default swap”; v okviru takšne zamenjave se kupec zaščite obveže, da bo prodajalcu plačeval periodične premije, v zameno pa se prodajalec obveže, da bo kupcu poravnal obveznost plačila po referenčnem instrumentu (posojilu ali obveznici), na katerega je CDS vezan, če pride do kreditnega dogodka (zamude ali neplačila po referenčnem instrumentu). (Rant, 2008b)

Visoki odpisi¹¹ in zmanjšana likvidnost na področju finančnih instrumentov so povzročili povečano likvidnostno povpraševanje v bančnem sistemu. Temu je sledila nezaupljivost v bonitete in finančni položaj bank. Na kratkoročnem področju so intervenirale centralne banke z dodatnimi kvotami denarja, medtem ko je kriza zaupanja povzročila, da sta trg sindiciranih posojil in vrednostnih papirjev praktično zamrla. Kreditni pribitki so izjemno porasli ter tako vplivali na podražitev virov financiranja in padanje vrednosti finančnih instrumentov, ki so jih banke izkazovale v svojih aktivah. Prišlo je do velikega zmanjšanja likvidnosti na denarnih trgih, banke so začele oblikovati previdnostne likvidnostne rezerve ter niso bile pripravljene posojati denarja.

3.2.1 Težave investicijskih bank

V zadnjih tridesetih letih so v bančnih sistemih največ pridobile investicijske banke (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers in Bear Stearns med največjimi). Za investicijske banke je bila značilna nizka raven kapitala, malo ali nič kreditov, večino sredstev je bilo v obliki vrednostih papirjev (derivativi, ABS-ji, podjetniški vrednostni papirji...). Tudi financirale so se večinoma iz naslova vrednostnih papirjev. V času razcveta finančnega in trgovskega liberalizma je bila rast teh bank visoka, zaslužki ogromni, prav tako nagrade upravam. Potrebno je dodati, da je bila investicijskim bankam »v pomoč« tudi drugačna regulativa kot za univerzalne banke. Po začetku krize in dogodkih, ki so sledili, so se porajala vprašanja o obstoju investicijskih bank, saj je bila slika ravno obratna kot v omenjenem obdobju.

Reševanje bank Bear Stearns in Merrill Lynch

Prva banka, ki so jo v ZDA reševali pred propadom, je bila prav investicijska banka Bear Stearns. Tej osem milijard dolarjev vredni banki je zaradi sumljivih poslovnih odločitev grozil takojšnji bankrot, zato so za pomoč zaprosili Fed, kjer so zagotovili finančna sredstva za preživetje banke, kar so mnogi kritizirali, češ da se bo kriza še poglobila.

Dne 16. marca 2008 je banka JP Morgan Chase za delnico banke ponudila USD 2, kar je bilo manj kot 10% vrednosti delnice na dan 14. marca 2008 (USD 30). Leto dni nazaj so se posli z delnicami omenjene banke sklepali pri USD 170. Ker je kazalo, da delničarji ciljne družbe po tej ceni svojih delnic ne bodo prodali, je JP Morgan Chase teden kasneje ponudbo zvišal na USD 10/delnico.

Naslednja investicijska banka tik pred propadom je bila Merrill Lynch. Banka po dobrem letu visokih izgub in odpisov ni bila več zmožna preživeti brez pomoči investorjev, saj so napovedovali nove odpise, prepotrebne injekcije kapitala pa ni bilo. Dne 15. septembra 2008, na dan ko je njena konkurentka Lehman Brothers napovedala stečaj, je bila banka Merrill

¹¹ Po poročanju ECB naj bi banke od začetka krize (drugo polletje 2007) do konca tretjega kvartala 2008 odpisale za USD 720 mrd slabih terjatev.

Lynch prevzeta s strani Bank of America. Slednja je plačala USD 50 mrd, cena delnice je bila USD 29. Vrednost delnice banke na NYSE je v letu 2007 padla za 43%. Glede na januar 2008 (USD 52,76) je bila dne 29. decembra 2008 vrednost delnice banke nižja za 79% (USD 11,07). Takoj po nakupu pa so se že začela porajati vprašanja o tem, kakšen vpliv bo imel prevzem na banko.

3.2.2 Črni september

Poleti 2008 so se razmere na finančnih trgih nekoliko umirile, banke so sicer objavljale slabe podatke za prvo polletje 2008, ki pa večinoma niso bili tako šokantni kot prej (manjše četrtletne izgube in odpisi terjatev). Proti koncu poletja, več kot eno leto od začetka krize, pa je le-ta dosegla vrelišče in dokončno prepričala še nekaj tistih, ki so si pred krizo zatiskali oči in že spomladi zatrjevali, da je kriza kratkoročna. Proces zmanjševanja finančnega vzvoda je namreč prišel do točke, ko so zaradi izgub postale ogrožene sistemsko pomembne institucije (Rant, 2008b). Že na začetku septembra je morala vlada ZDA prevzeti paradržavna hipotekarna posojilojemalca Fannie Mae in Freddy Mac, ki predstavljata kar polovico ameriškega hipotekarnega trga.

Stečaj banke Lehman Brothers

Za prelomnico poteka krize pa lahko označimo dan 15. september 2008, ko so pri investicijski banki Lehman Brothers objavili stečaj. Že ob objavi polletnih rezultatov (konec maja 2008) so nekateri analitiki tej banki napovedovali usodo, podobno primeru banke Bear Stearns. Po predhodnih intervencijah Fed-a in ameriške vlade za blažitev krize, so tudi pri Lehmanu pričakovali podporo, ki pa je ni bilo.

V zadnjih letih je bila rast banke visoka. V tem času je igrala izjemno pomembno vlogo na finančnih trgih, predvsem je bila aktivna na področju sekuritizacije. Podobno kot ostale investicijske banke je med letom 2005 in 2007 dosegala rekordne rezultate poslovanja. Banka na začetku krize s slabimi objavami ni izstopala. V juniju 2008 pa je presenetila z objavo polletne izgube v višini USD 2,8 mrd in za banko so se začeli burni meseci. V zadnjih treh mesecih pred stečajem je banka za zagotovitev likvidnosti povečala kapital za novih USD 6 mrd, istočasno pa je bila v pogovorih s potencialnimi prevzemniki, saj je bil prevzem banke edina opcija za njeno rešitev. Dolgo časa se je kot investitorja omenjalo azijske družbe (China's Citic Securities in Korea Development Bank), vendar so dogovori propadli. Kasneje so se dogovarjali tudi o prodaji določenih delov svojega portfelja družbi BlackRock, vendar iz tega ni bilo nič. Vrednost delnice banke na NYSE je v letu 2007 padla za 21%, kar je bilo manj od ostalih največjih svetovnih bank. Glede na januar 2008 pa je vrednost delnice do objave stečaja banke padla za 99%.

O nakupu dela portfelja banke so se pogovarjale tudi glavne investicijske banke Goldman Sachs, Morgan Stanley in Merrill Lynch, govorilo se je tudi, da bi banko prevzela ali Bank of

America ali britanski Barclays. Vsi udeleženi pa so bili pripravljeni za dogovor le ob garanciji Fed-a, da bi banka lahko poslovala do dokončnega prevzema. Fed je, po dveh velikih intervencijah (Bear Stearns in Fannie Mae ter Freddie Mac), zavrnil to možnost. Bank of America je dne 15. septembra 2008 raje prevzela banko Merrill Lynch, Barclays pa se je umaknil¹².

Opisani dogodki so imeli takojšnje posledice na finančnih trgih. Prišlo je do prevzemov, poddržavljanja in preoblikovanj največjih finančnih institucij, države so množično reševale bančne sisteme z neomejenimi poroštvi in finančnimi injekcijami, v nekaterih primerih so se države znašle pred bankrotom (Islandija). Kriza se je iz ZDA in Zahodne Evrope dokončno preselila tudi v države v razvoju. Posojanje med bankami se je omejilo, nekje celo začasno ustavilo, banke so se srečale s problemom likvidnosti in solventnosti. Na mednarodnem denarnem trgu je bilo skorajda nemogoče priti do virov, kar so negativno občutile predvsem banke, ki so bile zelo odvisne od zunanjega financiranja (značilno predvsem za vzhodnoevropske banke). V nekaterih državah v razvoju so varčevalci začeli umikati vloge iz bank, tako da je bila intervencija centralnih bank in držav neizogibna. Z omejitvijo medbančnega posojanja se je kriza preselila tudi v realni sektor gospodarstva. Težave so bile tako velike, da so se države množično odločale za sistemski pristop reševanja (prej v glavnem na individualni ravni), ki je na primer vključeval možnost odkupa problematičnih naložb bank, dokapitalizacije oz. prevzeme bank, ki jim je grozil propad, garancije za medbančne naložbe in povečanje garancij za depozite v bankah¹³ (Rant, 2008b). Glavni namen teh intervencij je vrnitev zaupanja v finančne institucije, ki je izredno pomembno za nadaljnja gibanja v gospodarstvih.

3.3 Intervencije centralnih bank

Kot je bilo že večkrat omenjeno so na pomoč bankam morale priskočiti centralne banke, na začetku zlasti Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) in Fed, ki sta s finančnimi injekcijami na trge dodajali likvidnost ter na nek način uspeli stabilizirati razmere. Omenjene intervencije pa so takoj sprožile vprašanje moralnega hazarda¹⁴ ter požele nestrinjanja zagovornikov prostega trga. Kot se je kasneje izkazalo, so bile začetne intervencije proti koncu leta 2007 malo v primerjavi s tistim, kar je sledilo v letu 2008.

¹² Kasneje je banka Barclays le prevzela del investicijskih oddelkov banke.

¹³ Sprva so centralne banke povečale višino poroštva na določene vrednosti, na koncu pa so se večinoma odločile za poroštva v neomejeni vrednosti.

¹⁴ V smislu, da državni organi rešujejo zasebne družbe in njihove slabe poslovne odločitve z davkoplačevskim denarjem.

3.3.1 Nižanje obrestnih mer

Poleg finančnih injekcij je bilo potrebno sprostiti svetovne denarne pogoje. Centralne banke so postopoma spuščale ključne obrestne mere¹⁵. Prva je bila ameriška centralna banka, ki je že v septembru 2007 (en mesec po propadu skladov banke Bear Stearns) znižala ciljno obrestno mero (»Fed funds target rate«) za 50 b.t. na 4,75%. Do konca leta 2007 jo je Fed še dvakrat znižal za 25 b.t. in konec leta je znašala 4,25%. V januarju 2008 sta sledili 2 znižanja do višine 3,0% in v ZDA se je pojavil strah pred povišano inflacijo. Poznano je, da je osnovno vodilo Fed-a zdrava raven gospodarske rasti ne glede na višjo inflacijo. Ker je bila slednja višja od pričakovane, so dobili še en odgovor na resnost situacije. Kljub temu je Fed spomladi še dvakrat znižal obrestno mero, konec aprila na 2,0%. Čez poletje 2008 so se dogajanja na trgih nekoliko umirila in obrestna mera je ostala na enaki ravni vse do oktobra. Tedaj pa je Fed ponovno znižal obrestno mero, in sicer na 1,5%, konec meseca pa še na 1,0%, kar je najnižja raven po juniju 2003¹⁶. Takrat je na tej ravni ostala natanko eno leto, pojavile pa so se kritike, da jo je Fed predolgo pustil na 1,0%, kar je povzročilo lahek dostop do posojil, s katerimi se je napihnil nepremičninski balon, sedaj pa so posledice njegovega poka močno udarile po vlagateljih (Lanman in Nonomiya, 2008). Sredi decembra (16.) pa je Fed ponovno znižal obrestno mero, in sicer na razpon med 0% in 0,25%. Od začetka krize pa do decembra 2008 je Fed desetkrat znižal ciljno obrestno mero.

ECB je od pojava krize pa vse do junija 2008 ohranjala ciljno obrestno mero pri 4,0%. Še več, tedaj jo je celo povečala za 25 b.t., na 4,25%. Dejstvo je, da je ECB zavezana k politiki ohranjanja nizke inflacije, slednja pa se je v zadnjem letu povečevala. Znižanje obrestne mere bi sicer spodbudilo rast gospodarstva, ki se je začelo ohlajati, obenem pa bi spodbudilo tudi rast inflacije. Vendar pa so bili pritiski po znižanju obrestne mere vse večji. ECB je kasneje, v oktobru 2008 ocenila, da kljub krizi in velikemu povpraševanju bank po dodatni likvidnosti, količina denarja v gospodarstvu ostaja zadostna. Obenem pa je zaskrbljenost glede še vedno velikih inflacijskih pritiskov kljub neugodnim gospodarskim gibanjem tehtnico nagnilo v prid nespremenjene monetarne politike.

Po črnem septembru, natančneje 8. oktobra 2008, je ECB znižala ciljno obrestno mero na 3,75%. Na isti dan so močnemu znižanju ECB sledile tudi druge centralne banke (Bank of England, Bank of Canada, Fed, švedska Riksbank in Swiss National Bank). Inflacijski pritiski v državah so se začeli umirjati, na kar je deloma vplival padec cen energentov in drugih primarnih surovin. Inflacijska pričakovanja se zmanjšujejo in ostajajo zasidrana na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. Zaradi okrepitve finančne krize so se povečala tveganja upočasnitve rasti, ob tem pa so se dodatno zmanjšala tudi tveganja za stabilnost cen (ECB, 2008). En mesec kasneje je ECB znižala obrestno mero na 3,25%, 4. decembra 2008 pa kar za

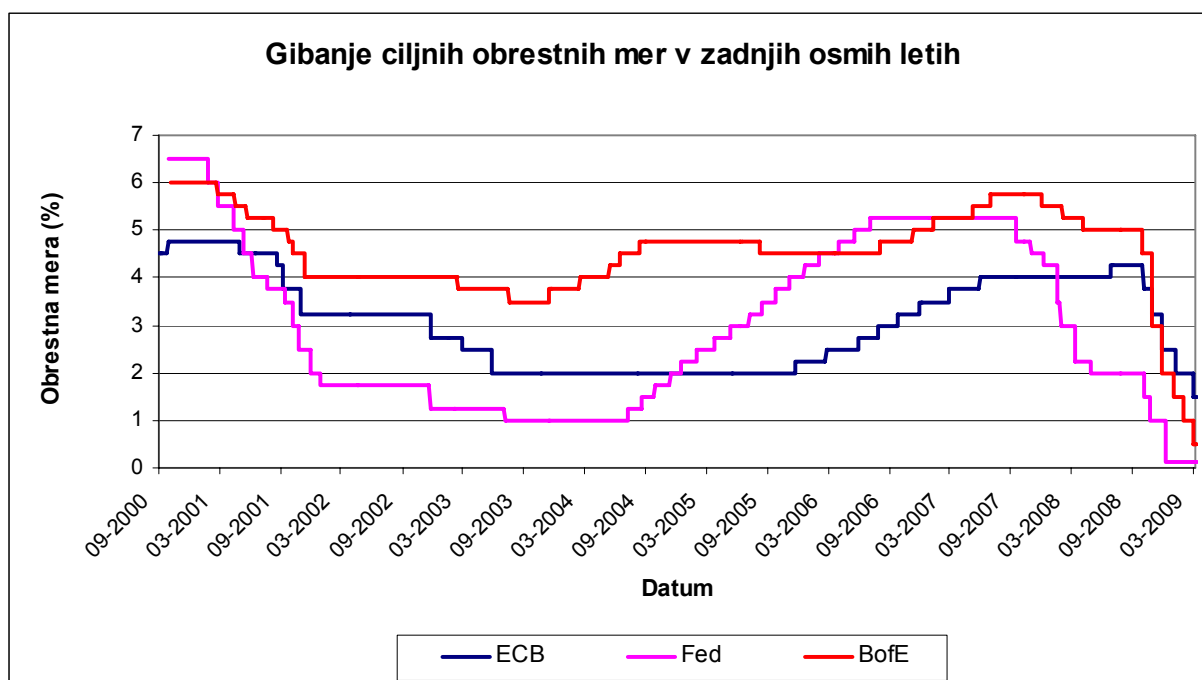
¹⁵ Ključna (ali ciljna) obrestna mera je obrestna mera, po kateri si banke in ostale depozitarne institucije izposojajo denar.

¹⁶ Tedaj zadnje znižanje po terorističnih napadih 11. septembra 2001 in poku tehnološkega balona

75 b.t., na 2,5%. Zniževanje se je nadaljevalo v letu 2009, najprej na 2,0% v januarju in na 1,5% dne 6. marca.

Iz Slike 6 je razvidno, kako je v zadnjih osmih letih gibanje (tako povečevanje kot zniževanje) evrskih obrestnih mer sledilo gibanju dolarskih obrestnih mer. Za ECB je značilno tudi to, da so bili rezi manjši in manj številčni kot pri Fed-u. Morebitne nove spremembe ciljnih obrestnih mer centralnih bank so odvisne predvsem od nadaljnjih inflacijskih pritiskov ter gospodarske konjunkturo.

Slika 6: Gibanje ciljnih obrestnih mer ameriške (Fed), evropske (ECB) in britanske (BofE) centralne banke*



*upoštevanje obrestnih mer v časovnem intervalu od 8.9.2000 do 13.03.2009

Vir: Bloomberg; lastna analiza.

3.3.2 Reševalne akcije ameriške centralne banke (Fed)

Kot je bilo že omenjeno, so se centralne banke in vlade držav za reševanje krize posluževale različnih prijemov. V Tabeli 2 so predstavljeni nekateri ukrepi ameriških oblasti¹⁷.

Tabela 2: Časovna lestvica intervencij FED-a za reševanje finančnega sistema

Datum	Opis intervencije
11. marec 2008	Fed naznani, da bo v sklopu reševalnega paketa namenil kredite bankam in investicijskim hišam v skupni višini USD 200 mrd, zavarovanih z MBS-ji (mortgage-backed securities)

»se nadaljuje«

¹⁷ Skupaj naj bi ameriške oblasti za utrjevanje zaupanja v finančni in gospodarski sistem do konca leta 2008 namenile oz. obljubile že več kot 8 bilijonov dolarjev (Viršek, 2008).

»nadaljevanje«

Datum	Opis intervencije
16. marec 2008	Fed s posojilom v višini USD 29 mio omogoči banki JP Morgan Chase & Co. nakup skoraj propadle investicijske banke Bear Stearns
2. maj 2008	Fed poveča višino posojil bankam in dovoli zavarovati posojila z manj varnimi sredstvi
11. julij 2008	Regulatorni organi zveznih držav prevzamejo banko IndyMac iz Kalifornije
30. julij 2008	Predsednik Bush odobri pomoč v višini USD 300 mrd novi kreditni organizaciji, ki bo podprla cenejše hipoteke obubožanim lastnikom stanovanj.
7. september 2008	Ministrstvo za finance prevzame paradržavna hipotekarna velikana Fannie Mae in Freddie Mac z jamstvom za njuna sredstva v višini USD 200 mrd
16. september 2008	Fed s finančno injekcijo v višini USD 85 mrd rešuje eno največjih zavarovalnih podjetij American International Group (AIG)
19. september 2008	Ministrstvo za finance napove izdajo jamstev za vire na denarnih trgih do USD 50 mrd
29. september 2008	Fed omogoči drugim centralnim bankam pomoč v višini dodatnih USD 330 mrd (<i>povečanje iz USD 290 mrd na USD 620 mrd – valutne zamenjave s tujimi centralnimi bankami, s čimer se poveča količina dolarjev na trgu</i>). Prav tako potroji (na USD 225 mrd) višino kratkoročnih posojil, namenjenih ameriškim finančnim institucijam.
3. oktober 2008	Odobritev reševalnega paketa v višini USD 700 mrd, namenjenih za nakup »okuženih« bančnih vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipotekami. Končna verzija se poveča še za USD 100 mrd (davčne ugodnosti – pridobivanje dodatnih glasov)
6. oktober 2008	Fed napove, da bo povečal vsoto, ki bo na voljo poslovnim bankam za kratkoročna gotovinska posojila, in sicer do konca leta na skupaj USD 900 mrd. Fed naj bi začel bankam plačevati obresti na depozite, ki jih imajo banke pri Fed-u. S tem bi se povečala možnost, da bi banke imele več depozitov pri Fed-u kot sedaj.
7. oktober 2008	Fed se odloči, da bo začasno odkupoval nezavarovane kratkoročne obveznosti podjetij (komercialne zapise)
8. oktober 2008	Fed ponovno zniža obrestno mero na 1,5% (18. marca je bila znižana na 1,75%)
8. oktober 2008	Fed se strinja z dodatnim posojilom zavarovalnici AIG v višini USD 37,8 mrd, kar skupaj zneso okoli USD 123 mrd
14. oktober 2008	Ministrstvo za finance objavi, da bo USD 250 mrd od celotnega paketa namenilo bankam, od tega USD 125 mrd devetim največjim (<i>Bank of America – USD 15 mrd, Bank of New York Mellon Corp. – USD 3 mrd, Citigroup – USD 25 mrd, Goldman Sachs Group – USD 10 mrd, JPMorgan Chase – USD 25 mrd; Merrill Lynch & Co. – USD 10 mrd (do dokončnega prevzema s strani Bank of America), Morgan Stanley – USD 10 mrd, State Street Corp. – USD 2 mrd in Wells Fargo & Co. – USD 25 mrd</i>)
14. oktober 2008	FDIC (Zvezna agencija za zavarovanje posojil ¹⁸) naj bi za 3 leta zavarovala medbančna posojila in začasno odstranila limit na zavarovanje podjetniških depozitov.
21. oktober 2008	Fed naj bi namenil USD 540 mrd za utrditev denarnih vzajemnih skladov – povečanje likvidnosti v denarnih skladih (gre za kratkoročne vrednostne papirje, kot so vezane vloge državljanov, državne obveznice...).
29. oktober 2008	Fed zniža obrestno mero na 1% (enako visoka kot v 2003, nižja ni bila od leta 1958 naprej).
10. november 2008	Ministrstvo za finance in Fed namenita novo pomoč zavarovalnici AIG v višini 40 mrd USD (iz USD 700 mrd vrednega vladnega paketa), država pridobi delno lastništvo. Prejšnji posojili Fed preoblikuje, skupna vrednost pomoči znaša USD 150 mrd.

»se nadaljuje«

¹⁸ Zavarovanje medbančnih posojil je potrebno za odpravo t.i. posojilnega krča, ko nihče noče posojati denarja, kar ogroža celotna gospodarstva.

»nadaljevanje«

Datum	Opis intervencije
12. november 2008	Finančni minister Paulson objavi, da vlada ne bo več kupovala »okuženih« sredstev vezanih na hipoteko, temveč se bo osredotočila na povečevanje kapitala v bankah
17. november 2008	Ministrstvo za finance objavi, da je namenilo USD 33,6 mrd 21-im drugim bankam (največ banki US Bancorp, Minneapolis – USD 6,6 mrd). Do tedaj je vlada investirala USD 158,6 mrd v 30 bank
23. november 2008	Ameriška vlada objavi, da bo, po USD 25 mrd v oktobru, namenila dodatnih USD 20 mrd v Citigroup (iz vladnega reševalnega paketa). Skupaj s Fed in FDIC jamči za do USD 306 mrd tveganih posojil in vrednostnih papirjev. Banka bo krila prvih USD 29 mrd morebitnih izgub iz naslova tveganih naložb, izgube nad to vrednostjo pa bo 90-odstotno krila država, ostalo banka. V zameno bo država pridobila prednostne delnice banke.
25. november 2008	Fed objavi, da bo namenil novih USD 800 mrd v ameriško gospodarstvo (USD 600 mrd namenjenih za odkup MBS-jev, USD 200 mrd za odmrznitev kreditiranja potrošnikov).
17. december 2008	Fed zniža obrestno mero na raven 0-0,25%
19. december 2008	Ameriška vlada nameni posojila v višini USD 17,4 mrd za reševanje avtomobilskih velikanov (General Motors in Chrysler)
15. januar 2009	Napoved novega reševalnega paketa v višini USD 825 mrd, ki bi prinesel nova delovna mesta in zaustavil recesijo (več denarja namenjenega izobraževanju, kulturi, lokalnim oblastem, posameznim zveznim državam, znižanje davkov...). Istočasno je Bank of America prejela pomoč v višini USD 20 mrd ter garancije za slabe terjatve v višini USD 118 mrd (banko so namreč po prevzemu Merrill Lynch doletele izgube)
10. februar 2009	Ameriški senat potrdi nov stimulacijski sveženj v višini okoli USD 790 mrd.

Viri: *Chron.com, BBC News, Delo.si, Finance.si, Poslovni dnevnik.*

Pred septembrom 2008 so se centralne banke, predvsem Fed, za reševanje krize posluževale individualnih akcij oz. so intervenirale na osnovi posameznega primera (npr. Fed-ovo posredovanje ob prevzemu banke Bear Stearns, prevzem Fannie Mae in Freddy Mac...). Proti koncu meseca, v katerem smo bili po težavah banke Lehman Brothers priča najbolj turbulentnim dnevom na finančnih trgih v času krize, pa je vlada ZDA skupaj s Fed-om pripravila reševalni paket (kasneje poimenovan *Emergency Economic Stabilization Act*) v vrednosti okoli USD 700 mrd. Namenjen naj bi bil predvsem odkupu nelikvidnih dolžniških vrednostnih papirjev s ciljem njihove kasnejše odprodaje.

Priprava reševalnega svežnja je naletela na veliko mero skepticizma. V prvi vrsti so na paket letele enake kritike, kot že v prejšnjih državnih intervencijah, češ zakaj bi morali davkoplačevalci reševati managerje, ki so se znašli v težavah zaradi lastnih napak in hlepenja po vedno višjih in hitrejših zasluškah. Na dlani pa se nam vseeno ponuja dejstvo, da so prav ti davkoplačevalci močno odvisni od obstoja največjih ameriških korporacij. Mnogi so se spraševali, kakšne signale bo povzročil paket, predvsem v smislu, da bi država s ponujeno pomočjo popravljala grehe managerjev vodilnih finančnih institucij, slednji pa bi uvideli, da nepravilnosti le niso tako napačne.

Pri sprejetju akta se je pojavilo kar nekaj težav. Dne 29. septembra 2008 je predlog zavrnil Predstavniški dom vlade ZDA (proti so glasovali predvsem člani republikanske stranke). Dva dni kasneje je bil popravljen in dopolnjen predlog pred ameriškim Senatom, le-ta ga je sprejel, 3. oktobra pa ga je v ponovnem glasovanju sprejel tudi Predstavniški dom.

Ameriški finančni minister Henry Paulson je članom Senata kot temeljna načela reševalnega paketa navedel stabilizacijo gospodarstva, izboljšanje likvidnosti, obsežen strateški načrt (kako povrniti zaupanje v finančne trge in finančne institucije), takojšnje ukrepanje, vpliv na nacionalne kazalnike.

Sahadi (2008) izpostavlja glavne poudarke t.i. »bailout« načrta:

1. Napad na »credit crunch« - ameriška vlada bo od finančnih institucij odkupila problematične naložbe, večinoma vezane na hipoteke.
2. Zaščita davkoplačevalcev – eden od ukrepov je predlog predsednika, da finančna industrija davkoplačevalcem za vsako neto izgubo, po petih letih programa, izplača odškodnino. Vlada pa bo pridobila lastniški delež v sodelujočih podjetjih. Podporniki Zakona pravijo, da bo davkoplačevalcem povrnjena večina porabljenega denarja, saj bo le-ta vložen po osnovni vrednosti. Velja tudi dogovor, da Ministrstvo za finance naredi program za zavarovanje problematičnih naložb podjetij (vključujoč tudi MBS-je, kupljene pred marcem 2008).
3. Zaviranje izplačil nagrad – Zakon bo zavrl izplačila nagrad vodilnim v podjetjih, ki prodajajo sredstva in kupujejo zavarovanja s strani vlade. Na primer, vsak bonus (nagrada) bo moral biti povrnjen, v kolikor se izkaže, da so bili finančni rezultati netočno predstavljeni.
4. Novi regulatorni organi – ustanovljena sta bila dva nova nadzorna organa (*»Financial Stability Oversight Board«* in *»Congressional Oversight Panel«*).
5. Davčne olajšave za posameznike in podjetja, ki se ukvarjajo z obnovljivimi viri energije.
6. Nova računovodska pravila vrednotenja vrednostnih papirjev.
7. Garancija bančnih depozitov do višine USD 250.000.
8. Večje popuščanje pri zaplenitvah nepremičnin upnikov.

V začetku leta 2009 pa je bilo vedno bolj jasno, da tovrstni paket ne bo dovolj za izhod iz finančne krize. Ob nastopu novoizvoljenega predsednika ZDA Baracka Obame je predstavljen nov stimulacijski sveženj za boj proti finančni krizi v vrednosti okoli USD 790 mrd.

3.3.3 Reševalne akcije Evropske centralne banke (ECB)

Štiblar (2008, str. 95) meni, da je evropski finančni sistem v primerjavi z ameriškim še bolj izpostavljen, saj ima v svojih bilancah večje zneske izvedenih vrednostnih papirjev (CDO, CDS) in ker je posojilno zelo izpostavljen (v evropskih bankah znaša razmerje med posojili in depoziti 1,4, medtem ko v ZDA le 0,9).

Reševanje krize v Evropi se že od samega začetka razlikuje od tistega v ZDA. Kljub skupnemu trgu EU in skupnih monetarnih politikah držav članic evro-območja, so evropske države začele reševanje finančnih sistemov s samostojnimi akcijami, saj so se kmalu po začetku krize z velikimi težavami soočile večje evropske banke (IKB, Northern Rock), ki so bile v letu 2008 deloma ali pa v celoti podržavljene (Fortis, Dexia, Bradford&Bingley...).

Eden glavnih ukrepov evropskih držav jeseni 2008 je bilo sprejetje neomejenih jamstev za vse bančne depozite prebivalstva. S tem je začela Irska, ki je postopoma spreminjala vrednost jamstev do neomejene. Sledile so ji tudi nekatere države, na koncu po dogovoru pa kar vse članice EU¹⁹. Medbančna likvidnostna posojila so zastala v septembru 2008, po bankrotu Lehman Brothers.

ECB je morala za blažitev krize spremeniti naravo svojih politik. Na primer, spremenila je sistem zagotavljanja denarnih sredstev – ni več fiksnih kvot, ampak se banki nameni toliko sredstev, kakršno je povpraševanje s strani bank, fiksirala je cene plasmajev in najema virov, sprostila je pogoje pri posojilih (predvsem če so z državnim poroštvom)... Nekatero pomembnejše intervencije ECB so našteje v Tabeli 3.

Tabela 3: Časovna lestvica intervencij ECB za reševanje finančnega sistema

Datum	Opis intervencije
9. avgust 2007	ECB v bančni sistem evro-območja nameni EUR 95 mrd, kar je največja intervencija po 11. septembru 2001
12. december 2007	V skupni akciji s Fed-om in švicarsko CB zagotovi dodatno likvidnost v obliki valutnih zamenjav (Swap pogodba s Fed-om v višini USD 20 mrd za dobo šestih mesecev).
18. december 2007	ECB nameni posojila bankam v višini EUR 502 mrd pod tržno obrestno mero, za ublažitev finančne krize, ki je že prišla v Evropo.
15. september 2008	ECB razdeli EUR 30 mrd - enodnevna likvidnost za ublažitev učinkov bankrota banke Lehman Brothers.
29. september 2008	Fed več kot podvoji Swap linije z ECB in drugimi centralnimi bankami. Odobri nacionalizacijo velike beneluške banke Fortis, pomaga pri reševanju nemške hipotekarne posojilodajalke Hypo Real Estate.
4. oktober 2008	Srečanje voditeljev najbogatejših držav članic EU s predsednikoma ECB in Evropske komisije. Dogovorili so se za več nadzora in regulacije, večjo odgovornost, večjo fleksibilnost pakta stabilnosti, omejitev protimonopolne evropske zakonodaje. Odobrili so tudi nastanek EUR 30 mrd velikega sklada za pomoč majhnim in srednjim podjetjem v EU, ki zaradi krize nimajo na razpolago dovolj posojil tudi za normalno poslovanje.
13. oktober 2008	Zmanjšanje standardov zavarovanja posojil, s čimer banke lažje pridejo do virov. Za oživitve posojilnega trga tedensko izdaja evro-obveznice po obrestni meri 3,75%.
6. marec 2009	ECB nazadnje zniža ciljno obrestno mero iz 2,0% na 1,5%

Vir: *The University of Iowa, 2009.*

¹⁹ Sicer bi prišlo do nelojalne konkurence pri vabljenju deponentov tja, kjer je za depozite na voljo polna državna garancija (Štiblar, 2008, str. 95).

Pretežni del reševanja finančnega sistema še vedno sloni na plečih držav članic. V primerjavi z intervencijami v ZDA ima ECB manjši nabor finančnih instrumentov kot Fed, same politike se razlikujejo, pri razmiku sprememb obrestnih mer pa se vidi kako je prioriteta ECB nizka stopnja inflacije, medtem ko je bila prioriteta v ZDA vedno visoka rast BDP.

3.3.4 Upravičenost državnih intervencij

Glede vloge države in regulatorjev je pri reševanju klobčiča finančne krize moč zavzeti dve skrajni stališči. Prvo glasi, da bi morali trgu pustiti prosto pot, da krizo reši sam. Drugo skrajno stališče glasi, da bi država morala reševati vse počez (Kleindienst, 2008). Ker pa je skrajnost v malo primerih pozitivna rešitev, tako ni tudi v primeru trenutne finančne krize. V akcijah Fed-a lahko prepoznamo obe stališči. Na eni strani je Fed reševal veliki hipotekarni instituciji (Fannie Mae, Freddy Mac), katerih propad bi povzročil ogromna sistemska tveganja. Na drugi strani pa je Fed dovolil propad investicijske banke Lehman Brothers, s čimer je dal signal, da lahko propade tudi katera izmed večjih finančnih institucij in tako teoretično zmanjšal tveganje moralnega hazarda. Ob državnih intervencijah se je najbolj potrebno vprašati, ali so izdatki za reševanje določene institucije nižji od izgub, ki bi nastopile v primeru propada te institucije.

3.4 Splošni vzroki za težave poslovanja bank v času krize

Krizo je, vsaj v taki meri kot se je kasneje izkazalo, malokdo pričakoval. Je bil pa del investorjev in analitikov zaskrbljen nad ekspanzivno rastjo vedno bolj kompleksnih inovativnih finančnih instrumentov, zaradi uporabe katerih so se spreminjali standardi kreditiranja, stroški izposoje so se navidezno zmanjšali, dobički so bili vsako leto višji. Nekatero banke in drugi investitorji so se v predhodnih letih na morebitno krizo »pripravili«²⁰, vseeno pa večina le-teh (pa tudi regulatorji) ob opozorilih, da bo kreditni balon enkrat moral počiti, ni spremenila načina svojega dela in vztrajno upoštevala tri predpostavke (stebre zaupanja), ki jih Tett (2008) označuje kot temelj finančnega sveta v zadnjih letih:

1. Predpostavka, da so moderni kapitalski trgi postali tako napredni, da bodo banke lahko vedno trgovale z dolžniškimi vrednostnimi papirji. To je spodbujalo banke, da so omilile restriktivnost standardov kreditiranja, v prepričanju da bodo tveganja tako ali tako prodala naprej in jih razpršila.
2. Prepričanje, da bonitetne agencije pomenijo lahek in stroškovno učinkovit kompas, s katerim si v vedno bolj kompleksnem poslovanju lahko pomagamo. Posledično so investitorji kupovali vedno bolj kompleksne instrumente še v prvi polovici leta 2007, kljub temu, da narave delovanja teh instrumentov sploh niso poznali.

²⁰ Pri Deutsche Bank so že v letu 2006 opozarjali na slabo stanje subprime trga; pri JP Morgan Chase so spremenili svoje trgvalne aktivnosti spomladi 2007; tudi družbi za upravljanje s premoženjem Pimco in BlackRock sta prenehali kupovati mnogo dolžniških vrednostnih papirjev v začetku leta 2007.

3. Tretja in morda odločilna predpostavka pa pravi, da listinjenje in poznejša diverzifikacija sredstev pripomore k boljši stabilnosti finančnega sistema. Regulatorji so bili mnenja, da bi razpršitev negativnih učinkov potencialno neplačanih posojil med milijone investitorjev omogočila veliko lažje kontroliranje šokov kot v preteklosti, saj banke ne bi več nosile celotnega kreditnega tveganja.

V bankah se je sicer porajal nek dvom o varnosti finančnih novitet. Vendar pa so bili dvomi velikokrat zavrženi ali zamolčani. Na primer, v Fed-u so bili prepričani, da so finančne inovacije spremenile sistem v zelo učinkovitega (Tett, 2008). Posledično pred pojavom krize banke niso bile prisiljene v kopičenje kapitalskih rezerv, ki bi nadomestile ekspanzivno rast izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev. Tako je bilo bankam dovoljeno nižati deleže kapitala v primerjavi z bilančno vsoto. Za banke je na splošno značilen nižji delež kapitala v virih banke, pri velikih ter investicijskih bankah pa je ta delež zelo nizek (približno manj kot 5% virov). Kot je razvidno iz Slike 3 na strani 16, je v zadnjih letih rast kapitala močno zaostajala za rastjo bilančne vsote.

Zgoraj omenjeni trije stebri zaupanja, na podlagi katerih se je kreditni balon širil, so se začeli krušiti (Tett, 2008):

1. Najprej je postalo jasno, da je nevarno upoštevati bonitetne agencije kot kredibilen vir informacij glede zapletenih dolžniških instrumentov. Le-te so kmalu po zametkih krize začele nižati bonitetne ocene mnogih »varnim« instrumentom, kar je povzročilo močan padec njihovih vrednosti.
2. Zaradi nezaupanja v ocene so vlagatelji množično prenehali kupovati kompleksne instrumente, kar je povzročilo krizo financiranja investicijskih družb, ki so se večinoma financirali same, z izdajo zapisov na trgu ABS-jev. Posledično banke niso mogle več listiniti sredstev (hipotek) in jih prodajati naprej. Predpostavka, da bodo kapitalski trgi vedno likvidni, se je porušila.
3. Prav tako pa se je porušila teza, da bodo banke zaradi razpršitve tveganj ob pojavu krize bolj zaščitene. Ko se investicijska podjetja niso bila zmožna financirati, so se po pomoč obrnila na banke. Slednje pa so se v tem času ubadale z lastnimi izgubami iz dolžniških vrednostnih papirjev in vse skupaj je povzročilo krčenje bilančne vsote bank. Predvsem zahodnim bankam se je zniževala že tako nizka raven kapitala.

Veliko analitikov je mnenja, da bodo zaradi krize večjo moč med bankami pridobile t.i. univerzalne (komercialne) banke. Za slednje je značilno, da velik del predstavlja predvsem kreditiranje in pridobivanje depozitov (poslovanje z gospodinjstvi ter gospodarskimi subjekti), določen del bank pa predstavljajo tudi investicijski oddelki, vendar ne na način kot posredništvo pri investicijskih bankah. Univerzalne banke imajo z večjo razpršenostjo bilančne vsote ter trdnejšimi postavkami močnejši položaj in vrstijo se napovedi, da bo na bančnih trgih vedno manj neodvisnih investicijskih bank. Le-te bodo težka delovale na način kot so pred krizo in bili smo priča že dvema velikima prevzemoma ter enega stečaja, katerega rešitev še ni jasna (Lehman Brothers). Preostale investicijske banke se lahko rešijo propada

tako, da jim najprej uspe prepričati vlagatelje, da so finančno stabilne, znižati morajo svojo zadolženost ter povečati kapitalske rezerve.

4 ODRAZ KRIZE V POSAMEZNIH GOSPODARSTVIH

4.1 Vpliv na ameriško gospodarstvo

Kriza, ki je prizadela finančne institucije v ZDA, se je postopoma razvila v krizo celotnega gospodarstva. Ob povečanem nezaupanju med bankami se je zmanjšal obseg razpoložljivih finančnih sredstev in cena denarja je postajala vse višja. Komitenti bank naenkrat niso mogli prejeti virov za refinanciranje in tako se je kriza iz finančnega preselila tudi v realni sektor. Tržne cene so padle, podjetja so se srečala s presežnimi stroški, prišlo je do odpuščanj, s čimer se je zmanjšal razpoložljiv osebni dohodek, ljudje so začeli tudi več varčevati in posledično ni bilo več zadostne potrošnje. Ponudbene cene so se še znižale in začaran krog je bil sklenjen.

Najprej je udarilo na kapitalskih trgih. Glavni borzni indeksi so po letih relativno enakomerne rasti od začetke krize, s kratkotrajnimi korekcijami navzgor, strmo padali in kot kaže dno še ni bilo doseženo. Vrednost indeksa S&P 500²¹ je bila dne 30. januarja 2009, v primerjavi s časom pred začetkom krize (30. julij 2007) za 44% nižja, vrednost indeksa NYSE²² za 46%, vrednost indeksa Dow Jones²³ za 40%...

V velikih škripcih so se znašle največje ameriške korporacije. Izpostavljena sta le dva primera. Kot je bilo že omenjeno v poglavju o državni pomoči, je le-to prejela največja zavarovalniška skupina na svetu American International Group Inc. (AIG). Ko se ji je znižala kreditna boniteta, se je zavarovalnica srečala z likvidnostno krizo in izkazovala milijardne četrtletne izgube. Pred propadom jo je rešila ameriška centralna banka s finančno pomočjo (v obliki kreditne linije) v višini do USD 150 mrd. Prihodnost skupine je negotova.

Močno je kriza vplivala tudi na ameriško avtomobilsko industrijo. Tako imenovana »Velika trojica« ameriških avtomobilskih proizvajalcev (Chrysler, General Motors in Ford) se je podobno kot konkurenti znašla v težavah že pred globalno finančno krizo. Na njih je vplivala predvsem visoka rast cen nafte do sredine leta 2008, na domačem trgu so izgubljali tržni delež in imeli višje stroške kot konkurenti (predvsem azijski), ob globalni krizi pa je prodaja dodatno upadla, saj so se znižala naročila, proizvodnja je obstala, podobno kot ostale korporacije so se srečala s pomanjkanjem virov. Veliko prahu je dvignila državna pomoč tem korporacijam, ki pa je bila nujna za njihov obstoj. Težave so doletele domala vse sektorje gospodarstva.

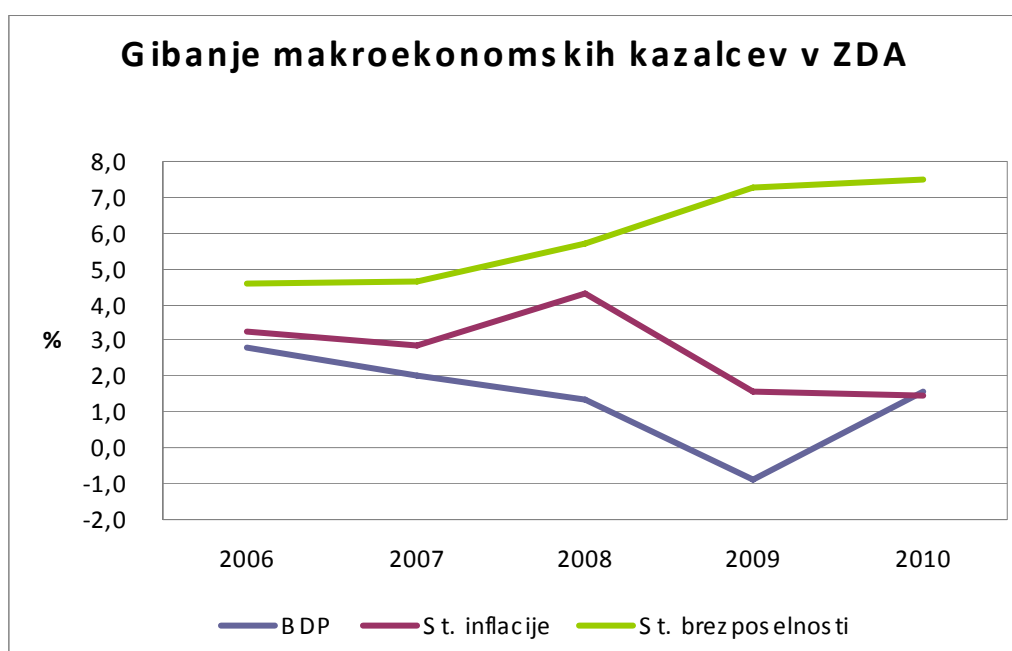
²¹ Borzni indeks, v izračun katerega so vračunane delnice 500 največjih ameriških podjetij

²² Indeks borze v New Yorku

²³ Borzni indeks, v izračun katerega so vračunane delnice 30 največjih ameriških podjetij

Ob nenadejanem razvoju krize so se v kratkih intervalih spreminjale napovedi makroekonomskih gibanj države. Po podatkih OECD²⁴ je bila gospodarska rast ZDA v letu 2008 1,4%, kar je za 0,6 odstotnih točk manj kot leto poprej. Na znižano rast je vplivala predvsem negativna rast gospodarstva v drugi polovici 2008, kar je uradno pomenilo, da so ZDA v recesiji. OECD napoveduje, da se bo v letu 2009 ameriško gospodarstvo skrčilo za 0,9%, v letu 2010 pa pričakuje obrat v pozitivno smer. Po visoki stopnji inflacije v 2008, ko naj bi znašala 4,3%, OECD napoveduje nižjo stopnjo inflacije (1,6% v 2009). Odkupljanje v ameriških podjetjih je botrovalo k povišanju stopnje brezposelnosti, ki je v 2008 znašala 5,7%, v naslednjih dveh letih pa naj bi bila še višja, kar priča o tem, da se je odkupljanje zaposlenih šele začelo. Vsa opisana gibanja so nazorno prikazana na Sliki 7 in v Prilogi 3.

Slika 7: Gibanje glavnih makroekonomskih kazalcev Združenih držav Amerike v zadnjih treh letih in napoved gibanj za naslednji dve leti.



Vir: OECD Economic Outlook (November 2008); lastna analiza.

4.2 Vpliv na gospodarstva v Evropi

Vpliv krize na ameriških trgih se je kmalu čutil na trgih držav Zahodne Evrope. Kriza se je močno dotaknila največjih evropskih gospodarstev, predvsem Nemčije in Velike Britanije. Med manjšimi gospodarstvi je bilo najhujše na Islandiji, ki je skoraj bankrotirala, njen primer je opisan v nadaljevanju. Proti koncu leta 2008 pa se je kriza preselila tudi v evropske države v razvoju, hudo je prizadela zlasti Madžarsko in Baltske države.

Podobno kot v ZDA je najprej udarilo po finančnih institucijah, v velikih težavah so se znašle največje evropske banke. Tudi v tem primeru so na pomoč priskočile države s finančnimi

²⁴ Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj

injekcijami in neomejenimi poroštvi za vloge prebivalstva, nekatere banke pa so bile podržavljene. Kljub pomoči bankam, pa se zaupanje v njih na začetku leta 2009 še ni povrnilo in padanje kapitalskih trgov se je nadaljevalo.

V evropske države v razvoju (Jugovzhodna Evropa) se je kriza naselila nekoliko kasneje. Še v poletju 2008 so bile tako napovedi poslovanja bank v teh državah kot napovedi gibanj celotnih gospodarstev navdahnjene z optimizmom. Proti koncu leta so se te napovedi hitro sesule v prah. Pokazala se je odvisnost teh držav od mednarodnih virov, predvsem iz držav Zahodne Evrope. Države, ki niso članice Evropske monetarne unije so še dodatno oškodovane, saj so njihove valute v primerjavi z evrom izgubile dobršen del svoje vrednosti, za njih so mednarodni viri postali še dražji. Z velikimi težavami se soočajo bančni sistemi držav, kjer prevladujejo banke v tuji lasti (kar je značilno za države JV Evrope), saj morajo njihovi lastniki najprej reševati svoje probleme, tako da se postavlja bojazen, da se teh bank v primeru težav ne bo reševalo.

Nekatere države so za zagotavljanje likvidnosti svojih gospodarstev zaprosile mednarodne institucije (EU, MDS, Svetovna Banka) za denarno pomoč. V Tabeli 4 je razvidna omenjena pomoč posameznim državam.

Tabela 4: Denarne pomoči evropskim državam s strani mednarodnih institucij

Država prejemnica	Skupni znesek pomoči	S strani
Ukrajina	USD 16,4 mrd	MDS
Islandija	USD 11,4 mrd	MDS – USD 2,1 mrd Skandinavske države – USD 2,5 mrd Države Zahodne Evrope in Rusija - USD 6,8 mrd
Madžarska	USD 25,4 mrd	MDS – USD 15,7 mrd EU – USD 8,4 mrd Svetovna banka – USD 1,3 mrd
Belorusija	USD 2,5 mrd	MDS – USD 2,5 mrd
Latvija	USD 12,1 mrd	MDS – USD 2,4 mrd EU – USD 9,7 mrd

Vira: IMF, Finance.si, DutchNews, 2009.

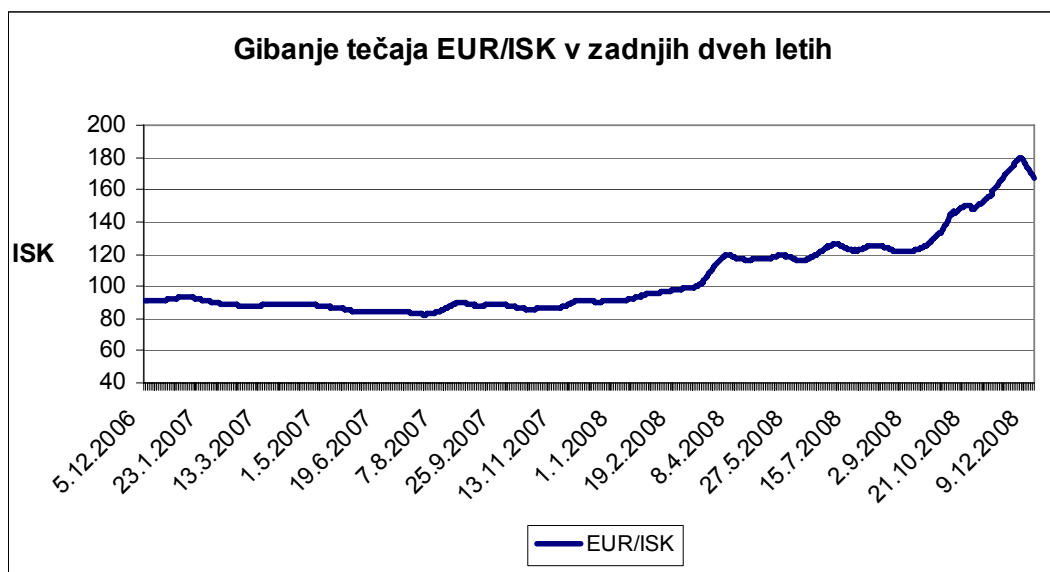
Kriza v Evropi je šla tako daleč, da so nekateri analitiki celo opozarjali na vprašanje obstoja Evropske Unije in skupne valute, v kar pa je težko verjeti, saj se je evro oblikoval v stabilno valuto. Pod vprašajem ni obstoj Evropske monetarne unije, temveč standardi, ki so bili postavljeni za pristop k njej, kot sta Pakt Stabilnosti in Maastrichtski kriteriji, saj se zaradi krize povečujejo vrednosti predvsem zunanjega dolga držav članic. OECD napoveduje, da se bo Evroobmočje v letu 2009 skrčilo za 0,6% (ocena rasti BDP v letu 2008 je bila 1,0%), inflacija naj bi znašala 1,4% (3,4% v 2008), stopnja brezposelnosti pa naj bi se povečala iz 7,4% v 2008 na 9,0% v 2010. Slednje je razvidno iz Priloge 4.

4.2.1 Primer Islandije

Na Islandiji je zaradi krize kmalu začelo trpeti celotno gospodarstvo. Država se je po letih visoke blaginje znašla v ogromnih težavah, ko je bila vprašljiva solventnost države ter oskrba ugodja vajenega prebivalstva s primarnimi proizvodi.

Večina analitikov ključni dejavnik islandske krize vidi v kombinaciji neprimerne monetarne politike centralne banke in preobsežnega bančnega sistema. Centralna banka je korigirala inflacijo s spreminjanjem obrestnih mer, ko je stopnja inflacije padla izven ciljnega razpona. Teoretično je ta politika dobrodošla, vendar večinoma primerna za večje države (Danielsson, 2008). Ker je bila v tem času inflacija nad dovoljeno mero, je centralna banka držala visoko obrestno mero (tudi čez 15%), domače družbe in gospodinjstva pa so si vse bolj izposojala v tujih valutah (pričakovano so na svoj račun prišli tudi špekulanti pri valutnem trgovanju). V letu 2008 je islandska valuta izgubila skoraj polovico vrednosti v primerjavi z evrom, kar je razvidno iz Slike 8. Indeks islandske borze je v letu 2008 izgubil 90% vrednosti, zaradi padca valute se je povišala inflacija (17,1% v novembru 2008), OECD pa za leto 2009 napoveduje negativno gospodarsko rast v višini -9,3%. Makroekonomska gibanja države so prikazana v Prilogi 5.

Slika 8: Gibanje tečaja EUR/ISK od decembra 2006 do decembra 2008



Vir: Reuters; lastna analiza, 2008.

Za bančni sektor države je bila po letu 2001, ko je prišlo do deregulacije bank, značilna bujna rast. Banke so se zadolževale v veliki meri na mednarodnih denarnih trgih (predvsem v skandinavskih državah in Veliki Britaniji), tako so domača gospodinjstva lahko najemala posojila veliko prek svojih zmožnosti. Islandski bančni sektor so obvladovale tri velike banke

(Kaupthing, Glitnir in Landsbanki²⁵). Za lažjo predstavo o velikosti teh treh bank nam koristi podatek, da je njihov zunanji dolg skoraj za šestkrat presegal BDP celotne države. Vse tri banke so imele prvovrstne bonitetne ocene glavnih treh bonitetnih agencij. Banke so se v času globalne krize znašle pred nezmožnostjo refinanciranja, saj je bilo na mednarodnih denarnih trgih skoraj nemogoče pridobiti nove vire, upniki pa so zahtevali poplačilo terjatev. Zaradi velikosti pa jim s posojili ni mogla pomagati niti domača vlada. V začetku oktobra je Islandija nacionalizirala vse tri banke in jih rešila pred propadom ter se posledično rešila tudi sesutja finančnega sistema. Islandske banke so imele večjo kapitalsko moč in nižjo izpostavljenost v tvegane finančne instrumente kot druge evropske banke. Glavni problem je bil v tem, da centralna banka zaradi prejšnjih napak ni bila zmožna jamčiti za depozite bank, tukaj pa je prišla do izraza velikost bank.

Zaradi krize je država prišla tudi navzkriž z vlado Velike Britanije (VB), saj so britanski varčevalci začasno ostali brez prihrankov, naloženih v islandskih bankah (VB je grozila celo s protiterorističnimi ukrepi). Po umiritvi stanja je bila Islandija deležna mednarodne denarne pomoči. Skupina skandinavskih držav je odobrila posojilo v višini USD 2,5 mrd, dodatnih USD 2,1 mrd pa je prispeval Mednarodni denarni sklad. Manjši del so prispevale še Poljska, Ferski otoki in Rusija. Nazadnje so Islandiji ponudile pomoč tudi Nemčija, Nizozemska in Velika Britanija s posojilom v višini USD 6,3 mrd. Omenjene države so s tem pomagale Islandiji, da lahko poplača obveznosti do njihovih državljanov, ki so imeli vložena sredstva v islandskih bankah.

4.3 Vpliv na slovensko gospodarstvo

Potek krize v slovenskem gospodarstvu se od primera drugih evropskih držav ni preveč razlikoval, le da zaenkrat ni pustila takšnih posledic kot drugod. V drugi polovici leta 2008 se je kreditna aktivnost bank zmanjšala, kar je vplivalo na poslabšano likvidnostno stanje realnega sektorja gospodarstva. Ob pomanjkanju virov za refinanciranje je imel velik vpliv na delovanje slovenskih podjetij zlasti položaj njihovih mednarodnih poslovnih partnerjev. Slovenija je namreč odprto in majhno gospodarstvo, njen izvoz predstavlja okoli 70% BDP. Povpraševanje iz držav, ki so glavne partnerice slovenskih podjetij (Nemčija), se je zmanjšalo, kar je začelo močno zavirati rast slovenskega gospodarstva. Naročila so se zmanjšala oz. jih v nekaterih primerih sploh ni bilo in podjetja so se soočila s kopičenjem zalog. Posledično so se nekatera podjetja morala odločiti za skrajšanje delovnika, prisilni dopust ali celo odpuščanja²⁶. Poleg tega se Slovenija srečuje tudi z močnim padcem tujih neposrednih investicij in zadolževanja v tujini, kar posledično vpliva na potrošnjo in investicijsko dejavnost. Kriza se je dotaknila vsake veje gospodarstva.

²⁵ Vsaka izmed teh treh večja od največje slovenske banke NLB d.d.

²⁶ V Preventu so zaustavili proizvodnjo delov za nemškega avtomobilskega partnerja, ki je bil primoran zapreti nekatere proizvodne obrate. Vprašanje kako bodo krizo prebrodila podjetja, kot so Mura, Elan in Paloma.

4.3.1 Razmere v slovenskem bančnem sistemu

Tudi slovenske banke so posredno občutile posledice nestabilnosti na mednarodnih finančnih trgih. Po podatkih Banke Slovenije (Poročilo o finančni stabilnosti, 2008) njihova izpostavljenost do strukturiranih vrednostnih papirjev ni bila visoka, kar izhaja iz relativno visoke kreditne rasti in dokajšnje konzervativnosti na področju investiranja v dolžniške vrednostne papirje kot vir sekundarne likvidnosti. Večjo težavo predstavlja odvisnost slovenskih bank od financiranja na mednarodnih trgih, kljub temu, da je glede na ostale države centralno evropskega prostora za Slovenijo značilen razmeroma manjši delež bank v tuji lasti.

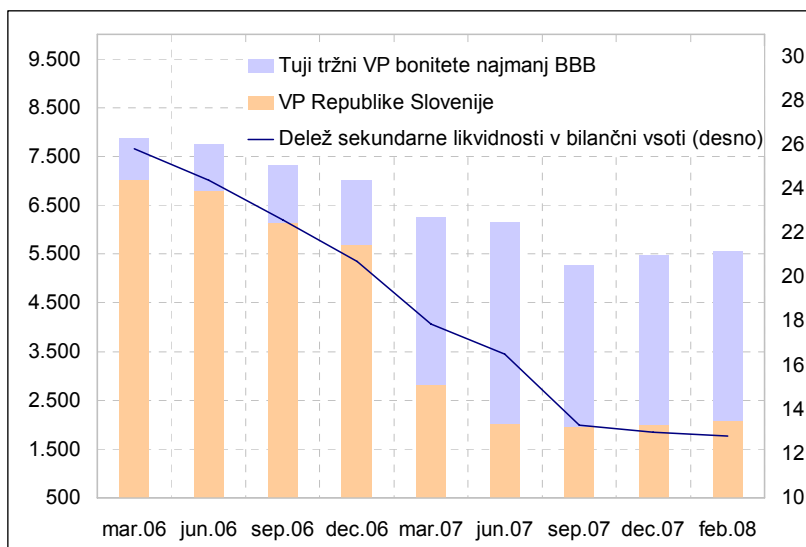
Zaradi povečanega nezaupanja in posledično večje previdnosti bank na mednarodnih finančnih trgih so se zaostri pogoji financiranja, ročnosti novo najetih posojil so se skrajšale in nekatere slovenske banke težje pridobivajo dolgoročne vire financiranja. Zaradi svetovne finančne krize je v zadnjem obdobju moč opaziti trend, da pri bankah, ki so v lasti tujih bank, zaradi omejene likvidnosti njihovih central, prihaja do padca kreditiranja podjetij. Še v letu 2007 je bila kreditna rast v slovenskih bankah visoka, v letu 2008 pa se je postopoma umirjala, kar je posebej izrazito v zadnjem kvartalu. Do septembra 2008 se je rast bilančne vsote znižala na 18%, rast posojil nebančnem sektorju je znašala okoli 25% (Poročilo o finančni stabilnosti, 2008).

V medijih je bila omenjena bojazen, da bi lahko slovenske banke zabredle v likvidnostne težave, saj naj bi jim v letu 2009 poteklo kar nekaj sindiciranih posojil, ki so jih banke v minulih letih v veliki meri najemale. Banke naj bi se srečevale s problemom refinanciranja, saj je na trgu precej oteženo pridobivanje novih virov.

V letu 2007 so se poslabšali kazalniki strukturne likvidnosti, na poslabšanje so vplivale tudi razmere na finančnih trgih. Delež vrednostnih papirjev se je že v letu 2007 zmanjšal, banke so financirale zelo visoko kreditno rast tudi s prestrukturiranjem aktive (pomembno zlasti za tiste banke, ki so težje pridobivale tuje finančne vire). Iz Slike 9 na strani 36 je razvidno zniževanje sekundarne likvidnosti²⁷ slovenskih bank. V skoraj dveh letih se je delež le-te znižal iz dobrih 26% bilančne vsote v marcu 2006 na slabih 13% v februarju 2008. Banke so le delno nadomestile naložbe v blagajniške zapise Banke Slovenije s tujimi prvovrstnimi vrednostnimi papirji, večji del so preusmerile v kreditiranje. V letu 2008 je bil opazen nadaljnji trend zniževanja sekundarne likvidnosti v bančnem sistemu.

²⁷ Sekundarna likvidnost je izračunana iz podatkov likvidnostne lestvice kot seštevek mesečnega povprečja vrednostnih papirjev Republike Slovenije in tujih tržnih vrednostnih papirjev, bonitete najmanj BBB (Banka Slovenije)

Slika 9: Gibanje sekundarne likvidnosti (mesečna povprečja v mio EUR) in deleža v bilančni vsoti v %



Vir: Poročilo o finančni stabilnosti – Banka Slovenije, maj 2008.

4.3.2 Državna intervencija

Slovenske oblasti so, po vzoru ostalih evropskih držav, proti koncu leta 2008 predstavile prve reševalne ukrepe. Prvi reševalni paket, katerega namen je bil vzpodbuditi gospodarstvo, je slovenska vlada predstavila jeseni 2008. Sestavljajo ga trije sklopi (Štiblar, 2008, str. 151-152):

1. **Pomoč posameznikom** – neomejena garancije države za hranilne vloge in sprememba bančnega zakona.
2. **Pomoč finančnemu sektorju oziroma bankam** – sprememba zakona o javnih financah; pomoč se krepi v treh korakih, pri čemer vsak naslednji pomeni močnejše zdravilo, če prejšnji ne deluje.
 - a) Za EUR 12 mrd državnih poroštev bankam za njihovo zadolževanje (ali refinanciranje) posojil v tujini, do konca leta 2010.
 - b) Izdaja obveznic - država je na začetku februarja 2009 zaključila izdajo triletne državne obveznice v višini EUR 1 mrd. S tem bo lahko dajala posojila (tudi v obliki depozita) posojilnim ustanovam, zavarovalnicam in pokojninskim družbam s sedežem v Sloveniji.
 - c) Skrajni ukrep bi bila kapitalska naložba države v posojilne ustanove v Sloveniji za rešitev njihove solventnosti, torej njihova nacionalizacija, kar so storila že vsa razvita gospodarstva.
3. **Pomoč podjetjem** – v začetku novembra 2008 je vlada predlagala le davčne olajšave podjetjem.

S temi ukrepi je vlada pričakovala, da se bo izboljšala kreditna aktivnost. Nekatere banke naj bi ta poročta uporabile za izdajo kratkoročnih obveznic, s čimer bi uravnavale kratkoročno likvidnost.

V februarju 2009 je bil sprejet še drugi paket protikriznih ukrepov, ki je baziral predvsem na zagotovitvi dodatnih virov financiranja (ki jih zaradi nedelovanja evropskih denarnih trgov primanjkuje) ter odpravljanja negotovosti in nezaupanja med finančnimi institucijami. Sprejeti ukrepi so sledeči:

1. ***Ukrepi namenjeni finančnem sektorju:***

- a) Jamstvena shema bankam za splošno financiranje, katerega cilj je izboljšanje ponudbe kreditov podjetjem preko zmanjšanja kreditnih tveganj bank do višine ene milijarde evrov, pri tem je obvezna tudi lastna udeležba banke v tveganju in sicer v višini najmanj 20%.
- b) Individualna poročta države za zadolževanje podjetij, katerega cilj je pomoč podjetjem pri pridobivanju kreditov v času zmanjšane likvidnosti finančnega trga, poroštvni potencial pa znaša EUR 500 mio. Poroštvo ne sme preseči 50% posojila in se lahko nanaša le na posojila za naložbe in obratni kapital.
- c) Dokapitalizacija SID banke, za cca EUR 160 mio na EUR 300 mio, kar bo prispevalo k dolgoročni vzdržnosti poslovanja banke.
- d) Pomoč male vrednosti, ki v skupni vrednosti znaša EUR 20 mio, posamezna pomoč pa ne sme presegati EUR 500.000. Omenjen ukrep bo vplival na sposobnost normalnega poslovanja podjetij, saj bodo sredstva v prvi vrsti namenjena pokrivanju operativnih stroškov in stroškov poslovanja.
- e) Sofinanciranje vlaganj v strateške projekte s področij čiste in tehnološko napredne industrije, katerim se zagotovijo ugodni krediti za nadaljnja vlaganja v raziskave in razvoj. Sredstva je s kreditno linijo omogočila EBRD v skupni vrednosti EUR 5 mrd, slovenskim podjetjem pa bodo na voljo preko SID banke v višini okoli EUR 300 mio.

2. ***Ukrepi s področja trga dela, vseživljenjskega učenja in socialne varnosti.***

3. ***Spodbujanje trajnostnega razvoja – infrastruktura – energija – okolje.***

4. ***Izboljšanje koriščenja kohezijskih sredstev.***

S stimulacijskimi ukrepi je Slovenija sledila ostalim evropskim državam. Postavlja se vprašanje, ali so ukrepi zastavljeni na pravi način, podobno kot v tem času v vsaki državi, ki se ubada s krizo. Predvidevanja o nadaljnjem poteku krize so negotova kot le malokdaj, tako da je težko soditi ali so oz. bodo ukrepi države dolgoročno učinkoviti.

SKLEP

Pred leti se je ena od resnic tedanjega finančnega sveta glasila nekako takole: »Vedno večja je gotovost, da razpršitev kreditnega tveganja bank na širše in bolj raznolike skupine investorjev močno pripomore k prožnosti bančnega in celotnega finančnega sistema. Izboljšano prožnost se vidi v manjšem številu propadlih bank in trdnejših kreditnih rezervacijah. Tako so danes komercialne banke vedno manj občutljive na gospodarske šoke.«

Dokler so bile razmere ugodne, je zgornji odstavek popolnoma zadel bistvo in udeleženi subjekti so bili izredno zadovoljni. Vse dokler stvari niso ušle iz rok. V diplomskem delu sem skušal bralcu predstaviti, kaj je bil povod za krizo, kako se je le-ta odrazila na poslovanju gonilnih sil finančnega sistema ter na kakšen način so reagirale institucije najrazvitejših gospodarstev.

Že v realnem svetu prelaganje obveznosti iz enih na druge dolgoročno nikoli ni bilo učinkovito. Enostavno so finančni instrumenti postali preveč kompleksni in množični, saj se ogromno ljudi njihovega delovanja sploh ni zavedalo. Ali bi bilo trenutno stanje lahko napovedljivo in bi bila kriza bolj prizanesljiva? Po bitki je lahko biti general. Vseeno pa se je težko izogniti ugotovitvi, da je bilo za obdobje pred letom 2007 značilno neracionalno preobilje, ko so banke ignorirale nepremičninski balon in njegov potencialni vpliv na nekatere problematične instrumente, s katerimi so trgovale. Zaradi nastalih težav se bančni zemljevid že spreminja, investicijske banke so začele propadati, univerzalne ponovno prihajajo v ospredje in ta trend se nadaljuje.

Izkazalo se je, da milijarde dolarjev in evrov vredne finančne vzpodbude niso pomagale. Po vsaki finančni injekciji je prišla nova kriza in sledila je nova pomoč. Slednje pa ne more iti v nedogled. Potrebno je na primer omejiti razvoj finančnih inovacij, izboljšati in zaostri regulacijo, opazovati nastajanje balonov... Evidentno je, da svet potrebuje nov finančni zemljevid. Ali je to neki novi *New Deal* ali kaj drugega sploh ni važno. Pomembno je, da se vse napake, goljufije in ostale neprevidnosti dokončno razkrije ter se s skupnimi ukrepi določi nova pravila v finančnem svetu.

Ob razvoju krize in njenih negativnih učinkih na največja gospodarstva so na svoj račun prišli kritiki ameriškega kapitalizma ter spominjali na čase ortodoksnega socializma. Vendar pa svetovna ureditev že dolgo časa ni več bipolarna in vsa gospodarstva (z rahlimi izjemami) so med seboj močno povezana, tako da se (bo) vpliv finančne krize čuti povsod. Noben sistem ni idealen, predvsem pa ne njegove ekstremne različice. Izboljšati se mora transparentnost poslovnega sveta in pomen družbene odgovornosti, katera je v zadnjih letih na nizki ravni. Po mojem mnenju je potrebna neka sredinska opcija ureditve posameznih držav, tudi če se imenuje solidarizem, ki ga nekateri v zadnjem času tako radi izpostavljajo.

LITERATURA IN VIRI

1. *Ameriška vlada bo odkupila deleže večjih bank. (2008, 14. oktober). Delo.si.* Najdeno 20. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/69079>.
2. *Ameriška vlada zavarovalnici AIG namenila novih 40 milijard dolarjev pomoči (2008, 10. november). Poslovni dnevnik.* Najdeno 21. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042220956.
3. *Banke u svetu otpisale 720 mlrd. \$ (2008, 17. december). B92.net.* Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu http://www.b92.net/biz/vesti/tema.php?id=129&nav_id=334849&start=30.
4. BankScope. Najdeno novembra 2008 v podatkovni bazi BankScope.
5. Besis, J. (2007, maj). *Risk Management in Banking*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.
6. *Bilten Banke Slovenije, oktober 2008 (2008).* Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Bloomberg. Najdeno decembra 2008 v podatkovni bazi Bloomberg.
8. CDO Market issuance data. *SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association).* Najdeno 10. februarja 2009 na spletnem naslovu http://www.sifma.org/research/pdf/CDO_Data2008-Q4.pdf.
9. Danielsson, J. (2008, 28. oktober). Why raising interest rates won't work. *BBC News.* Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7658908.stm>.
10. Dutch €1.3bn loan to Iceland agreed. *DutchNews.* Najdeno 16. novembra 2008 na spletnem naslovu http://www.dutchnews.nl/news/archives/2008/11/dutch_13bn_loan_to_iceland_agr.php.
11. *ECB ohranja ključno obrestno mero pri 4,25 odstotka (2008, 2. Oktober). Delo.si.* Najdeno 18. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/68318>.
12. Ekonomsko ogledalo, december 2008. (2008). *Publikacije.* (Št. 12, letnik XIV). Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj (Umar).
13. *Financial Crisis Timeline. The University of Iowa Center for International Finance & Development (2009, 4. marec). Uiowa.edu.* Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.uiowa.edu/ifdebook/timeline/timeline1.shtml>.
14. Franke, G. & Krahen, J.P. (2008, november). *The Future of Securitization.* Frankfurt: Center for Financial Studies.
15. Gapper, J. (2008, 4. avgust). Big Freeze part 2: Banking. *Financial Times.* Najdeno 5. avgusta na spletnem naslovu http://www.ft.com/cms/s/0/cc160f46-624f-11dd-9ff90000077b07658,dwp_uuid=13e90304-4dc0-11dd-820e-000077b07658.html?nlick_check=1.
16. Heffernan, S. (1996). *Modern Banking in Theory and Practice.* Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.
17. Hull, J. (2007). *Risk Management and Financial Institutions.* New Jersey: Pearson Education, Inc..
18. Jursinovič, D., Kovačič, K. & Tomič, A. (2008, maj). Nadaljevanje krize na finančnih trgih? *Bančni Vestnik*, 57 (5), 26-30.

19. Kleindienst, R. (2008, 1. oktober). Zakaj in pod kakšnimi pogoji bo ameriški reševalni paket koristen? *Finance.si*. Najdeno 28. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/225201>.
20. Klemenčič, A. (2008, 17. marec). Kriza na ameriškem finančne trgu se pogloblja. *Poslovni dnevnik*. Najdeno 15. decembra na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik//305834/.
21. *Kljub sprejetemu ameriškemu finančnemu paketu panika ostaja: Svetovne borze so danes potonile* (2008, 6. oktober). *Poslovni dnevnik*. Najdeno 20. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/novice/aktualne_zgodbe/1042212129.
22. Konda, U. (2008, 20. november). Islandija končno prišla do denarja. *Finance.si*. Najdeno 16. novembra na spletnem naslovu <http://www.finance.si/230238>.
23. Kranjec, M. (2008, 28. oktober). *Izzivi globalne finančne krize – prezentacija*.
24. Lanman, S. & Nonomiya, L. (2008, 8. april). Greenspan Says Credit Crisis is worst in 50 years. *Bloomberg.com*. Najdeno 18. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aclMlgBb3taQ&refer=home>.
25. Ljubanović, P. (2005, avgust). Vloga bonitetnih agencij pri listinjenju premoženja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. Magajna, M. (2008, 8. oktober). Centralne banke zarezale v obrestne mere. *Finance*. Najdeno 18. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/225842>.
27. *OECD Economic Outlook No. 84, November 2008*. Najdeno 6. januarja 2009 na spletnem naslovu http://www.oecd.org/document/18/0,3343,en_2649_33733_20347538_1_1_1_1,00.html#related.
28. *Open Market Operations (The Federal Reserve Board)*. Najdeno 19. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>.
29. Perkins, B. (2006, december). Subprime Market Next Up For Tighter Controls. *Realty Times*. Najdeno 4. januarja 2009 na spletnem naslovu http://realtymtimes.com/rtpages/20061214_subprimemarket.htm.
30. *Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2008*. (2008). Ljubljana: Banka Slovenije.
31. Rant, V. (2008a, maj). Ameriška finančna kriza 2007-08. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/190063/Ameriskafinancnakriza2.ppt
32. Rant, V. (2008b). Anatomija globalne finančne krize. Najdeno 5. januarja 2009 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/191083/055_068_PKP_08_Anatomija.pdf
33. Reuters. Najdeno decembra 2008 v podatkovni bazi Reuters.
34. Sahadi, J. (2008, 4. oktober). Bailout 101: What new lay says. *CNNMoney*. Najdeno 23. decembra 2008 na spletnem naslovu http://money.cnn.com/2008/10/03/news/economy/house_bill_summary/?postversion=2008100412
35. Sinclair, P., Skinner, T. & Spier, G. (2008, September). Bonuses, Credit Rating Agencies and the Credit Crunch. *Center for Dynamic Macroeconomic Analysis Conference 2008*.

- Castlecliffe, School of Economics&Finance, University of St. Andrews.* Najdeno 1. decembra 2008 na spletnem naslovu
<http://www.st-andrews.ac.uk/economics/CDMA/papers/cp0805.pdf>
36. *Sklepi o denarni politiki ECB (2008, 8. oktober).* Najdeno 19. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081008.sl.html>
37. Šimac, J. (2008, 9. oktober). Islandija tik pred bankrotom. *Finance.si.* Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu
http://www.finance.si/226000/Islandija_tik_pred_bankrotom
38. Štiblar, F. (2008, november). *Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?* 1. natis. Ljubljana: Založba ZRC, ZRC SAZU.
39. Tett, G. (2008, 3. avgust). Big Freeze part 1: How it began. *Financial Times.* Najdeno 4. avgusta na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/a09f751e-6187-11dd-af94-000077b07658.html>.
40. *The Bank Implode-Meter.* Najdeno 6. marca 2008 na spletnem naslovu
<http://bankimplode.com/blog/category/writedowns-and-distress/>
41. *The Structured Finance Rating Process (agencije Standard&Poor's).* Najdeno 4. januarja 2009 na spletnem naslovu http://www.taiwanratings.com/en/criteria/SF_ratingprocess.asp.
42. *Timeline: US government bail-outs (2009, 27. januar).* *BBC News.* Najdeno 8. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7748874.stm>.
43. *Treasury, Fed continue extensive bailout efforts (2008, 24. november).* *Chron.com.* Najdeno 11. decembra 2008 na spletnem naslovu
<http://www.chron.com/disp/story.mpl/business/6129956.html>
44. Viršek, D. (2008, 1. december). Kljub gigantskim denarnim injekcijam se kriza pogloblja. *Delo FT.* Št. 128, str.3.
45. *Vlada ZDA rešuje banko Citigroup (2008, 24. november).* *Delo.si.* Najdeno 20. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/71506>
46. *Zvezne rezerve s 540 milijardami dolarjev za utrditev skladov (2008, 21. oktober).* *Finance.si.* Najdeno 21. decembra 2008 na spletnem naslovu
<http://www.finance.si/227241>

Slovarček tujih izrazov in slovenski prevodi

ABS – asset backed security	Vrednostni papir, zavarovan s premoženjem
Bailout	Finančna injekcija
Bank of Canada	Kanadska centralna banka
BofE – Bank of England	Britanska centralna banka
CDO – collateralised debt obligation	Zadolžnica, ki temelji na hipotekarnih obveznicah
CDS – Credit Default Swap	Finančni instrument za zavarovanje posojilnega tveganja
Credit crunch	Zaostritev kreditnih pogojev
Dow Jones	Borzni indeks 30 največjih ameriških podjetij
ECB – European Central Bank	Evropska centralna banka
External rating	Zunanja boniteta
Fed – Federal Reserve	Ameriška centralna banka
Fed funds target rate	Ključna obrestna mera Fed-a
IMF – International Monetary Fund	MDS – Mednarodni denarni sklad
Issuer's rating	Boniteta izdajatelja
MBS – mortgage backed security	Vrednostni papir, zavarovan s hipoteko
Non-prime market	Trg neprvorazrednih nepremičninskih posojil
NYSE – New York Stock Exchange	Indeks borze v New Yorku
OECD – Organization for Economic Cooperation and Development	Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj
Originate and distribute	Ustvari in razdeli
Pool	Paket
Pooling	Združevanje (denarnih tokov)
Prime market	Trg prvorazrednih nepremičninskih posojil
Riksbank	Švedska centralna banka
ROA – return on assets	Dobičkonosnost sredstev
ROE – return on equity	Dobičkonosnost kapitala
S&P 500	Borzni indeks 500 največjih ameriških podjetij
SIV - special investment vehicle SPE - special purpose entity SPV - special purpose vehicle	Posebne finančne institucije, kamor se odprodaja zbrane terjatve
Sovereign Country Rating	Deželna boniteta
Subprime market	Trg drugorazrednih nepremičninskih posojil
Swap	Swap posli (obrestna ali valutne zamenjava)
Swiss National Bank	Švicarska centralna banka
Too big to fail	Prevelik, da bi propadel
WTC – World Trade Center	Svetovni trgovinski center

PRILOGA

KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Globalna izdaja CDO-jev po kvartalih od leta 2004 do 2008</i>	3
<i>Priloga 2: Tabela posameznih razredov bonitetnih ocen mednarodnih bonitetnih agencij</i>	4
<i>Priloga 3: Tabela makroekonomskih kazalnikov izbranih držav.....</i>	5
<i>Priloga 4: Graf gibanja makroekonomskih kazalcev Evroobmočja</i>	6
<i>Priloga 5: Graf gibanja makroekonomskih kazalcev Islandije.....</i>	7
<i>Priloga 6: Graf gibanja makroekonomskih kazalcev Slovenije.....</i>	8

Priloga 1: Globalna izdaja CDO-jev po kvartalih od leta 2004 do 2008

	Total Issuance	Cash Flow and Hybrid	Synthetic Funded	Market Value	Arbitrage	Balance Sheet	LongTerm	ShortTerm
2004-Q1	24,982.5	18,807.8	6,174.7	0.0	23,157.5	1,825.0	20,495.1	4,487.4
2004-Q2	42,861.6	25,786.7	17,074.9	0.0	39,715.5	3,146.1	29,611.4	13,250.2
2004-Q3	42,086.6	36,106.9	5,329.7	650.0	38,207.7	3,878.8	34,023.9	8,062.7
2004-Q4	47,487.8	38,829.9	8,657.9	0.0	45,917.8	1,569.9	38,771.4	8,716.4
2004 TOTAL	157,418.5	119,531.3	37,237.2	650.0	146,998.5	10,419.8	122,901.8	34,516.7
2005-Q1	49,610.2	40,843.9	8,766.3	0.0	43,758.8	5,851.4	45,175.2	4,435.0
2005-Q2	71,450.5	49,524.6	21,695.9	230.0	62,050.5	9,400.0	65,043.6	6,406.9
2005-Q3	52,007.2	44,253.1	7,754.1	0.0	49,636.7	2,370.5	48,656.3	3,350.9
2005-Q4	98,735.4	71,604.3	26,741.1	390.0	71,957.6	26,777.8	88,763.5	9,971.9
2005 TOTAL	271,803.3	206,225.9	64,957.4	620.0	227,403.6	44,399.7	247,638.6	24,164.7
2006-Q1	94,748.3	83,430.7	11,317.6	0.0	87,725.7	7,022.6	91,075.9	3,672.4
2006-Q2	120,023.9	95,339.6	21,775.0	2,909.3	102,935.4	17,088.5	119,201.3	822.6
2006-Q3	135,997.4	101,653.6	12,870.9	21,472.9	125,078.1	10,919.3	125,880.0	10,117.4
2006-Q4	135,997.4	130,079.7	20,539.6	19,255.7	139,231.6	30,643.4	165,516.4	4,358.6
2006 TOTAL	520,644.6	410,503.6	66,503.1	43,637.9	454,970.8	65,673.8	501,673.6	18,971.0
2007-Q1	166,526.6	123,894.7	25,430.3	17,201.6	153,290.9	13,235.7	157,555.1	8,971.5
2007-Q2	178,619.7	132,163.2	15,044.3	31,412.2	155,290.8	23,328.9	173,907.6	4,712.1
2007-Q3	92,708.0	54,734.3	5,572.8	32,400.9	85,493.4	7,214.6	90,010.3	2,697.7
2007-Q4	43,746.4	29,583.6	2,423.1	11,739.7	37,787.3	5,959.1	43,746.4	0.0
2007 TOTAL	481,600.7	340,375.8	48,470.5	92,754.4	431,862.4	49,738.3	465,219.4	16,381.3
2008-Q1	19,626.7	12,496.0	75.4	7,055.3	18,421.2	1,205.5	19,626.7	0.0
2008-Q2	23,633.0	17,450.2	1,115.2	5,067.6	18,013.0	5,620.0	23,633.0	0.0
2008-Q3	12,833.3	10,374.9	0.0	2,458.4	8,690.0	4,143.3	12,833.3	0.0
2008-Q4	5,004.5	3,037.5	0.0	1,967.0	3,166.7	1,837.8	5,004.5	0.0
2008 TOTAL	61,097.5	43,358.6	1,190.6	16,548.3	48,290.9	12,806.6	61,097.5	0.0

Vir: SIFMA, 2008.

Priloga 2: Tabela posameznih razredov bonitetnih ocen mednarodnih bonitetnih agencij

Boniteta – ocena mednarodnih institucij		
S&P	Fitch	Moody's
AAA	AAA	Aaa
AA+	AA+	Aa1
AA	AA	Aa2
AA-	AA-	Aa3
A+	A+	A1
A	A	A2
A-	A-	A3
BBB+	BBB+	Baa1
BBB	BBB	Baa2
BBB-	BBB-	Baa3
BB+	BB+	Ba1
BB	BB	Ba2
BB-	BB-	Ba3
B+	B+	B1
B	B	B2
B-	B-	B3
CCC+	CCC+	Caa1
CCC	CCC	Caa2
CCC-	CC	Caa3
CC	C	Ca
SD/D	DDD	C
	DD	
	D	

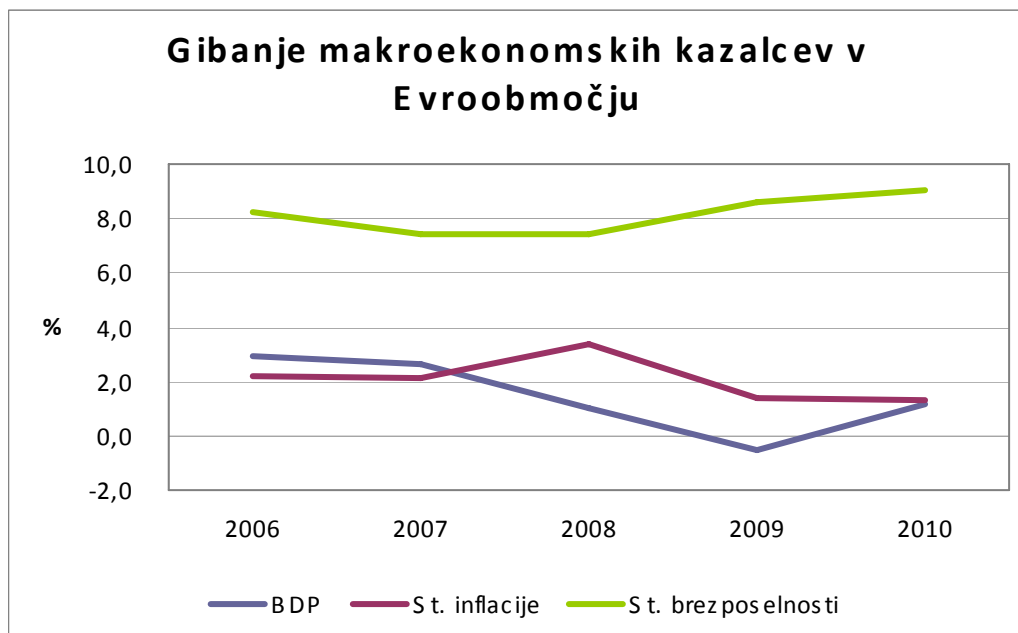
Vir: Interno gradivo NLB.

Priloga 3: Tabela makroekonomskih kazalnikov izbranih držav

Država	Rast BDP (v %)					Stopnja inflacije (v %)					Stopnja brezposelnosti (v %)				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Avstrija	3,3	3,0	1,9	-0,1	1,2	1,7	2,2	3,3	1,1	0,8	5,6	5,1	4,9	5,7	6,0
Belgija	3,0	2,6	1,5	-0,1	1,3	2,3	1,8	4,6	1,9	1,6	8,3	7,4	6,8	7,4	7,8
Francija	2,4	2,1	0,9	-0,4	1,5	1,9	1,6	3,3	1,0	0,8	8,8	8,0	7,3	8,2	8,7
Islandija	4,4	4,9	1,5	-9,3	-0,7	6,7	5,1	12,1	14,9	6,9	2,9	2,3	2,8	7,4	8,6
Italija	1,9	1,4	-0,4	-1,0	0,8	2,2	2,0	3,5	1,5	1,5	6,8	6,2	6,9	7,8	8,0
Nemčija	3,2	2,6	1,4	-0,8	1,2	1,8	2,3	2,9	1,1	1,3	9,8	8,3	7,4	8,1	8,6
Slovenija	5,9	6,8	4,1	1,1	3,1	2,5	3,6	5,7	1,1	3,0	9,4	7,7	6,7	7,7	8,1
Španija	3,9	3,7	1,3	-0,9	0,8	3,6	2,8	4,4	1,8	1,5	8,5	8,3	10,9	14,2	14,8
Švica	3,4	3,3	1,9	-0,2	1,6	1,1	0,7	2,5	1,0	1,1	4,0	3,6	3,5	3,9	4,2
Velika Britanija	2,8	3,0	0,8	-1,1	0,9	2,3	2,3	3,7	2,7	1,9	5,4	5,4	5,5	6,8	8,2
ZDA	2,8	2,0	1,4	-0,9	1,6	3,2	2,9	4,3	1,6	1,5	4,6	4,6	5,7	7,3	7,5
Euro območje	3,0	2,6	1,0	-0,6	1,2	2,2	2,1	3,4	1,4	1,3	8,2	7,4	7,4	8,6	9,0

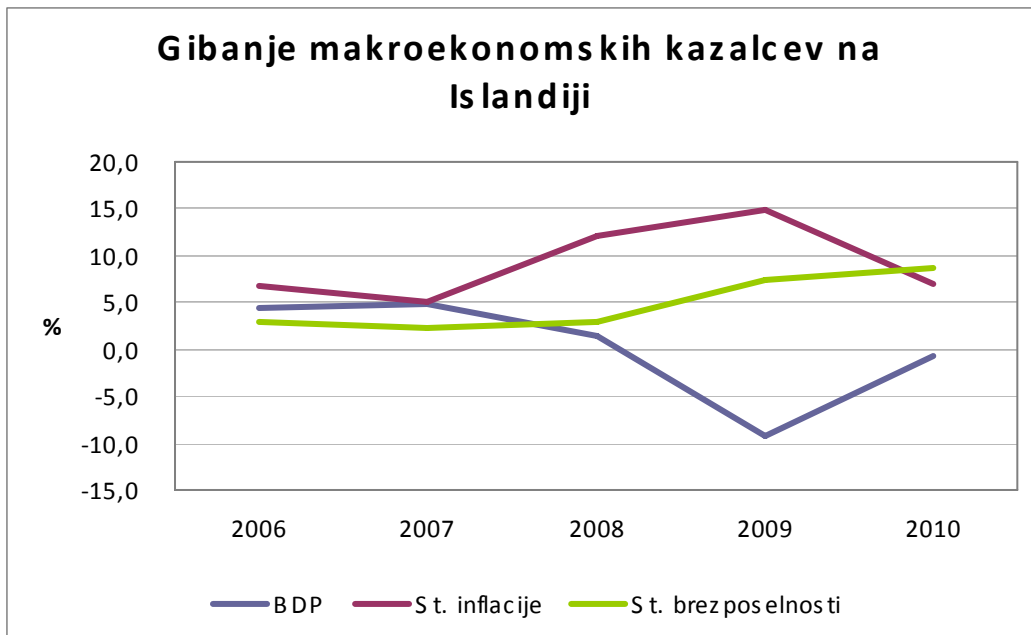
Vir: OECD Economic Outlook (November 2008), UMAR (december 2008); lastna analiza.

Priloga 4: Graf gibanja makroekonomskih kazalcev Evroobmočja



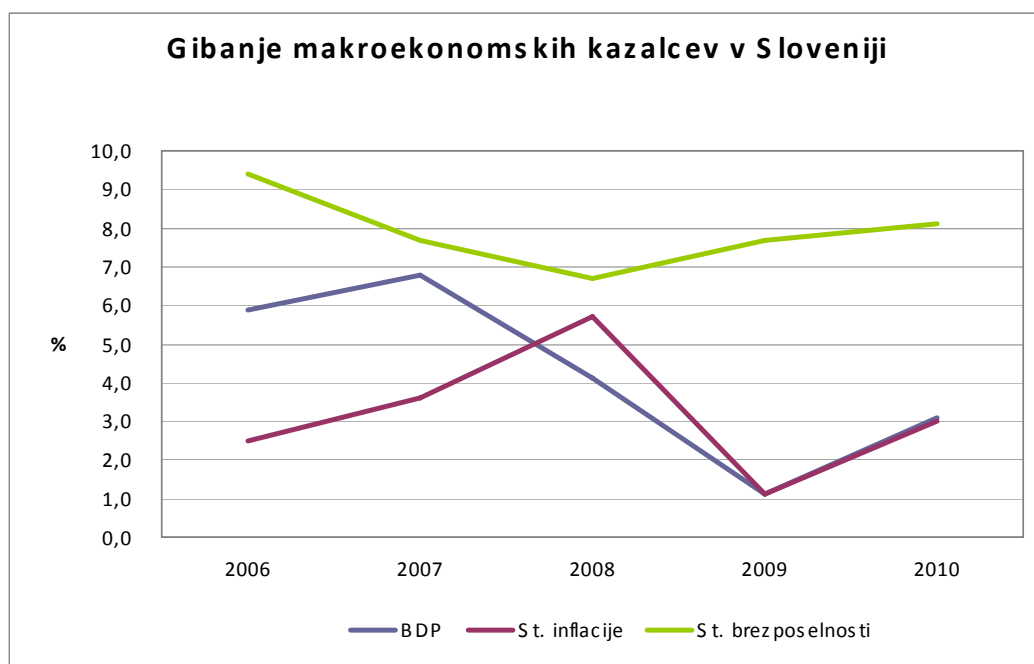
Vir: OECD Economic Outlook (November 2008).

Priloga 5: Graf gibanja makroekonomskih kazalcev Islandije



Vir: OECD Economic Outlook (November 2008).

Priloga 6: Graf gibanja makroekonomskih kazalcev Slovenije



Vir: UMAR (december 2008).