

Glavni razlogi in potek trenutne finančne krize

V zadnjem času smo priča sunkovitim pretresom na ekonomskem področju. Čedalje več je besed o krizi, recesiji, odpuščanju in težkih socialnih položajih, s katerimi se soočajo ljudje. V tej razpravi bom skušal nekoliko pojasniti dogajanje v svetovni ekonomiji in predstaviti razloge in dejavnike, ki so privedli do zmanjšanja ekonomske aktivnosti.

Finančna kriza se ni razvila čez noč, ampak je visela nad nami že dolgo. Da bi razumeli vzroke, se je potrebno obrniti v zgodovino. Osredotočil se bom na predstavitev glavnih vzrokov, ki so vodili v finančno krizo, ter na opis poteka krize, na koncu pa bom zaključil z nekaj iztočnicami za naprej.

1 Glavni vzroki

1.1 Zametki krize - pred letom 2000

Intuitivno lahko rečemo, da bančno-finančna panoga močno vpliva na dogajanje v svetu. Denar, s katerim se ukvarja, privlači najsposobnejše talente, hkrati pa lahko v človeku vzbudi neobvladljiv pohlep po bogastvu. V kapitalističnem sistemu in na prostem trgu je cilj posameznika s podjetniškim pristopom maksimirati dobiček in tako povečevati bogastvo.

V preteklosti so večje inštitucije (vlade, centralne banke) to panogo zaradi zagotavljanja zaupanja v denarni sistem zelo nadzorovale. Z razvojem informacijske tehnologije in ustvarjanjem vse boljšega računalniškega sistema pa nadzor pogosto ni mogel slediti rasti bančno-finančne industrije. Tako so imeli največji talenti (največje ban-

ke so vedno na prioritetni listi za zaposlitev najboljših študentov iz najelitnejših poslovnih šol) dovolj časa, da so razvijali nove inštrumente, ki jih zakon še ni zajemal, zaposleni v inštitucijah pa jih niso najboljše poznali. V bančno-finančni industriji so bila to leta debelih krav.

1.2 Razvoj hipotekarnega trga

Osnovna naloga vsakega bančnika je zbirati denar po nižji obrestni meri in ga posojati po višji. Enaka logika velja tudi za hipotekarne kredite (stanovanjske kredite, zavarovane z zastavo nepremičnin). Problem hipotekarnih kreditov je, da so dolgoročni in zato dolgo "ležijo" na aktivni strani bilance stanja bank. Zaradi svoje majhnosti tudi niso zanimivi za preprodajo drugim bankam, zavarovalnicam in drugim finančnim inštitucijam. Banka ima tako velik del svojih sredstev dolgoročno nelikvidnih.

Tako je bilo vse do iznajdbe *hipotekarnih obveznic*, drugih vrednostnih papirjev, zavarovanih s premoženjem (asset backed securities), in tako imenovanega listinjenja (securisation), ki je v številnih primerih potekal nekako takole:

1. Mlad par se odloči, da bi šel na svoje in si kupil hišo. Oba sta ravno končala šolanje in morata odplačati še kar nekaj kreditov za študij, dobila pa sta dobro službo. Ker jima zaradi kreditov ne ostane veliko denarja, se odločita kupiti hišo na hipoteko.
2. Lokalni nepremičninski posredniki skupaj z banko ocenijo, da je tveganje da ta par

ne odplača kredita, zelo nizko, saj sta oba mlada in imata dobro službo, trg nepremičnin pa pridobiva na vrednosti. Nepremičninski posredniki jima zaračunajo stroške storitve v višini 5 % posla. Banka jima dodeli obrestno mero, ki je vezana na ključno obrestno mero s pribitkom treh odstotnih točk.

3. Da bi lahko lokalni nepremičninski posredniki posredovali pri številnih novih nakupih in s tem še bolj obogatili svoje bilance, takoj prodajo omenjeno hipoteko večji lokalni banki.
4. Večja lokalna banka proda hipoteko mladega para državnemu podjetju ali investicijski banki, ki za zbiranje teh hipotek v "bazen" podobnih hipotek ustanovi namensko ustanovljeno podjetje¹ (special purpose vehicle, v nadaljevanju: SPV). Na podlagi ročnosti in tveganja s pomočjo kompleksnih matematičnih formul ta bazen razdeli na več tranš s podobnimi karakteristikami. Z drugimi besedami, ustvari nove obveznice, katerih podlaga so hipoteke številnih posameznikov.
5. Hipoteke so bile že v začetku ocenjene kot zelo dobre, opisani proces pa je videti zelo zaupanja vreden. Zato lahko največje bonitene hiše (Moody's, S&P) ocenijo novo obveznico kot zelo varno in ji dodelijo najvišje bonitete (AAA).
6. Ker imajo največje investicijske hiše in banke veliko vpliva in moči, ta produkt z lahkoto prodajo na svetovnem trgu po izjemno dobrih pogojih, torej blizu obrestne mere državnih obveznic z enako ročnostjo. Tako se na trgu zadolžijo po nizkih obrestnih merah, na podlagi odplačanih obrokov hipotek pa prejemajo višje obrestne mere.

Trg v Združenih državah se je od leta 1970, ko je bil tako rekoč brez vrednosti, na tak način hitro razvijal in bil leta 2007 ocenjen na več trilijonov ameriških dolarjev.²

1.3 Razvoj informacijske tehnologije

Z razvojem računalništva in informacijske tehnologije so lahko podjetja bistveno izboljšala svoje poslovanje. Ena od panog, ki so imele od razvoja informacijske tehnologije in računalniške moči največ koristi, je bila gotovo bančno-finančna. Razvoj ji je omogočil optimizirati poslovanje z manj človeškega in več strojnega dela. Nadzor nad informacijami in obdelovanje kompleksnejših procesov sta bila olajšana, zato so podjetja svojim strankam začela nuditi boljše in hitrejš storitve. Nove tehnologije so omogočile razvoj novih storitev, kot na primer elektronsko trgovanje na borzi, OTC elektronsko trgovanje, strukturirane obveznice, hipotekarne obveznice, zaščite pred kreditnimi tveganji, obrestne zamenjave. Pomemben inštrument, ki je bil do začetka finančne krize nenadzorovan, a je izjemno pomemben, je tudi *zaščita pred kreditnim tveganjem*³ (credit default swap, v nadaljevanju CDS).⁴

Kot že omenjeno, je zakonodaja dolgo zaostajala za novimi produkti, ki so bili zato pogosto zlorabljeni, njihova dejanska moč pa je bila precenjena. Naj ponazorim s primerom: banka je zaščitena pred tveganjem bankrota izdajalca obveznice, razen če izdajalec zaščite bankrotira. To pa se kaj hitro lahko zgodi, če je izdajalec - na primer investicijska banka ali zavarovalnica - majhen v primerjavi s sredstvi, za katere jamči.

Za večino novih vrst naložb so skrbeli dovršeni matematični algoritmi, podprti z najsodobnejšimi informacijskimi tehnologijami, ki so jih pisali vrhunski matematični znanstveniki. V veliki meri so bili ti algoritmi pisani za dogodke med dvema ali tremi do šestimi standardnimi odkloni verjetnosti. Finance so se v tem smislu razvile v zelo tehnično inženirsko znanost, v kateri je vse bolj ali manj moč predvideti. V realnosti pa se dogajajo tudi dogodki, ki so še bolj nepredvidljivi.

1.4 Zlata devetdeseta in vera v novo ekonomijo

V devetdesetih letih dvajsetega stoletja se je veliko govorilo o novi ekonomiji, ki naj bi bila boljša, naprednejša. Podjetja naj bi se osredotočila predvsem na svojo bistveno dejavnost, ostale dejavnosti pa naj bi prenesla na druga podjetja. Ker naj bi bila tehnologija vodilo pri doseganju zastavljenega cilja, je bilo na globalnem finančnem trgu ogromno investicij v nova tehnološka podjetja na področju informacijske tehnologije, nanotehnologije, biomedicine idr. Mnogi so največjo možnost za rast podjetij videli prav na področju informacijske tehnologije. Milenijski hrošč je še dodatno opravičeval številne investicije. Upanje v novo, še boljšo prihodnost je raslo.⁵

Teorijo nove ekonomije je najbolj poosbebljalo podjetje Enron, nekdanji vodilni energetski konglomerat v ZDA, ki je v svojih najboljših časih zaposloval 20.000 ljudi. Ob številnih njegovih zelo spornih dejanjih⁶ velja poudariti, da zakonodaja v ZDA določa, da po stečaju ni več dovoljeno odpirati SPV in jih ne prikazovati v skupni bilanci stanja. Samo finančna panoga si je izborila, da zanjo to ne velja. Prav ta izjema pa v finančni krizi igra pomembno vlogo.

ZDA so bile kot edina in najnaprednejša globalna velesila glavni generator ideje nove ekonomije s tedanjim predsednikom Billom Clintonom na čelu. Velikim multinacionalkam je bila ideja globalizacije zelo blizu, zato so s t. i. "outsoarcinom" premikale proizvodnjo in druge dele poslovanja v manj razvite in cenejše regije sveta. Tako je bilo nekaj globalne moči prenesene tudi v razvijajoča se regije, ki so močno napredovale v gospodarskem in političnem smislu. Proces še vedno ni zaključen, prvi znaki pa so se kazali v širitvi G7 na G20 in v strateškem pozicioniranju največjih finančnih multinacionalk. Ena najpomembnejših bank HSBC je na pri-

mer 25. septembra letos prestavila sedež podjetja iz Londona v Hong Kong.⁷

1.5 .com mehurček

Z razvojem in velikimi investicijami predvsem v informacijsko tehnologijo so bila pričakovanja investorjev in borznih špekulantov precej precenjena. Cene delnic tehnoloških podjetij so bile tako visoke, da je bilo jasno, da bo prišlo do korekcije. Po nekaj letih evforije je prišel čas, da se oceni, kakšna je dejanska profitna sposobnost novih podjetij. Izkazalo se je, da veliko podjetij tako rekoč ni imelo prihodkov, kaj šele dobička. Mnoga so napihovala svoje bilance z različnimi metodami naprednega računovodstva (na primer kapitaliziranje stroškov razvoja programske opreme, preden je ta dejansko imela uporabno vrednost; tako podjetje ni prikazovalo velike izgube, kazalniki P/E in P/B⁸ pa so dali veliko boljši vtis).

Eden ključnih dejavnikov za razblinjenje ".com mehurčka" je bil, da podjetja niso bila sposobna dovolj hitro zaščititi intelektualne lastnine, ki so jo razvila. Čeprav se je v pravnem smislu izoblikovalo veliko možnosti za takšno zaščito, je mnogi še niso znali uporabiti. Ker zavesti za spoštovanje intelektualne lastnine še vedno ni, je na področju informacijske tehnologije veliko piratstva. Neplačana uporaba, tj. kraja programske opreme, pa seveda neposredno manjša prihodke in dobičke podjetij ter s tem znižuje ceno delnic.

Finančna industrija je veliko prihodkov vezala na primarne izdaje delnic omenjenih podjetij, zato so ta hote ali nehote objavljala napovedi, ki so močno presegale njihove dejanske zmožnosti. Za internetna podjetja se je pogosto domnevalo, da lahko osvojijo del globalnega trga. S časom se je pokazalo, da to še zdaleč ni tako. Doseg posameznega podjetja je, če izvezamo podjetja tipa Amazon, bistveno bolj lokalno omejen, pričakovani prihodki in dobički pa so zato bistveno manj-

ši. To dejstvo vpliva tudi na pričakovano ceno delnice, ki je zato znatno nižja.

Tehnološka podjetja so veliko kapitala namenila za razvoj lastnih izdelkov, katerih tržno moč so močno precenila ali pa so upravljala s pridobljenim kapitalom zelo netransparentno in negospodarno.⁹ Takšne slabe naložbe so v borznem zlomu spravile na kolena najprej finančni trg v ZDA in tako v recesijo privedla največje gospodarstvo sveta, ki je pod različnimi krinkami ostalo v njej skrito

celo desetletje. Tedanji guverner ameriške centralne banke Alan Greenspan se je odločil, da bo državo potegnil iz krize z močno znižanimi obrestnimi merami. S tem je domače gospodarstvo z vodilno svetovno valuto popeljal v dobo cenenege denarja.

1.6 Povečevanje zadolženosti

Prizadevanje za uspeh in bogastvo vsakega posameznika je bilo vedno na prioritieni listi ameriških politikov. Uresničitev teh t. i. ame-



Petra Hulicius-Mack: Prosi in boš prejel

riških sanj (American dreams) je bila dolgo glavno gonilo močne gospodarske rasti v ZDA in eden glavnih razlogov za razvoj v nesporo globalno velesilo v dvajsetem stoletju. Velik gospodarski razvoj je počasi privedel do močne podražitve vhodnih surovin v proizvodnem procesu. Poleg nafte bi izpostavil predvsem delo, bistveno je vplival tudi precejšnji dolar. Večje plače in s tem višji standard je še dodatno gнал ameriško potrošnjo in uresničeval ameriške sanje približno do konca sedemdesetih let dvajsetega stoletja, ko so začela podjetja seliti svojo proizvodnjo v cenejše države (Kitajsko, Mehiko) oziroma so jih s trga začeli izpodrivati cenejši (tudi zaradi podcenjene valute) in kvalitetnejši (na primer Toyota) tuji proizvajalci, ki so, če posplošim, zaradi nižje cene dela imeli več prostora za nove investicije.

Proces globalizacije je počasi načenjal ameriške sanje, ki so temeljile na realnih gospodarskih osnovah, del bogastva pa se je preliv v ostale predele sveta. Politika je to dejstvo želela prikriti. Počasno povečevanje kreditiranja potrošnikov je tako prišlo kot rešitev za ohranjanje in povečevanje potrošnje v BDP-ju. Potrošnja kot delež BDP-ja je z *“zdravih” 60 % zrasla na kritičnih 70 %*. Večji zadolženosti potrošnikov so v letih pred krizo sledila tudi podjetja in država. Ker ob tako visoki potrošnji v strukturi BDP-ja ni bilo več veliko prostora za varčevanje, so ZDA precej varčevanja *“uvozile”* prek nesorazmerja v plačilni bilanci. Zaradi vodilne svetovne valute so velik del deficita v plačilni bilanci med drugim financirale z izdajanjem državnih obveznic državam, ki so v menjavi z ZDA imele presežke, kot na primer Kitajska¹⁰.

1.7 Leta pred finančno krizo

Ker je Greenspan uvedel model cenene-nega denarja (nizke obrestne mere) in ker je bila finančna industrija izjemno učinkovita in iznajdljiva, se je poceni denar hitro pre-

lil do končnega potrošnika. Ameriške sanje so zaživele v vsej svoji mogočnosti. Vsakdo si je z lahkoto privoščil velik dom in razkošje, ki je znatno presegalo njegove realne zmožnosti. Močno se je povečala uporaba kreditnih instrumentov, kot so kreditne kartice in hipoteke na premoženje, kar je omogočalo hitro potrošnjo danes in odlog plačila v prihodnost. Če govorimo o tekoči potrošnji, težava niti ni tako izrazita, pri trajnih potrošnih dobrinah, kot so nepremičnine, pa se je izkazalo, da nebrzdano izdajanje kreditov povzroči pravo katastrofo.

Logika nepreverjenega izdajanja hipotekarnih kreditov je bila kratkoročno dobičkonosno pogojena. Hitro prodaj, vzemi nekaj dobička zase in še hitreje prenesi tveganje na drugega. Tako so bili krediti hitro odobreni, brez velikega vplačila vnaprej in pogosto tudi brez preverjanja kreditne sposobnosti kreditjemalca, saj so se cene nepremičnin neprenehoma dvigovale. Vsak trgovec z nepremičninami si je lahko mislil, da če oseba ne bo mogla odplačati niti enega obroka, bo isto hišo lahko prodal novi stranki in pobral del kupnine. V nasprotju s slovensko zakonodajo se v ZDA pri hipoteki lastninska pravica na nepremičninah prenese na banko oziroma drugo kreditodajlisko institucijo. To pomeni, da lahko nepremičninski posredniki večkrat prodajo isto hišo, saj je banki v interesu, da nepremičnino čim hitreje prenese iz svoje bilance. Z bliskovito rastjo cen nepremičnin so racionalni posamezniki, ko je bil nepremičninski balon že zelo napihnjen, ugotovili, da se lahko iz predrage hiše enostavno izselijo, nepremičnino pa pustijo banki. Poiščejo si drug, cenejši dom in plačujejo nižje mesečne obroke, kar seveda vodi v korekcijo cen nepremičnin.

Od rasti cen nepremičnin so imeli korist tako rekoč vsi. V prvem obdobju so investicijski bankirji s preprodajo hipotekarnih in drugorazrednih hipotekarnih obveznic izjem-

no povečevali svoje dobičke. Bonitetne agencije so bile zadovoljne zaradi povečanega števila (hipotekarnih) obveznic, ki so jim brez posebnega pregleda matematičnih modelov, na katerih so temeljile izdaje teh obveznic, dodeljevale najvišje bonitete. Lokalnim prodajalcem nepremičnin sta se cedila mleko in med, revnejši sloj prebivalstva pa je živel ameriške sanje, saj je lahko stanoval v lastni hiši. Gradbena podjetja so zaradi obilice novih naročil imela veliko dela in s tem velike prihodke ter dobičke; hitro so se razvijala. Lokalna in državna politika je imela mnogo koristi, saj je premaknila državo iz velike krize na borznem trgu in uživala v gospodarski rasti, žal na trhlih temeljih. Redkokdo se je takrat spraševal, koliko časa lahko taka rast traja, vsi so ploskali tedanjemu guvernerju Federal Reserve System (FED) Greenspanu za odlično delo, ki ga je opravljal.

Podjetja, ki so verjela v dolgoročnost gospodarske rasti in jih je gnal pohlep po še večjem donosu na lastniški kapital, so precejšen del svojih dobičkov namenjala odkupovanju lastnih delnic. Nekatera, predvsem finančna, so zaradi želje po hitrejši rasti celo najemala ugodne kredite in odkupovala lastne delnice. Tako so načrtno povečevala vzvod dolga v svoji bilanci stanja.

Zato in zaradi vse večjih pričakovanj glede prihodnje inflacije je ameriška centralna banka začela dvigati ključno obrestno mero in s tem hladiti rastoče gospodarstvo in preprečevati visoko inflacijo. Le redki ekonomisti so predvideli, da bo prišlo do tako občutne ohlavitve ekonomske aktivnosti.

2 Začetek korekcije in recesije

Zgoraj omenjeni mladi par je kupil hišo in zanjo plačeval 20 % svojega mesečnega prihodka, dodatnih 10 % pa je namenil odplačevanju študijskega kredita. Ker je imel obrestne mere vezane na ključno obrestno mero, se mu je z višanjem obrestne mere začel delež

prihodka za odplačilo kreditov počasi zviševati in je v letu 2007, ko je ključna obrestna mera ameriške centralne banke dosegla 5,25 %, znašal približno 55 %.

Multinacionalka, pri kateri je delal mož, se je odločila, da bo svoje poslovanje prenesla na Kitajsko in s tem zaradi cenejše delovne sile maksimizirala dobiček. Tako je mož ostal brez službe, par pa brez polovice svojih dohodkov. Nekaj časa sta še shajala s topljenjem svojih prihrankov, a po nekaj mesecih sta se odločila, da se preselita v manjšo hišo, za katero si lahko privoščita mesečni obrok. Dovolila sta, da banka zaseže hišo, in vzela novo hipoteko na cenejšo hišo. Z razvojem finančne krize je lokalna banka, pri kateri je bila zaposlena žena, razglasila stečaj in tudi žena je izgubila službo. Mladi par je bil prisiljen preseliti se v majhno najemniško stanovanje, za katerega sta si rento lahko privoščila s priložnostnim delom. Banka je tako imela še eno nepremičnino, ki jo je bilo treba prodati. Gibanje cen nepremičnin je čedalje bolj spominjalo na prosti pad. Tudi če bi hišo mladega para banka lahko prodala, bi ob tem zabeležila več desetodstotno izgubo.

Zgodba o mlademu paru seveda ni bila edina. Podobne zgodbe so se dogajale iz dneva v dan, zato se je neodplačnost hipotek začela povečevati. Matematični modeli so predpostavljali, da neodplačnost obveznic ne bo preseгла približno 4 %, med finančno krizo pa je bil ta odstotek bistveno presežen, na kar so postali pozorni tudi investitorji. Ko so ugotovili, da njihove bonitetne najvišje ocenjene obveznice niso veliko vredne, je bilo že prepozno. Hipotekarne obveznice so bile prodane skoraj po vsem svetu in bile tako skoraj v vsakem portfelju bank, zavarovalnic in pokojninskih skladov. Nihče pravzaprav ni vedel, koliko jih ima posamezna inštitucija in koliko so vredne.

Bistvo problema je v tem, da "strupena sredstva", kot so jih poimenovali, čez noč po-

stanejo nelikvidna. Cena na trgu se znatno zniža. Banke ponavadi ocenjujejo vrednost obveznic bodisi "mark to market"¹¹ bodisi "drži do dospetja". Cena je v prvem primeru določena na nakupno in testirana za oslabitev enkrat letno, kar neposredno znižuje lastniški kapital, v drugem primeru pa se cena do zapadlosti ne spremeni, amortizira se samo premija oziroma diskont. Zaradi morebitnih visokih odpisov in visoke regulacije (Basel II) v bančnem sektorju glede kapitalске ustreznosti *zaupanje*, ki je temelj za poslovanje v bančnofinančnem sektorju, *naenkrat izgine*. Če še sam ne vem, ali bom preživel in koliko slabih sredstev imam v bilanci, kako naj vem, ali mi bodo konkurenti, ki imajo iste težave, vrnil denar z obrestmi. Težava je bila v ZDA še večja, ker bilance bank niso prikazovale bilanc SPV. Ko na trgu ni več zaupanja, pride do likvidnostnega krča, ki vodi v borzni zlom in recesijo.

2.1 Potek krize

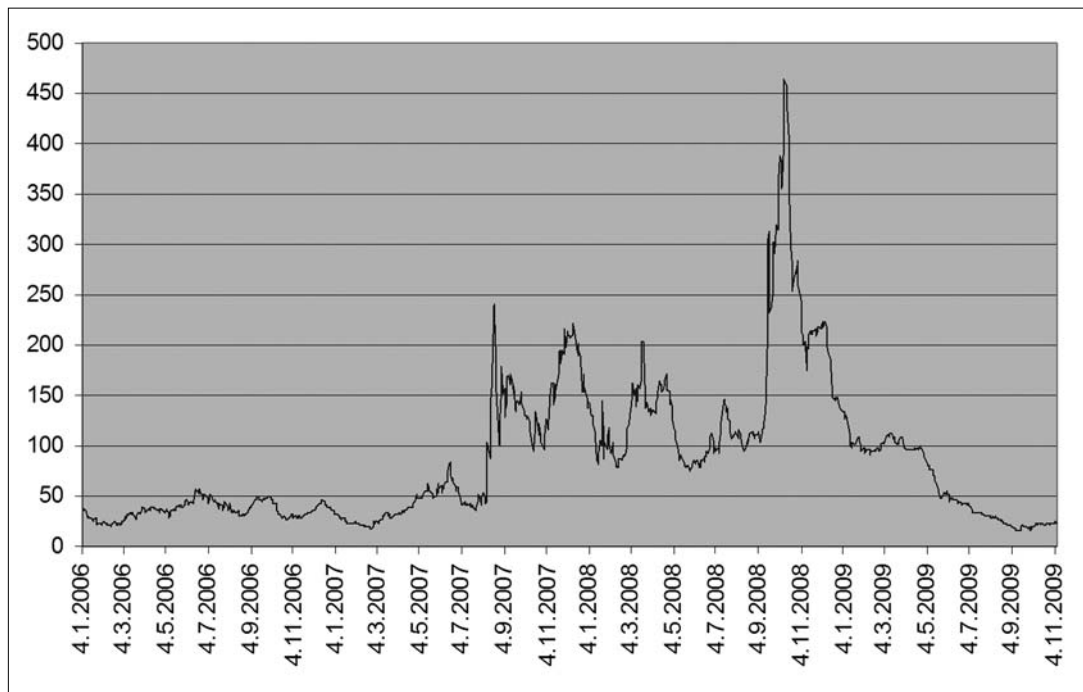
Cene nepremičnin v letih 2006 in 2007 niso več rasle, ampak so počasi začele padati, ker so se neodplačani krediti povečevali, prodaja novih nepremičnin pa se je ustavila. Spomladi leta 2007 so inštitucije zaradi vse težjih pogojev na trgu nepremičnin prenehale izdajati nova posojila. Ker je precej "hed-ge skladov"¹² stavilo na rast cen nepremičnin, so številni zašli v težave. Med drugimi tudi največja Bear Stearns sklada¹³, ki sta razglasila stečaj. Številni tuji investitorji so se začeli spraševati o vrednosti svojih investicij, ki so vezane na ameriški nepremičninski trg (Deutsche Industriebank, Sachsen LB in drugi). Tako je 15. avgust 2007 nekakšna prelomnica za korekcijo na borznem trgu. V času do marca 2008 se je število ljudi, ki niso mogli odplačati svoje hipoteke, še povečalo. Večji in večji so bili odpisi dolga iz bilanc največjih finančnih inštitucij (med drugimi UBS - 18 milijard), pojavile so se tudi prve vladne in-

tervencije, kot recimo pomoč za odplačilo hipotek tedanjega ameriškega predsednika Busha 1,2 milijona lastnikom nepremičnin.

Marca 2008 je prišlo do prvega bankrota, in sicer ene največjih investicijskih bank - Bern Sternsa. Problem te banke in drugih investicijskih bank je bil v tem, da so imele veliko previsok delež dolga glede na kapital. Svoja sredstva so lahko financirala samo z zadolževanjem na trgu in z lastnim kapitalom. Zadolževanje na trgu se je z likvidnostnim krčem močno podražilo oziroma ga sploh ni bilo, dokapitalizacija je bila takrat misija nemogoče. Inštitucija bi se rešila le, če bi jo prevzela večja banka. FED je pod vodstvom novega guvernerja Bena Bernankeja¹⁴ zato banki JP Morgan Chase za takojšen prevzem odobril posojilo v vrednosti 30 milijard USD.

Med marcem in septembrom so največje finančne inštitucije v svojih kvartalnih finančnih poročilih objavljale velikanske izgube. Med drugimi tudi Deutsche Bank za prvi kvartal 2008 poroča o izgubi v vrednosti 141 milijonov EUR. IMF¹⁵ je izvedel projekcijo in podal oceno o izgubi zaradi finančne krize v višini 945 milijard USD. Aprila 2008 so se na srečanju ministrov držav G7 dogovorili, da bodo države v boju proti trenutni krizi poostriale finančno regulacijo.

Ameriška vlada in FED sta povečala pomoč podjetjem Fannie Mae, Freddie Mac¹⁶ in ostalim v težavah. FED je s tem dodal likvidna sredstva v finančni sistem, ker se je tveganje na finančnem trgu povečevalo. Slednje se najlažje prikaže kot razlika med kratkoročnimi državnimi menicami, ki veljajo za netvegane, in kratkoročnimi obrestnimi merami na medbančnem trgu, ki jih trg dojema kot bolj tvegane (glej graf 1). Kot mero tveganja se lahko uporablja tudi instrument zaščite pred tveganjem. Z razvojem krize so se tudi premije za zaščito pred tveganjem (CDS) kreditnega dogodka močno povečale (glej graf 2). Junija je bankrot razglasil ka-



Graf 1: Razmerje TED (razmerje med kratkoročno medbančno obrestno mero in kratkoročno ameriško zakladno menico), izraženo v bazičnih točkah.¹⁷ Vir: Bloomberg.



Graf 2: Markit CDX North America Investment Grade, ki v bazičnih točkah meri premijo za zaščito pred kreditnim dogodkom (CDS) 125 ameriških podjetij, katerih dolg je ocenjen kot manj tvegan.¹⁸ Vir: Bloomberg.

lifornijski hipotekarni posojilodajalec Indy-Mac. FED je začel jamčiti za dolg podjetij Fannie Mae in Freddie Mac, sicer bi bil verjeten tudi njun propad. Za 200 milijard dolarjev ju je nato prevzela ameriška vlada.

2.2 Najtemnejši trenutki krize

Ena od največjih investicijskih bank v ZDA Lehman Brothers, ki je bila za marsikaterega vlagatelja prevelika (600 milijard) in ki je bila preveč vplivna, da bi smela propasti, je 15. septembra razglasila stečaj. Investicijsko banko Merrill Lynch je zaradi podobnih težav kot v primeru Bear in Sterns ter Lehman Brothers prevzela največja ameriška banka za poslovanje s prebivalci Bank of America.

Premije na tveganje CDS so poletele v nebo. Država je takoj posredovala s pomočjo zavarovalnici AIG v vrednosti 85 milijard dolarjev. Razlog za takojšnjo reakcijo se lahko komu zdi zelo vprašljiv (veliko ljudi je tedaj pisalo o moralnem hazardu državnih pomoči), vendar je bila to verjetno najboljša poteza med slabimi.

Podjetje AIG je eno največjih podjetij, ki izdaja zavarovanja pred tveganji. Ob propadu Lehman Brothers je potrebovalo veliko sredstev, da je poplačalo vloge, ki so nastale z njegovim bankrotom. Ker pa ni imelo oblikovanih tako velikih rezerv oziroma so bile te nelikvidne, je moralo zaprositi državo za pomoč.

Zgodba ni tako nedolžna, kot se morda zdi na prvi pogled. Če bi propadla ena največjih zavarovalnih institucij, bi to pomenilo pravo svetovno finančno katastrofo. Celotni finančni sistem bi bil v nevarnosti. Po zakonodajnih standardih Basel II morajo banke imeti dovolj veliko kapitalsko ustreznost (najmanj 8 %), ki pove, koliko kapitalске rezerve je treba oblikovati za posamezna sredstva. Bolj, kot so tvegana, večje rezerve kapitala je treba oblikovati. Ob uvedbi teh standardov

veliko bank v Evropi ni preoblikovalo svojih portfeljev v varnejše, ampak so kupile zaščite na že obstoječe tvegane naložbe. S tem so iz tveganih naložb preprosto oblikovale netvegane. Zato so potrebovale manj vezanega kapitala in so tako izboljšale dobičkonosnost sredstev, podcenjevale pa so kreditno tveganje¹⁹. Če bi se izkazalo, da so te zaščite brez vrednosti, bi to takoj sprožilo masovne dokapitalizacije bank. Takrat toliko svežega kapitala iz različnih vzrokov - bodisi političnih (nekateri države niso želele kitajskega ali arabskega denarja) bodisi ekonomskih (v času krize in deflacije ima denar v očeh investorjev bistveno večjo vrednost, drugače rečeno, zakaj bi dokapitaliziral druge, če imam sam toliko problemov) - ni bilo na voljo.

Ameriška vlada se je zavedala velikih težav in 19. septembra poslala kongresu načrt v vrednosti 700 milijard dolarjev (Troubled Asset Relief Program - TARP²⁰), da bi pomagala finančnim podjetjem s "strupenimi" hipotekarnimi vrednostnimi papirji, ki so bili izdani pred marcem 2008. To bi postopoma sprostilo kreditni krč in povečalo izdajanje novih kreditov. Po intenzivni razpravi v amerškem kongresu in senatu je bil 14. oktobra načrt sprejet.

Pred sprejemom se je zgodilo kar nekaj tektonskih premikov v finančni panogi. Med drugim je bilo konec dobe investicijskega bančništva, saj sta preostali banki Goldman Sachs in Morgan Stanley, da bi se lahko zadolžili pri ameriški centralni banki, postali bančna holdinga. Propadla je banka Washington Mutual, kar je bil največji propad kakšne ameriške banke do sedaj. Pod velikim pritiskom je bila tudi ena največjih ameriških bank Wachovia bank, ki se je po intenzivnih pogajanjih z bankama Citigroup in Wells Fargo združila s slednjo. Velikanske pomoči so bile deležne tudi banke v Veliki Britaniji, Nemčiji, v državah Beneluksa in na Islandiji. Slednja je doživela največjo kata-

strofo, saj so sredstva in s tem tudi dolg njenih treh največjih bank večkratno presegali BDP države.²¹

Navedeni dogodki so pripeljali svetovni finančni sistem na rob preživetja, kar se je odražalo v razprodaji vseh tveganih vrednostnih papirjev na tako rekoč vseh svetovnih trgih in nakupih netveganih vrednostnih papirjev v obliki zakladnih menic in obveznic ZDA (in drugih razvitih držav, kot so Nemčija, Švica, Francija). Močno je pridobil tudi ameriški dolar, ki je tedaj veljal za "varna nebesa". Da bi svetovne centralne banke preprečile najtemnejši scenarij, so prvič v novejši zgodovini sinhrono znižale vse ključne obrestne mere in s tem nekoliko omilile pritisk na finančni sistem.²²

Do decembra 2008 so države po vsem svetu množično dodeljevale državne pomoči bančnemu sektorju in sprejemale nove ukrepe za boj proti recesiji. Prednjačila je Kitajska, ki je svojemu gospodarstvu v obliki infrastrukturnih in drugih projektov namenila približno četrtno BDP-ja (približno 600 milijard USD). Centralne banke so zniževale obrestne mere, v igro pa je vstopil tudi IMF, ki je s svojimi krediti poskrbel, da ni prišlo tudi do bankrotov držav, ki jih je finančna kriza najbolj prizadela (Islandija, Ukrajina, Madžarska, Pakistan in druge).

Recesija kaže zobe na številnih področjih. Število nezaposlenih se iz meseca v mesec povečuje, najpomembnejši borzni indeksi dosegajo astronomske dnevne padce. BDP se v večini razvitih držav zmanjšuje, manjše svetovno povpraševanje pa silovito znižuje tudi cene energentov (cena nafte je od rekorda julija 2008 do 16. decembra 2008 padla za 77 %) in drugih surovin.

V prvem kvartalu 2009 smo bili priča nadaljevanju ukrepov proti recesiji iz lanskega leta in negotovosti na trgu, a že sredi marca so se začeli kazati prvi znaki izboljšanega položaja, ki je najprej vodil v pozitivno korek-

cijo na delniških trgih, nato pa se potrdil tudi v realnih makroekonomskih podatkih.

3 Pogled naprej

Kljub temu, da je ameriški statistični urad objavil 3,5-odstotno gospodarsko rast ZDA v tretjem kvartalu 2009, bi težko zaključil z ugotovitvijo, da je recesije konec. V finančni javnosti sledimo intenzivni razpravi in številnim teorijam, kakšna bo naša prihodnost.

Nekateri trdijo, da se sedaj zaključuje dolgoročen inflacijski cikel, ki mu bo sledilo obdobje deflacije. Dolg, ki se je nabiral nekaj desetletij, bo treba razdolžiti. Tudi zelo ekspanzivna monetarna politika svetovnih centralnih bank ne more preprečiti "trdega in počasnega" razdolževanja vseh gospodarskih subjektov. Zagovorniki te teorije trdijo, da je pred nami eno najhujših poglavij v novejši zgodovini in da smo v letu 2008 videli začetek prave korekcije.

Drugi menijo, da je ekspanzivna monetarna politika svetovnih centralnih bank ustvarila ogromno količino denarja v obtoku in s tem razvrednotila denar. Pred nami naj bi bil cikel visoke inflacije, ki bo nominalni dolg znižal in oživil gospodarstvo. Najradikalnejši zagovorniki te teorije napovedujejo celo obdobje hiperinflacije.

Katera teorija bo v prihodnosti pisala našo zgodovino, je ključno vprašanje za sprejemanje današnjih odločitev. Vsekakor pa nas sedanja kriza opominja, da se problemov dolgoročno ne da pometati pod preprogo, ampak jih je treba reševati sproti. Če bomo reševanje problemov spet odložili do naslednje, še večje krize, nas že v naslednjih nekaj letih čakajo zelo razgibani časi, ki bi lahko vodili celo v novo delitev kart na našem planetu.

1. Podjetje, katerega poslovanje je omejeno na pridobivanje in financiranje določenih sredstev. Običajno so to podružnice s strukturo aktive in



Petra Hulicius-Mack: Obhajilo nam je duševna hrana

pasive ter pravnim statusom, ki zagotavlja varnost obveznosti tudi v primeru bankrota matične družbe. Namen teh podjetij je izoliranje finančnega tveganja.

http://zaposleni.epf.uni-mb.si/gajst_n/Lists/Objave/Attachments/28BGING_seminarska%20naloga_navodila_09_10.pdf.

2. Wikipedia: http://en.wikipedia.org/wiki/Mortgage-backed_security.
3. Zaščita pred kreditnim tveganjem je menjalni (swap) posel, pri katerem kupec izvrši vrsto plačil prodajalcu, v zameno pa prejme izplačilo, če kreditni instrument (običajno obveznica ali posojilo) ni povrnjeno. Redkeje je kreditni dogodek, zaradi katerega pride do izplačila, prestrukturiranje podjetja, stečaj ali nižje določena bonitetna stopnja.
4. http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_default_swaps.
5. http://en.wikipedia.org/wiki/New_Economy.
6. <http://en.wikipedia.org/wiki/Enron>.
7. <http://www.forbes.com/2009/09/25/hsbc-hong-kong-markets-equities-ceo.html>.
8. S kazalnikom P/E merimo, koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za evro dobička družbe, ali z drugimi besedami, za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe.
S kazalnikom P/B merimo, koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za evro knjigovodske vrednosti podjetja, ali drugače povedano, z njim

računamo razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice (vir Ljubljanska borza).

9. http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble.
10. <http://www.cnbc.com/id/29880401?slide=14>.
11. Prilagoditev vrednosti tekoči tržni ceni.
12. Zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti; <http://www.skladi.com/novice.php?novica=929>.
13. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=awRQvoXawGko>.
14. Ben Bernanke je postal guverner FED-a 1. 2. 2006. Eno njegovih glavnih področij dela na univerzi je bilo preučevanje finančne krize iz 30. let dvajsetega stoletja.
15. International Monetary Fund (Mednarodni denarni sklad).
16. Fannie Mae in Freddie Mac sta bili do državnega prevzema privatni podjetji s sponzorstvom države.
17. Ena bazična točka je 0,01 %.
18. Torej ima po klasifikaciji bonitetne hiše S&P bonitetno oceno vsaj BBB.
19. Kreditno tveganje je tveganje, da dolжник (banka oziroma izdajatelj vrednostnega papirja, ciljni sklad) svojih obveznosti do podsklada ne poravnava pravočasno in/ali v celoti.
20. http://en.wikipedia.org/wiki/Troubled_Asset_Relief_Program.
21. http://en.wikipedia.org/wiki/2008%E2%80%990932009_Icelandic_financial_crisis.
22. http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/09fed.html?_r=1.