

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Uršula Jakopin

**Svetovna ekonomska in nepremičninska kriza:
primerjava ZDA in Slovenije**

Magistrsko delo

Ljubljana, 2012

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Uršula Jakopin

Mentor: red. prof. dr. Bogomil Ferfila

**Svetovna ekonomska in nepremičninska kriza:
primerjava ZDA in Slovenije**

Magistrsko delo

Ljubljana, 2012

Želiš ujeti sanje?

Verjeti moraš sanje...

Iskrena hvala vsem, ki ste verjeli vame!

Svetovna ekonomska in nepremičninska kriza: primerjava ZDA in Slovenije

V Združenih državah Amerike je spomladi leta 2007 izbruhnila kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil. Ta se je kasneje razširila še na druge finančne trge povsod po svetu ter nenazadnje vplivala na svetovno gospodarstvo. V zadnjem desetletju, ko je gospodarstvo iskalo svoj zagon, je trg nepremičnin pridobival vedno večje razsežnosti. Rastoče povpraševanje in omejena ponudba zemljišč sta pritiskala na dvig cen nepremičnin v ZDA in večini evropskih držav. Cene so ponekod rasle v nebo. Zaradi nestabilnosti nekaterih največjih bank in padca vrednosti vrednostnih papirjev na borzah, se je leta 2008 zamajalo upanje v nadaljnjo gospodarsko rast. Finančno-gospodarska kriza se je iz ZDA širila v Evropo in tudi Slovenija ni bila izvzeta. Nepremičninska kriza je še kako povezana s svetovno ekonomsko krizo. Nizka gospodarska rast, visoka zadolženost držav, posledično nižje plače, visoki stroški, vse prej kot ugodni pogoji za kreditiranje – vse to so razlogi, da se ljudje danes po večini ne odločajo za nakup nepremičnine oziroma ga odlagajo v prihodnost. Finančni in nepremičninski trg sta med seboj povezana in zato poslabšanje razmer na enem poslabša razmere na drugem in obratno. Večina nepremičnin se namreč kupuje s hipotekarnimi posojili, ki pa v času finančne krize postanejo težje dostopna, ker poslovne banke zaradi večje negotovosti zaostrejuje pogoje odobritve posojil. Vpliv finančne krize na cene nepremičnin v ZDA in Sloveniji se razlikuje, saj je v ZDA kriza prisotna dalj časa in so tudi zato tam posledice hujše. V Sloveniji poslovne banke nimajo tako slabega kreditnega portfelja, saj za razliko od ameriških poslovnih bank niso odobravale drugorazrednih hipotekarnih posojil. Ena izmed razlik pa je tudi ta, prebivalci ZDA stanovanja kupujejo kot kapitalsko naložbo, v Sloveniji pa za reševanje stanovanjskega problema. ZDA preživlja najhujšo krizo nepremičninskega trga v zgodovini, medtem ko v Sloveniji ostajata dva scenarija, vendar vse kaže, da se uresničuje prvi – upadanje prometa in s tem zdrs v novo krizo nepremičninskega trga. In glede na današnjo situacijo je prihodnost tako v ZDA, Svetu in Sloveniji izjemno negotova.

Ključne besede: svetovna ekonomska kriza, trg nepremičnin, nepremičninska kriza

Global economic and real estate crisis: A comparison of USA and Slovenia

In the spring of 2007 a crisis of the subprime mortgage broke out in the USA. Later on it extended to other financial markets around the world and ultimately influenced the global economy. In the last decade, when the economy was starting to run again, the real estate market started to get more and more dimensions. Increasing demand and limited offer of lands caused the rise of real estates prices in the USA and in the majority of European countries. Some prices were very high. Due to instability of some largest banks and the fall of securities value on stock exchanges, in 2008 further economic growth seemed less hopeful. The financial economic crisis extended from the USA to Europe and Slovenia was not excluded. A real estate crisis is very much connected with a global economic crisis. Low economic growth, high indebtedness of countries, consequently lower salaries and high costs make no good conditions for crediting – due to all this, the majority of people do not decide to purchase a real estate or they postpone it to future. Financial and real estate markets are connected, so deterioration of conditions on one makes conditions bad on the other and reverse. The majority of real estates are being bought with mortgage loans, which become less accessible during a financial crisis, because commercial banks escalate conditions for approvals of loans due to higher uncertainty. The impact of the financial crisis on real estates prices in the USA and Slovenia is different, because the crisis has been present longer in the USA and the consequences there are worse. Commercial banks in Slovenia do not have such poor credit portfolio because they did not agree with the subprime mortgage loans unlike American commercial banks. One of the differences is also the fact that in the USA apartments are being bought as a capital investment and in Slovenia to solve a residential problem. The USA are experiencing the worst crisis of real estate market in history. Two scenarios remain in Slovenia, however it all indicates that the first one is coming true – decline of the market and slip into another crisis of the real estate market. Considering current situation, future in the USA, Slovenia and world is extremely uncertain.

Key words: global economic crisis, real estate market, real estate crisis

KAZALO

1	UVOD	19
2	HIPOTETIČNI – METODOLOŠKI DEL.....	25
	2.1 Opredelitev teme/problema magistrskega dela.....	25
	2.2 Raziskovalna hipoteza	25
	2.3 Razdelava metodološkega okvirja preučevanja	26
3	SPLOŠNA OPREDELITEV FINANČNE KRIZE	29
	3.1 Opredelitev pojma finančna kriza.....	29
	3.2 Vrste finančnih kriz in razlogi zanje	30
	3.2.1 Valutna kriza.....	30
	3.2.2 Bančna kriza	33
	3.2.2.1 Povezanost finančnih kriz – kriza dvojčkov.....	36
	3.2.3 Dolžniška kriza	39
	3.3 Okužbe	42
	3.4 Napovedovanje kriz	44
4	SPLOŠNA OPREDELITEV EKONOMSKE KRIZE.....	46
	4.1 Opredelitev pojma gospodarska kriza.....	46
	4.2 Opredelitev pojma ekonomska kriza	47
	4.3 Vzroki in klasifikacija faktorjev	48
	4.4 Različne teorije nastanka ekonomskih kriz	49
	4.4.1 Monetarna teorija gospodarskega cikla	49
	4.4.2 Teorija hiperkumulacije ali čezmernih investicij.....	50
	4.4.3 Teorija premajhne potrošnje	51
	4.4.4 Psihološka teorija.....	51
	4.4.5 Keynesianska teorija.....	52
5	NAJPOMEMBNEJŠE GOSPODARSKE KRIZE 20. STOLETJA.....	53
	5.1 Velika gospodarska kriza (The Great Depression) – 1929–1940	53
	5.1.1 Keynesianska in monetaristična razlaga Velike depresije	54
	5.1.2 Vzroki za Veliko gospodarsko krizo in njen potek.....	57
	5.1.1 Veliki borzni zlom (The Great Crash) – 1929	61
	5.1.1.1 Vzroki in posledice velikega borznega zloma.....	64
	5.1.1.1.1 Vzroki na mikroekonomski ravni	64
	5.1.1.1.2 Vzroki na makroekonomski ravni.....	65
	5.1.2 Napake politike.....	66
	5.1.3 Dolgoročne težave	68
	5.1.4 Ameriška ekonomija po Veliki recesiji.....	70
	5.2 Ekonomska kriza v letih 1974–1975	72
	5.2.1 Razmah recesije.....	73
	5.2.2 Krčenje svetovne trgovine	75

5.2.3	Klasična kriza hiperprodukcije.....	76
5.2.4	Glavne značilnosti krize	77
5.3	Zlom Newyorške borze v letu 1987.....	81
5.3.1	Vzroki ekonomske krize leta 1987	83
5.4	Azijska finančna kriza (1997–1998).....	85
5.4.1	Razlogi za nastanek azijske finančne krize	86
5.4.2	Vloga portfeljskih naložb v azijski finančni krizi	91
5.5	Zlom tehnološke borze (The NASDAQ Crash).....	96
5.5.1	Nenormalno visoka rast delnic v letu 1999	97
5.5.2	Razlogi za kolaps na borzi NASDAQ ter mnenja strokovnjakov	98
6	SEDANJA FINANČNO-GOSPODARSKA KRIZA.....	103
6.1	Stanje gospodarstva v EU pred nastopom gospodarske krize	103
6.2	Povezanost finančnega in nepremičninskega sektorja.....	107
6.3	Nastanek in razvoj sedanje krize	108
6.3.1	Ameriški trg hipotekarnih posojil.....	109
6.3.2	Potek finančno-gospodarske krize v ZDA.....	110
6.3.3	Širitev krize v Evropo.....	112
6.3.4	Nepremičninski balon.....	113
6.3.5	Dogajanje na nepremičninskem trgu v obdobju krize	119
6.4	Vzroki za finančno-gospodarsko krizo v ZDA.....	123
6.4.1	Vzroki na strani posameznikov oiroma. gospodinjestev.....	123
6.4.2	Vzroki na podjetniški ravni	125
6.4.3	Vzroki na strani finančnih institucij in agencij.....	127
6.4.3.1	Visoka zadolženost finančnih institucij.....	127
6.4.3.2	Drugorazredna hipotekarna posojila	128
6.4.3.3	Nerazumljivi novi finančni instrumenti	129
6.4.4	Vzroki na strani države.....	131
6.4.4.1	Pomanjkljiv nadzor finančnega trga.....	131
6.4.4.2	Vloga rating agencij	132
6.4.4.3	Neustrezna monetarna politika.....	133
6.4.4.4	Fiskalni deficit v ZDA.....	134
7	POJEM NEPREMIČNINE IN TRG NEPREMIČNIN	136
7.1	Opredelitev pojma nepremičnina.....	136
7.1.1	Lastnosti nepremičnin	137
7.1.2	Vrste nepremičnin.....	138
7.2	Trg nepremičnin in njegove značilnosti.....	139
7.2.1	Ponudba in povpraševanje.....	142
7.2.2	Cikličnost na trgu.....	144
7.3	Vloga države na nepremičninskem trgu	146
7.3.1	Razlogi za poseganje države na stanovanjsko področje.....	147
7.4	Zgodovina slovenskega trga nepremičnin	150

8	TRG NEPREMIČNIN V ZDA V OBDOBJU SVETOVNE EKONOMSKE KRIZE	153
8.1	Investicije v nepremičnine v času krize	153
8.2	Povečanje števila praznih nepremičnin in višina najemnin	154
8.3	Posojilni krč in vpliv na nepremičnine	155
8.4	Vpliv finančne krize na cene poslovnih prostorov in stanovanj	156
9	TRG NEPREMIČNIN V SLOVENIJI V OBDOBJU SVETOVNE EKONOMSKE KRIZE.....	158
9.1	Struktura slovenskega nepremičninskega trga	158
9.2	Financiranje	159
9.3	Finančno-gospodarska kriza v Sloveniji.....	162
9.3.1	Ukrepi proti gospodarski krizi v Sloveniji	165
9.4	Trg nepremičnin v Sloveniji	168
9.4.1	Usodno leto 2008.....	168
9.4.2	Trg nepremičnin v letu 2009.....	170
9.4.3	Trg nepremičnin v letu 2010.....	174
9.4.4	Trg nepremičnin v letu 2011	178
9.5	Primerjava ZDA in Slovenija.....	183
10	ZAKLJUČEK	185
11	LITERATURA	190
	PRILOGE.....	202
	Priloga A: Pojavnost finančnih kriz v zadnjih tridesetih letih	202
	Priloga B: Letna stopnja povečevanja maloprodajnih cen na Japonskem med letoma 1968 in 1975 (v odstotkih).....	202
	Priloga C: Gibanje obrestne mere Ameriške Centralne Banke (FED) med letoma 1997–2002 (v odstotkih).....	203
	Priloga D: Realna rast BDP (odstotna sprememba glede na preteklo leto)	204

SEZNAM SLIK

Slika 3.1:	Neposredni fiskalni stroški izbranih kriznih držav kot odstotek BDP	35
Slika 3.2:	Grafični prikaz števila sporazumov v okviru Pariškega kluba od leta 1983 dalje.....	40
Slika 3.3:	Grafični prikaz vrednosti pokritja dolgov v okviru Pariškega kluba po letih od leta 1983 dalje.....	41
Slika 3.4:	Grafični prikaz števila kriz na leto med letoma 1970–1994.....	43
Slika 5.1:	Grafični prikaz gibanja ameriškega indeksa Dow Jones med silovitim padcem od leta 1929 do 1932	58
Slika 5.2:	Osebna potrošnja v ZDA preračunana na sedanjo vrednost dolarja med letoma 1929 in 1936 (v mio \$)	59
Slika 5.3:	Grafični prikaz gibanja začetkov stanovanjskih novogradenj od leta 1925 do 1937 v ZDA	60
Slika 5.4:	Kratkoročne mesečne obrestne mere med letoma 1925 in 1930 (v odstotkih).....	61
Slika 5.5:	Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) med letoma 1925 in 1935	63
Slika 5.6:	Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mio \$)	67
Slika 5.7:	Padec uvoza in izvoza ZDA kot posledica tarife Haweley-Smoot.....	69
Slika 5.8:	Grafični prikaz bruto nacionalnega proizvoda v ZDA, med letoma 1939 in 1945 (v mio \$)	70
Slika 5.9:	Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mia\$).....	71
Slika 5.10:	Letna stopnja povečevanja maloprodajnih cen na Japonskem med letoma 1968 in 1975 (v odstotkih).....	78
Slika 5.11:	Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DIJA) med letoma 1973 in 1975	80
Slika 5.12:	Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) med letoma 1987 in 1988	81
Slika 5.13:	Povezava med zadolževanjem v tujini in borznim balonom v primeru azijske krize	94

Slika 5.14: Gibanje vrednosti južnokorejskega borznega indeksa KOSPI med letoma 1994 in 2000	95
Slika 5.15: Zgodovinski graf borznega indeksa NASDAQ Composite.....	98
Slika 5.16: Gibanje obrestne mere Ameriške Centralne Banke (FED) med letoma 1997–2002	101
Slika 6.1: Povprečna dolgoročna obrestna mera za evroobmočje, ZDA in Japonsko (letno povprečje).....	105
Slika 6.2: Zaposlovanje in rast BDP	106
Slika 6.3: Realne cene stanovanj in poslovni cikel držav OECD	114
Slika 6.4: Masa izdanih hipotekarnih posojil v odstotkih od BDP	116
Slika 7.1: Primerjava med trgom popolne konkurence in trgom nepremičnin	141
Slika 7.2: Faze nepremičninskega cikla.....	144
Slika 8.1: Investicije in BDP od leta 1969 do 2008.....	154
Slika 8.2: Število praznih nepremičnin in višina najemnin	155
Slika 8.3: Standardi odobritve posojil in rast posojil.....	156
Slika 8.4: Cene pisarn in stanovanj v ZDA.....	157
Slika 9.1: Letne stopnje rasti posameznih vrst posojil gospodinjstvom Slovenije (levo) in evroobmočja (desno) v odstotkih.....	161
Slika 9.2: Gibanje stopnje rasti realnega BDP in povprečne letne stopnje inflacije v Sloveniji v obdobju 2000–2011 v odstotkih.....	163
Slika 9.3: Prikaz koncepta izhodne strategije	167
Slika 9.4: Gibanje povprečne cene (v €/m ²) in števila evidentiranih prodaj stanovanj po četrtletjih v obdobju 2007–2009 v Sloveniji	172
Slika 9.5: Število izdanih gradbenih dovoljenj pravnim osebam za stanovanja v večstanovanjskih stavbah, 2007–2011*.....	180
Slika 9.6: Število evidentiranih prodaj nepremičnin, Slovenija 2007–2011.....	182

SEZNAM TABEL

Tabela 3.1: Primerjava med stroški reševanja kriz dvojčkov in individualnih kriz.....	38
Tabela 3.2: Izpostavljenost ameriških bank v razmerju do petih latinskoameriških držav (Argentina, Brazilija, Čile, Mehika, Venezuela) leta 1982	39
Tabela 3.3: Porazdelitev finančnih kriz po državah v obdobju 1893–1998.....	45
Tabela 5.1: Najpomembnejše svetovne gospodarske krize 20. stoletja	53

Tabela 5.2: Razlika med najvišjo in najnižjo točko industrijske proizvodnje pred recesijo in med njo v glavnih kapitalističnih državah	74
Tabela 5.3: Stopnja nihanja posameznih kategorij neto kapitalskih tokov	93
Tabela 6.1: Spremembe stopenj bruto varčevanja gospodinjstev med letoma 2000 in 2006 v odstotnih točkah	104
Tabela 6.2: Premoženjski davki	117
Tabela 6.3: Lastniška struktura stanovanj po posameznih državah (v odstotkih).....	118
Tabela 6.4: Sprememba cen stanovanj popravljena z inflacijo	121
Tabela 9.1: Ocena realne* spremembe cen nepremičnin v letu 2010 v Sloveniji.....	177

SEZNAM KRATIC

SPZ - Stvarnopravni zakonik

ZZK - Zakon o zemljiški knjigi

ZZK-1 - Novi Zakon o zemljiški knjigi

FED - Federal Reserve System (Ameriška Centralna banka)

ECB - European Central Bank (Evropska Centralna banka)

RCA - Radio Corporation of America

DJIA - Dow Jones Industrial Average

NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quotation System

OTC - over the counter

IPO - initial public offering

LTCM - Long Term Capital Management

OECD - organisation for Economic Co-operation and Development

EMU - European Monetary Union

GURS - Geodetska uprava RS

CDS - Credit default swaps

BDP - bruto družbeni proizvod

1 UVOD

Kako so ZDA zgrmele v brezno finančne in kasneje tudi gospodarske krize in za seboj potegnile praktično ves svet?

Leta 2004 je Jake s Floride uresničil svoje sanje in kupil hišo za 300.000 ameriških dolarjev. Kredit je zavaroval z nepremičnino, kar se je zdelo še posebno primerno, ker je njena vrednost rasla. Štiri leta kasneje je bila njegova hipoteka kaplja v morju tistih, ki so krive za globalno finančno krizo. Jake je izmišljena oseba, njegov primer še zdaleč ne. Ime si je izmislil dr. Ingo Walter, profesor financ na newyorški univerzi, avtor, soavtor ali urednik šestindvajsetih knjig s področja gospodarstva.

Kakšne pogoje je moral Jake izpolniti, da je dobil hipotekarni kredit? Obstajajo različne oblike hipotek, glede na vrednost nepremičnine in na odplačilno sposobnost lastnika. Prvovrstne (prime) hipoteke so tiste, pri katerih mora imeti kreditojemalec primeren dohodek za odplačevanje kredita in položiti deset do petnajst odstotkov vrednosti. Potem pa so tu še drugorazredne hipoteke, kjer najemnik kredita ob nakupu ne da nobenega pologa ali pa ima dohodek nižji od ravni, ki se običajno zahteva. Teoretično ni problema, če je vaš prihodek visok. Običajno mesečni obrok kredita ne sme znašati več kot dvajset odstotkov neto plače. Vendar pa je bil v resnici ta odstotek v mnogih primerih precej višji. Tisti, ki so najemali kredit, so imeli prenizke dohodke oziroma ob nakupu niso položili nič ali zelo malo. V večini drugorazrednih hipotek je posojilo sklenil posrednik. Ta posrednik je samo sklenil posel in ga posredoval lokalni banki. Za to je dobil provizijo. Nepremičninski cenilec nadzira, kaj se z zastavljeno hišo dogaja, ker je ta garancija za plačilo in za to dobi provizijo od posrednika. Posrednik želi čim večjo vrednost posla, zato bo cenilca spodbujal, da nepremičnino dobro oceni. To je torej očitna spodbuda slabim hipotekam, saj ne posrednik ne cenilec nista izpostavljena nadzoru.

Kdo posodi denar? Običajno lokalna, manjša banka, ki ji posrednik posreduje posel in le-ta nima interesa, da bi hipoteko obdržala. Če bi jo obdržala, bi morala biti zelo previdna, da je hipoteka sklenjena s kupcem, ki ima ustrezne dohodke. Toda banka bo hipoteko prodala naprej, banki B. Banka B lokalni banki vrne denar vložen v Jakovo hišo, nato lahko ta sklene novo hipotekarno posojilo in tako krog teče naprej.

Kaj ima torej lokalna banka A od tega posla z Jakovo hipoteko? Provizijo od sklenjenega posla, ni pa izpostavljena tveganju, če hipoteka propade, saj je njena nova lastnica banka B. Tudi banka B nima namena obdržati hipoteke, zato se ne prepriča, če je z Jakovo hišo vse v redu, ali ima družina dovolj prihodkov in ali je posrednik to preveril. Proda jo naprej velikim kompleksnim finančnim institucijam, kot so investicijske ali druge velike banke (JP Morgan Chase, Citigroup...). Vendar pa tudi te nimajo namena hipoteke obdržati, zato se tudi same ne prepričajo, ali banka B, banka A in posrednik vedo, kaj počnejo. Vložile jo bodo v svojo na novo ustanovljeno skrbniško družbo, ki jih imenujejo Special Purpose Vehicle (SPV).

Zdaj je hipoteka prestala že štiri prenose. SPV je lastnik »bazena« hipotek in s tem obresti, ki jih na hipoteke plačujejo lastniki nepremičnin. Ta bazen hipotek bo SPV poslal na trg in ga prodajal v obliki vrednostnih papirjev. Gre za hipotekarne obveznice, ki so likvidne, lahko jih kupuješ, prodajaš, z njimi trguješ. Neunovčljivo premoženje, ki se ga ne sme prodajati in kupovati, torej Jakovo hišo, je spremenil v unovčljivo, ki ga je mogoče kupiti. Procesu se reče sekuritizacija ali listninjenje in je zelo razširjen. SPV-ji prek njega s prodajo obveznic dobijo nazaj denar, ki ga je finančna institucija, ki jih je ustanovila, plačala za nakup hipotek. Poleg tega za sekuritizacijo dobijo še provizijo. Garancija tem hipotekarnim obveznicam so obresti, ki jih plačujejo Jake in drugi kreditorejmalci. Te obveznice pa je treba oceniti preko neodvisnih agencij. Le-te bodo pogledale strukturo bazena hipotek in poroštvo ter ocenile koliko premoženja stoji za hipotekami. Vendar pa te ocene niso zanesljive. Če je bil proces ocene tveganja slab že od začetka, bodo te agencije dobile v roke nezanesljive podatke. Če je torej problem na začetku verige, bodo slabe informacije tekle skozi ves sistem.

Kdo je torej zagrešil »zločin«? Nihče, saj v resnici ni nihče Jakov upnik, ki bi imel močan interes za zanesljivost informacij. Recimo da zdaj ta bazen hipotek, vključno z Jakovo hipoteko, na podlagi slabih informacij dobi oceno A+. Gre za tako imenovane kreditne bonitete, ocene pa gredo od AAA+ navzdol do C. Recimo, da je ta bazen hipotek skupno vreden 80 milijonov dolarjev. Preden ga pošljejo na trg, ga razkosajo na tranše. Predstavljajte si ga kot kos papirja, ki ga najprej narežete na trakove. In vsak trak ima zgornji, srednji in spodnji del, ki se na trgu prodajajo ločeno. To so tri tranše. Vsi zgornji deli na vsakem traku

imajo najboljšo oceno AAA+, čeprav je skupna ocena bazena samo A+. Tako je zato, ker ima lastnik tega zgornjega dela pravico, da prvi prejme plačilo za svojo investicijo. Ocene potem padajo. Srednja tranša ima vmesno oceno, spodnja najslabšo. Tranš je lahko na posameznem traku tudi več, denimo pet. Lastnik tiste na koncu bo zadnji dobil izplačilo za svoj vložek. Če gre torej kaj narobe, če Jake in drugi kreditov ne plačujejo, lastniki teh spodnjih tranš prvi nastradajo. Zato jim pravimo strupeni odpad (toxic waste).

Zakaj potem kdo kupi ta strupeni odpad? Recimo, da je povprečna obrestna mera tega bazena devetstotih hipotek sedem odstotkov. Kdor ima v rokah zgornjo tranšo AAA+, bo imel le triodstotno obrestno mero na svoj vložek, ker ima v rokah najbolj varno naložbo. Lastnik tranše na sredini traku z oceno BB bo morda dobil osem odstotkov. Lastnik strupenega odpada bo dobil osemnajstodstotno obrestno mero na vložek. Lastnik strupenega odpada ima torej v rokah dobro naložbo, če trg nepremičnin cveti. Osemnajst odstotkov je velik donos. Zakaj ne bi kupili odpadkov, če je vaš portfelj dovolj razpršen? Problem seveda nastane, ko ljudje prenehajo plačevati kredite. Najprej bo nastradal lastnik strupenega odpada. Tisti z deležem AAA+ bo še naprej prejemal prihodke, ker vsi kreditorejmalci ne bodo nehali plačevati obrokov, tako da bodo prilivi še prihajali, čeprav ne vsi. Z lastniki teh najboljših tranš je tako, kot bi bili v hiši, ki jo prizadene poplava. Pritličje je poplavljeno, ampak vi ste v tretjem nadstropju.

Delitev na trgu pa nato poteka še naprej. Zdaj lahko hipotekarne obveznice oziroma tranše iz različnih bazenov vnesete v novo naložbo. Reče se ji CDO (collateralized debt obligation – zadolžnice, ki temeljijo na hipotekarnih obveznicah). CDO je nova celota zase, ki jo sestavljajo vse vnesene tranše oziroma hipotekarne obveznice. In ta celota se kot povsem nov list papirja spet deli po istem principu. Zreže se na trakove, ti pa se razdelijo na povsem nove tranše. In tiste najbolj varne s prednostnim izplačilom imajo spet oznako AAA+. To velja tudi v primeru, če v CDO prvotno ni bila vnesena niti ena tranša oziroma obveznica, ki bi imela to najboljšo oznako, ampak samo take z nižjo varnostjo naložbe, denimo z oznako A+ ali BB.

Kot vidite, torej delitev na tranše ustvarja izjemno zapleten sistem obveznic, ki so sestavljene iz drugih obveznic. Bolj ko to počneš, bolj se oddaljuješ od Jakove hiše in kot naložbenik nimaš več predstave, kakšna je v resnici varnost naložbe.

Kje je torej nastala kriza? Rast cen nepremičnin se je leta 2006 ustavila, nato so cene začele padati v državah, kot so Florida, Nevada, Kalifornija in druge. Lastnik kredita je imel nenadoma negativno bilanco: količina denarja, ki ga je dolgoval za hišo, je bila večja od same vrednosti hiše. (K temu so pripomogle tudi obrestne mere v hipotekah, ki so v nekaterih primerih s časom naraščale.) In si je rekel: nič, ključne bom dal v kuverto, jih poslal na banko in rekel na svidenje! Preprosto ni več plačeval obrokov in banka je začela postopek zaplembe nepremičnine. A kaj ji to pomaga? Ima hišo, ki je vredna manj od dolga.

In če imaš v rokah strupeni odpad, si posebej občutljiv že na najmanjše povečanje števila neplačanih mesečnih obveznosti s strani kreditorejmalcev. Če Jake ne more plačati obroka, ker je izgubil službo, to vpliva na vrednost obveznic. Tudi če plača prihodnji mesec, zamuda že zniža vrednost obveznic. Sprva so bile težave s plačili izključno pri drugorazrednih hipotekah. Ko pa so se razmere na trgu zaostrovale, so prenehali plačevati tudi tisti bolj plačilno sposobni, vključno s tistimi, ki so sklenili prvorazredne hipoteke. In kaj to pomeni za vlagatelje? Denimo, da ste v pokojninskem skladu in imate samo najbolj zanesljive obveznice tipa AAA+. Nenadoma vidite, da je vse več bankrotov. Ste sicer v tretjem nadstropju, toda pritličje je že odneslo. Zato začenjajo vlagatelji prodajati tudi tranše z oznako AAA+, čeprav je še danes zelo malo verjetno, da bodo te prizadete. Sledi verižna reakcija prodajanja in trg se seveda sesede pri vseh naložbah, tudi najbolj zanesljivih. To se je dogajalo poleti leta 2007. Šlo je za reakcijo na pričakovane bankrote, zato so se zbali celo tisti, ki za to niso imeli nobenih razlogov.

Kaj torej storiti, da bo trg deloval? Kakšen nadzor ali mehanizem je potrebno uvesti? Tisti na samem začetku verige, hipotekarni posrednik, bi moral obdržati desetino kredita. To seveda pomeni, da hipotekarnih posrednikov sploh ne bi bilo več, ker nimajo toliko denarja, da bi lahko kreditirali hipoteke. Torej bi bila prva, ki bi sklepala posel, lokalna banka. In ta bi morala obdržati dvajset odstotkov kredita. Banka bi rekla: prav, imam denar, sklenila bom posel, osemdeset odstotkov pa ga bom prodala naprej. In ta druga banka B bi morala obdržati strupeni odpad. S tem bi v hipu spremenili vso igro, saj bi bile banke izredno previdne.

Vendar bi bilo po vseh teh posegih težje priti do posojila. Da, manj ljudi bi imelo hišo in vlagatelji manj dobička. Toda zastoj kosila pač ni. Dobili bi manj učinkovit, a varnejši sistem. Kot primer lahko navedemo avtomobil. V zadnjih tridesetih letih smo sestavili porscheja, ki je krasen za gladke ceste z veliko ovinki. Ko pa se znajdeš v gozdu, je porsche neuporaben. Potrebuješ jeep. Ko pot postane luknjasta, si v napačnem avtomobilu. Neverjetno je, da dobri in sposobni ljudje zgradijo tako slab sistem. Kot šest arhitektov, ki vsak zase gradijo svoj del hiše, nato pa stopijo nazaj in od daleč pogledajo, kaj so storili, in vidijo, da je nastala katastrofa. Veliko ljudi bo ob denar, strukture se bodo spremenile, verjetno sestavljamo novo vozilo. Dr. Walter pa se boji, da se bo zgodba ponovila, potem ko bo sistem ob pomoči države spet zaplul v mirne vode. Vsi bodo rekli: srečni dnevi so zopet tu! In vse bo po starem. Banke bodo ostro lobirale proti ideji, da bi morale obdržati del kredita. In ker imajo v ZDA tako rekoč legalizirano podkupovanje politike, se ta najbolj preprosta ideja morda ne bo nikoli uresničila zaradi političnega pritiska. Zato bodo morda ponovno na poti k novi veliki katastrofi. No, sicer pa česa takega, kar se dogaja zdaj, po njegovih besedah še nismo doživeli. Zlom borze leta 1987 je bil kot kap. Ta zdaj je kot rak. Lahko, da boš preživel in verjetno boš, a ne boš več v enaki formi. Pred ponovnim razcvetom nas čaka dolg, boleč proces (Walter 2008).

Tako je v Združenih državah Amerike julija 2007 izbruhnila kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil. Nastanek nepremičninskega balona, njegov pok in zlom nepremičninskega trga spomladi leta 2007 je torej povzročil nastanek finančne krize. Ta se je z ožjega segmenta drugorazrednih hipotekarnih posojil razširila še na druge finančne trge povsod po svetu ter nazadnje vplivala na svetovno gospodarstvo.

V zadnjem desetletju, ko je gospodarstvo iskalo svoj zagon, je trg nepremičnin pridobival vedno večje razsežnosti. Rastoče povpraševanje in omejena ponudba zemljišč sta pritiskala na dvig cen nepremičnin v večini evropskih držav. Lastnikom nepremičnin je rast dovoljevala, da se je vrednost nepremičnine v nekaj letih podvojila. Upanje v nadaljnjo gospodarsko rast se je zamajalo leta 2008, ko so se v javnosti pojavile novice o likvidnostnih težavah nekaterih ameriških nepremičninskih skladov. Nestabilnost nekaterih največjih bank in padec vrednosti vrednostnih papirjev na borzi so povzročali čedalje večje težave v gospodarstvu. Pretresi iz ZDA so se kmalu pojavili

tudi v Evropi in seveda tudi Slovenija ni bila izvzeta. Niti hitri ukrepi centralnih bank in vlad posameznih držav niso preprečili širitve finančne krize na gospodarstvo.

Tako se je finančna kriza in slabšanje svetovnega gospodarstva odražalo tudi na trgu nepremičnin. Obseg transakcij z nepremičninami se je bistveno zmanjšal glede na predhodna leta predvsem na račun strožjih bančnih posojilnih pogojev, kar pa še ne pomeni, da je povpraševanje po nepremičninah izginilo. Ljudje si še vedno želijo svoj dom, a zaradi trenutnih težav v gospodarstvu, na trgu dela in v finančnem sektorju, svoje nakupe prelagajo v prihodnost.

2 HIPOTETIČNI – METODOLOŠKI DEL

2.1 Opredelitev teme/problema magistrskega dela

Svet je danes pod vplivom dinamičnih sprememb, ki so posledica globalizacijskih procesov in omogočajo vedno večjo povezanost držav, tako na gospodarskem, političnem kot tudi na socialnem področju. Za temo magistrskega dela sem si izbrala Svetovna ekonomska in nepremičninska kriza v ZDA, Svetu in Sloveniji predvsem zato, ker zadnjih nekaj let skoraj da ne mine dan, da ne bi bila vsaj ena tema v časopisu, bodisi napisana bodisi povezana s svetovno ekonomsko krizo, ki jo preživljamo. Ker pa je ravno ta svetovna ekonomska kriza izbruhnila prav na trgu nepremičnin, sem si kot cilj svojega magistrskega dela zadala preučevanje razvoja in vpliva zadnje finančno-gospodarske oziroma svetovno-ekonomske krize na trg nepremičnin v ZDA, Svetu in Sloveniji. Torej, namen je prikazati in analizirati samo ozadje nastanka svetovne ekonomske krize in njen potek, kakšen je bil končni vpliv na nepremičninski trg v posameznih državah oziroma kako je finančno-gospodarska kriza vplivala na trg nepremičnin.

2.2 Raziskovalna hipoteza

Glede na sam cilj magistrskega dela sem si postavila naslednji hipotezi oziroma raziskovalni vprašanji:

RAZISKOVALNO VPRAŠANJE 1:

Kako je nepremičninska kriza v ZDA, Svetu in Sloveniji povezana s svetovno ekonomsko krizo?

RAZISKOVALNO VPRAŠANJE 2:

Kako so razmere na finančnih trgih vplivale na nepremičninski trg in obratno?

Prvo raziskovalno vprašanje, kako je nepremičninska kriza v ZDA, Svetu in Sloveniji povezana s svetovno ekonomsko krizo bom preverjala predvsem skozi celotno poglavje o sedanji finančno-gospodarski krizi ter tudi v poglavjih o trgu nepremičnin v ZDA in Sloveniji v obdobju ekonomske krize.

Drugo raziskovalno vprašanje, kako so razmere na finančnih trgih vplivale na nepremičninski trg in obratno pa bom preverjala in interpretirala prek področja o povezanosti samega finančnega in nepremičninskega trga. Pojasnjevala ga bom tudi v poglavju o trgu nepremičnin v ZDA v obdobju ekonomske krize in poglavja o trgu nepremičnin v Sloveniji v obdobju ekonomske krize.

2.3 Razdelava metodološkega okvirja preučevanja

Samo pisanje magistrske naloge bo temeljilo predvsem na deskriptivnem nekaj pa tudi na analitičnem pristopu (kvalitativni analizi).

Pri toereičnih izhodiščih je uporabljen deskriptivni pristop k raziskovanju, ki zajema naslednje metode: metodo deskripcije, metodo klasifikacije, komparativno metodo, zgodovinsko metodo in metodo kompilacije. Metoda deskripcije služi kot orodje za preučevanje in ponazarjanje dejstev glede samega razvoja svetovne in nepremičninske krize ter je v nalogi dopolnjena s pojasnjevanjem povezav med teoretičnimi izhodišči in praktičnimi primeri. Metoda klasifikacije je uporabljena predvsem z namenom klasifikacije določenih pojmov, medtem ko komparativna metoda služi za samo primerjavo med slovenskim, ameriškim in drugimi trgi ter za primerjavo nekaterih zgodovinskih in tekočih podatkov, ki so uporabljeni v delu. Zgodovinska (historična) metoda mi bo služila za preučevanje pojavov iz preteklosti, ker pa bom v nalogi uporabljala tudi spoznanja, stališča, sklepe in navedbe drugih avtorjev, bo deskriptivna metoda temeljila tudi na metodi kompilacije.

Delo se pri proučitvi primarnih in sekundarnih virov opira predvsem na strokovno literaturo domačih in tujih strokovnjakov, vire, prispevke in članke, v katerih so predstavljena najnovejša teoretična spoznanja z omenjenega področja. Podatki so pridobljeni predvsem prek elektronskih virov in neposredno od organizacij, ki se ukvarjajo s pripravo in obdelavo podatkov.

Magistrska naloga bo sestavljena iz uvoda, hipotetičnega oziroma metodološkega dela, kjer bo predstavljen njen namen, cilj ter hipoteze in metodologija naloge. Razdeljena je na sedem osrednjih poglavij in sklep.

Prvo od osrednjih poglavij bo namenjeno splošni opredelitvi finančne krize, predvsem, kako si različni avtorji, kot sta Mrak (2002) in Kindelberger (2005), razlagajo sam pojem finančne krize. Sledil bo opis različnih vrst finančnih kriz, razlogi zanje in njihova povezanost ter predstavitev modela za napovedovanje kriz (Demirguc-Kunt in Detragiache 1998).

Sledilo bo poglavje splošne opredelitve ekonomske krize, kjer bom opredelila pojma gospodarska in ekonomska kriza ter opisala vzroke za njuna nastanka. Po Haberlerju bom klasificirala faktorje, saj jih poznamo veliko, ki vplivajo na gospodarske cikle in ki se pojavljajo v različnih kombinacijah. Predstavila bom tudi različne teorije nastanka kriz – od monetarne teorije gospodarskega cikla, teorije hiperkumulacije ali čezmernih investicij, ki jo zagovarja veliko število avtorjev, med katerimi je najbolj znan Schumpeter, teorije premajhne potrošnje, psihološke teorije pa vse do keynesianske teorije, kjer tako kot pri vseh prejšnjih teorijah, različni ekonomisti različno vidijo vzroke za nastanek krize. Prav pri keynesianski teoriji trdijo ekonomisti, kot so Keynes, Harrod in Hicks, da je nastanek krize mogoče povezati z nerazumljivim zmanjšanjem potrošnje.

Peto poglavje bo namenjeno najpomembnejšim gospodarskim krizam 20. stoletja. Velika gospodarska kriza (1929–1940) predstavlja najhujšo in najobsežnejšo recesijo v 20. stoletju in jo zgodovinarji še vedno uporabljajo kot zgled za to, kako drastično lahko pade svetovna ekonomija. Od te najdaljše in najhujše gospodarske krize v Združenih državah Amerike je minilo že dobrih 80 let, pa vendar o vzrokih zanjo med ekonomisti po svetu ni enotnega mnenja. Prav tako bom opisala potek in vzroke za nastanek krize v letih 1974–1975 in zlom newyorške borze v letu 1987, pri kateri bom računalniško podprto borzno trgovanje bom podkrepila tudi s primerom. Sledil bo opis azijske finančne krize in zlom tehnološke borze Nasdaq (The NASDAQ Crash), kjer bom prikazala tudi zgodovinski graf borznega indeksa NASDAQ Composite, opisala, kakšni so bili razlogi za zlom ter predstavila mnenja strokovnjakov.

Šesto poglavje bo namenjeno predvsem sedanji ekonomski krizi. S pomočjo različnih statističnih podatkov, obstoječe literature, člankov in internetnih virov bom prikazala, najprej kakšno je bilo stanje gospodarstva v EU pred nastopom krize, kako sta povezana finančni in nepremičninski sektor, kako je nastala in se razvila sedanja svetovna

ekonomska kriza. Pojasnila bom tudi vzroke za nastanek finančne gospodarske krize v ZDA, in sicer tiste, ki so nastali na strani posameznikov oziroma gospodinjestev, na podjetniški ravni, na strani finančnih institucij in agencij ter na strani države.

V sedmem poglavju bom pojasnila pojma nepremičnina in na trg nepremičnin. Nepremičnino bom opredelila s pomočjo analize in z interpretacije primarnih virov, predvsem s pomočjo zakonov, ter skundarnih virov. Sledila bo predstavitev vloge države na nepremičninskem trgu, kakšni so njeni razlogi za poseganje na stanovanjsko področje, poglavje pa bom zaključila z zgodovinskim pregledom slovenskega trga nepremičnin.

Osmo poglavje bo namenjeno vplivu svetovne ekonomske krize na trg nepremičnin v ZDA, deveto poglavje pa preučevanju vpliva svetovne ekonomske krize na slovenski nepremičninski trg, kjer se bom osredotočila na njegovo strukturo. V nasprotju z nemškim trgom nepremičnin, kjer prevladujejo najemniška stanovanja, je na slovenskem trgu večji del lastniških stanovanj. Sledil bo del o financiranju v Sloveniji, ki se seveda razlikuje od financiranja v ZDA, saj pri nas trg drugorazrednih hipotekarnih posojil še zdaleč ni tako razvit kot v ZDA, kjer je to glavni razlog za nastanek krize. Pojasnjen je potek finančno-gospodarske krize v Sloveniji in kakšni so za zdaj ukrepi proti krizi. Zadnji del devetega poglavja bom posvetila samemu trgu nepremičnin od usodnega leta 2008 pa vse do danes ter prikazala določene primerjave z EU in ZDA.

3 SPLOŠNA OPREDELITEV FINANČNE KRIZE

Finančna kriza je ekonomski pojav, ki je še vedno predmet številnih strokovnih razprav. Posledično obstaja v literaturi več vzrokov za njihov nastanek in tako tudi več klasifikacij. V poglavju bom zato najprej opredelila sam pojem finančne krize, nadaljevala bom z razčlenitvijo kriz oziroma z vrstami finančnih kriz, ki jih bom tudi natančneje opredelila in navedla razloge zanje. Predstavila bom okužbe kot pojav, ki je s pojavom finančnih kriz tesno povezan, naredila pregled kriz skozi zgodovino in na koncu za boljše razumevanje opredelila še pojem gospodarske krize.

3.1 Opredelitev pojma finančna kriza

Čeprav je bilo na temo finančnih kriz napisanih že nešteto člankov, razprav in knjig, do danes v javnosti ni moč zaslediti ene same, splošne definicije omenjenega pojma, saj ga različni avtorji v svojih delih razumejo na več različnih načinov. Kljub temu pa obstajajo nekateri ključni elementi, ki so skupni vsem ali vsaj večini finančnih kriz. Mrak (2002, 573) v svojem delu navaja naslednje:

- nabiranje ekonomskih neravnotežij;
- napihnjene vrednosti premoženja posameznika in nerealni devizni tečaj domače valute;
- prisotnost slabosti finančnega sektorja in strukturnih problemov v državi;
- nenadna izguba zaupanja v domačo valuto in/ali domači bančni sistem;
- prekinjen dostop domačih subjektov do tujih virov financiranja;
- veliki padci vrednosti premoženja in propad številnih poslovnih subjektov, finančnih in nefinančnih.

Kindelberger (2005) pravi, da o finančni krizi govorimo, če v gospodarstvu pride do stanja, ko nekatere finančne institucije ali finančna sredstva naenkrat izgubijo veliko svoje vrednosti. V devetnajstem in na začetku dvajsetega stoletja so finančne krize mnogokrat sovpadale s panikami v bančnem sistemu, hkrati pa so se pojavile tudi mnoge recesije. Druge situacije, ki jim pravimo finančne krize, so tudi razni borzni zlomi, poki finančnih balonov, valutne krize in nezmožnost posameznih držav, da odplačajo državne obveznice ob njihovem dospelju.

Vendar pa je potrebno omeniti, da vsako neravnotežje še ne pomeni finančne krize, saj sta njena prisotnost in obseg odvisna od obsega ravnotežij, pa tudi od sposobnosti države, da omenjena neravnotežja zajezi oziroma ublaži (Mrak 2002, 573).

V zgodovini so se pojavljala različna krizna obdobja. Vsako krizno obdobje se je razlikovalo po določenih značilnostih. Glede na lastnosti, ki so se najbolj izražale v obdobju posamezne krize, so se prepoznale valutne, bančne in dolžniške krize (Mrak 2002, 573).

3.2 Vrste finančnih kriz in razlogi zanje

Čeprav se finančne krize v praksi bolj pogosto kot v »čisti« obliki pojavljajo v kombinaciji, s katero izmed ostalih finančnih kriz, je za boljše razumevanje smiselno pogledati nekatere elemente, ki zaznamujejo vsako izmed vrst.

3.2.1 Valutna kriza¹

Valutna kriza je bila sprva definirana kot kriza, ki je ponazarjala zlom valute. Kasneje pa je ožja definicija valutne krize upoštevala špekulativne napade na valuto. Običajno je bila domača valuta vezana na eno izmed tujih valut. Špekulativni napadi so pripeljali do devalvacije/depreciacije². Po širši definiciji je torej valutna kriza, kjer so vidni znaki špekulativnih namer na valuto in velika sprememba deviznega tečaja (Mrak 2002, 606).

Glede na to, ali pri definiciji upoštevajo samo uspešne špekulativne napade ali tudi neuspešne, sta se v literaturi uveljavili dve različni opredelitvi valutnih kriz. V prvo skupino spadata (Frankel in Rose 1996, 3), ki kot valutno krizo definirata vsak »zlom valute«, pri katerem znaša nominalna depreciacija valute v enem letu vsaj 25 odstotkov in je prisotno vsaj 10-odstotno povečanje depreciacije v primerjavi s predhodnim letom.

Po drugi strani Eichengreen et al. (1995, 35–36) v definiciji valutne krize združujejo visoko stopnjo depreciacije in špekulativne napade, ki so bili uspešno zatrti s strani

¹ V literaturi se izraza valutna kriza in kriza plačilne bilance pojavljata kot sopomenki, zato jih tako uporabljam tudi sama.

² Devalvacija: znižanje v zlatu ali tuji valuti izražene vrednosti domače valute; razvrednotenje
Depreciacija: padec, znižanje vrednosti; razvrednotenje (Mrak, 2002).

pristojnih institucij. Pri tem kot način za identifikacijo neuspešnih špekulativnih napadov predlagata ugotavljanje drastičnega padca stopnje rezerv in/ali povečanja stopnje obrestne mere. Podobno razmišljanje je moč zaslediti tudi pri ostalih avtorjih, ki uporabljajo to razširjeno definicijo valutne krize. Keminyski in Reinhart (1998, 9) kot merilo za merjenje stopnje oziroma resnosti valutne krize uporabljata povprečje zmanjšanja rezerv in realne depreciacije deviznega tečaja. V literaturi je za merjenje moči špekulativnega napada na valuto moč zaslediti tudi različne indekse, ki navadno predstavljajo tehtano povprečje sprememb deviznega tečaja ter deviznih rezerv in sprememb obrestne mere.

Skozi zgodovino preučevanja finančnih kriz so se oblikovale tri generacije modelov, ki skušajo pojasniti vzroke za njihov nastanek. Ker gre vsaj pri prvih dveh generacijah dejansko za razlago valutnih kriz, jih je smiselno prikazati v tem poglavju.

Prva generacija modelov

Tradicionalno teoretično ogrodje krize v tem modelu temelji na špekulativnih napadih. Trditev začetnih modelov je, da vlada izvaja nekonsistentno ekonomsko politiko v kombinaciji z režimom fiksnega deviznega tečaja, kar bo slej kot prej pripeljalo do zloma deviznega tečaja in krize nacionalne ekonomije, saj bo s takim ravnanjem dana izredno velika možnost špekulantom za hiter zaslužek in »krajo« deviznih rezerv (Oplotnik 2000, 637). Povedano drugače, veliki proračunski deficiti, ki jih je mogoče financirati z ekspanzivno denarno politiko, spremljani z zmanjševanjem deviznih rezerv, vodijo v špekulativni napad na domačo valuto in končno v valutno krizo, saj je obstoj nekonsistence³ med proračunskim deficitom in fiksnim deviznim tečajem pogojen s stopnjo rezerv (Mrak 2002, 608).

Druga generacija modelov

Modeli druge generacije ne predpostavljajo nekonsistentno vodene ekonomske politike, temveč samovzdrževano⁴ naravo kriz (*angl. self-fulfilling crisis*). V teh modelih opusti

³ Nekonsistenca lahko obstaja samo tako dolgo, dokler so devizne rezerve države dovolj visoke za vzdrževanje želene ravni deviznega tečaja domače valute.

⁴ Mrak (2002) uporablja izraz samoizpolnjujoča kriza.

centralna banka režim vzdrževanega deviznega tečaja takrat, ko stroški višjega domačega dolga ali nižjega BDP pretehtajo koristi, pridobljene z režimom (Oplotnik 2000, 638). Babić in Žigman (2000, 4) navajata tri razloge, zaradi katerih v skladu z modeli druge generacije pride do nastanka valutne krize:

- 1) koherentna samoizpolnjujoča pričakovanja (*angl. coherent self-fulfilling expectations*);
- 2) racionalno čredno obnašanje (*angl. rational herd behaviour*);
- 3) pojav okužbe⁵ (*angl. Contagion.*)

Osnovna značilnost takšne krize je, da se z devalvacijo/depreciacijo domače valute upravičijo pričakovanja trga. Druga značilnost modelov druge generacije je negotovost, saj je nemogoče napovedati, ali bo država v danem položaju zašla v krizo ali ne, kar je odvisno od spremembe v pričakovanju⁶ kreditorjev oziroma investitorjev. Modeli druge generacije v metodološkem smislu pomenijo pomemben doprinos k preučevanju valutnih kriz iz dveh razlogov:

- 1) vpeljave modelov multiplega ravnotežja⁷ in
- 2) ugotovitev, da na razvoj valutnih kriz poleg nekonsistentnosti države vpliva tudi panika na mednarodnih trgih.

Tretja generacija modelov⁸

Model tretje generacije je model, ki sledi Krugmanovi tradiciji in tradiciji modelov plačilno-bilančnih kriz druge generacije. Ne vključuje predpostavk o nekonsistentnosti ekonomske politike, ampak daje aktivno vlogo bankam in finančnim posrednikom v celotni krizi. Posredništvo pri kapitalskih transakcijah skupaj z ustvarjanjem visoko likvidnega finančnega trga dovoljuje možnost nenadnega umika tujih naložb iz države in nastanek kriz, čeprav samo po sebi ne povzroča krize.

⁵ Pojma 2) in 3) sta natančneje razložena v poglavju Okužbe.

⁶ Spremembe v pričakovanju so v tem primeru lahko posledica sprememb v ekonomskih temeljih države, preko pojava »okužbe« pa tudi posledica sprememb v kaki drugi državi.

⁷ V nasprotju z modeli prve generacije predpostavljajo linearen način obnašanja, predvidevajo torej, da bo do devalvacije valute prišlo z ali brez špekulativnega napada.

⁸ Za razliko od prvih dveh generacij modelov se modeli tretje generacije ne ukvarjajo več z valutnimi krizami, ampak obravnavajo finančne krize kot celoto in so nastali predvsem v luči azijske krize, ki je z že obstoječimi modeli ni bilo moč razložiti.

Čeprav so dela številnih avtorjev⁹, ki se tako ali drugače uvrščajo v tretjo generacijo modelov, koristni prispevki k preučevanju finančnih kriz, je moč zaslediti kritike, da ti prispevki niso tako revolucionarni, da bi jih ne bilo mogoče uvrstiti v prvo oziroma drugo generacijo modelov. Tako naj bi bilo ime tretja generacija neupravičeno (Mrak 2002, 608).

Na podlagi predstavljenih modelov lahko torej kot glavne spremenljivke¹⁰, ki pomembno vplivajo na nastanek valutnih kriz, izpostavimo sledeče :

- a) nekonsistentna državna politika,
- b) režim fiksne devizne tečaja,
- c) spremembe na mednarodnih trgih.

Na podlagi napisanega lahko zaključimo, da so valutne krize že desetletja predmet številnih ekonomskih razprav in teorij, ki skušajo tako ali drugače ugotoviti vzroke za njihov nastanek in poiskati rešitve za njihovo preprečevanje v prihodnosti. Kljub temu pa vsaj za enkrat še ni preprostega načina, s katerim bi se dalo finančne krize zaustaviti, njihove posledice pa se s procesom globalizacije zaostrujejo.

3.2.2 Bančna kriza

Bančna kriza se pojavi, ko dejanski ali potencialni navali na banke in/ali njihova nesposobnost rednega obnavljanja finančnih virov povzročijo nesolventnost in nelikvidnost bank. V njihovih portfeljih se znajdejo slabe naložbe, ki jim ne omogočajo rednega delovanja. Takrat ima država dolžnost ukrepati z različnimi oblikami pomoči. Če se kriza razširi na večje število bank, lahko v krizo zapadejo še drugi sektorji, še posebej trg vrednostnih papirjev (Mrak 2002, 607).

Pregled zgodovine bančnih kriz v zadnjih petnajstih letih kaže, da so bile v tem obdobju nenavadno pogoste in resne, kar še posebej velja za države v razvoju. Lindgren, Garcia in Saal (1996) kot bančno krizo definirajo primere, ko pride do množičnega dviga

⁹ Tako na primer Maskin in Xu (1999) preučujeta vpliv »mehkih proračunskih omejitev« (angl. *soft budget constraints*) na finančne in bančne krize, Miller in Luangaram (1998) na primeru azijske krize pojasnjujeta vpliv mehurčka (angl. *asset bubble*), Bisignano (1999) pa izpostavlja pomen moralnega tveganja.

¹⁰ Vpliv posamezne spremenljivke na nastanek finančne krize je prikazan v opisu modelov prvih dveh generacij finančnih kriz.

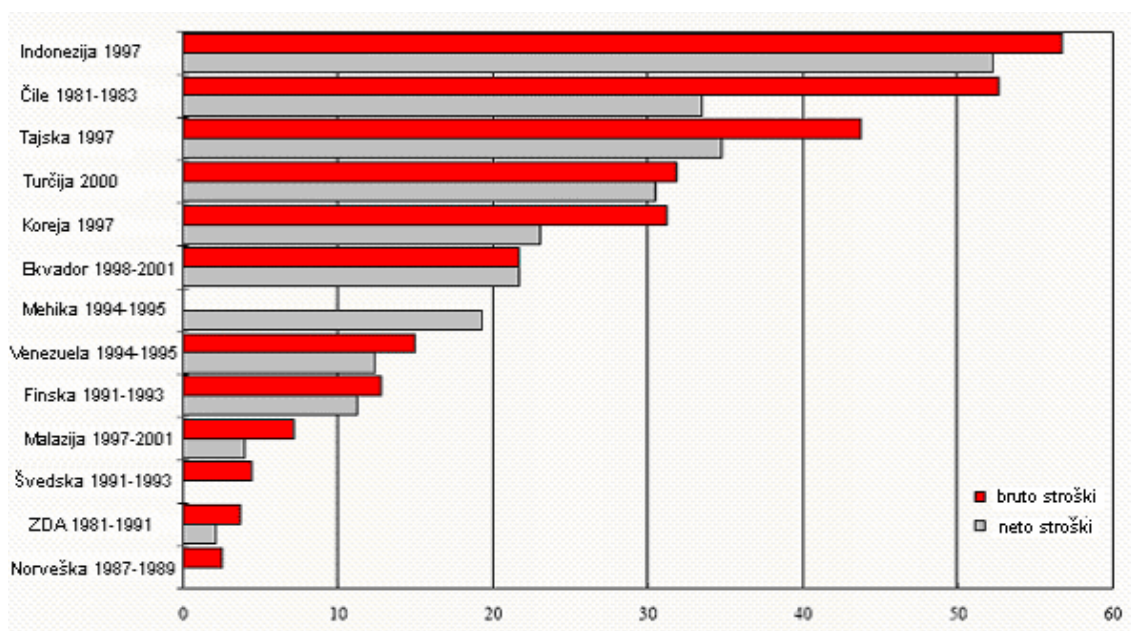
bančnih vlog (*angl. bank run*) ali ostalih znatnih portfeljskih sprememb, propada finančnih podjetij ali obsežnega posredovanja vlade. V svojem delu ugotavljajo, da je 73 držav članic Mednarodnega denarnega sklada v letih 1980–1996 izkusilo vsaj eno vrsto pomembnih problemov bančnega sektorja. Caprio in Klingebiel (1996) sta ob uporabi bolj preproste definicije bančnih kriz kot izrabo vsega ali večine kapitala bančnega sistema od leta 1980 naštel 69 bančnih kriz¹¹ (v Goldstein 1997, 3).

O resnosti omenjenih kriz priča podatek, da naj bi povprečni stroški bančnih kriz, v smislu stroškov reševanja izgube in zmanjšanja družbenega proizvoda, znašali več kot 8 odstotkov BDP-ja (Frydl 1999). Honohan (1996) pa v svoji študiji ocenjuje, da so se stroški reševanja bančnih kriz v državah v razvoju in tranzicijskih državah od leta 1980 približali 250 milijardam ameriških dolarjev. Razlog, da so stroški reševanja bank precej višji kot za ostala podjetja, leži v sistemu medsebojne povezanosti bank, ki ni značilen za podjetja v drugih industrijskih panogah.

Carstens, Hardy in Pazarbasioglu (2004, 6) so s pomočjo vzorca šestih držav Latinske Amerike, ki jih je v zadnjem desetletju zajela bančna kriza, prišli do naslednjih podatkov: znotraj enega leta od začetka posamezne krize se je javni dolg glede na BDP v teh državah povečal za 20 do 95 odstotkov; povprečno povečanje je znašalo 40 odstotkov. Začetni fiskalni stroški reševanja bančnih kriz v teh državah so predstavljali približno 20 odstotnih točk omenjenega povečanja. Slika 3.1 kaže neposredne fiskalne stroške reševanja bančne krize za posamezne izbrane države.

¹¹ Od tega 52 v državah v razvoju.

Slika 3.1: Neposredni fiskalni stroški izbranih kriznih držav kot odstotek BDP



Vir: Carstens, Hardy in Pazarbasioglu (2004, 6)

Pogostost in resnost bančnih kriz v državah v razvoju v zadnjih 20 letih sta privedli do vprašanja, kje leži vzrok za našteto. Raziskave so pokazale, da je razlogov več (Goldstein 1997):

1. Banke držav v razvoju delujejo v bolj negotovem okolju kot banke v industrijsko razvitih državah.
2. Naravnost bank, da v fazi zaleta poslovnega cikla zaradi ogromnih pritokov kapitala posojajo preveč svobodno, kar zaradi prevelike koncentracije kapitala na nepremičninskih in kapitalskih trgih vodi do večje izpostavljenosti krizam.
3. Neustrezna priprava na finančno liberalizacijo.
4. Močna državna vpletenost v bančni sektor in/ali ohlapen nadzor nad povezanimi posojili (*angl. connected lending*)¹².
5. Slabosti povezane z računovodskimi pravili, razkritji in pravnim ogrođjem.
6. Stimulacijski sistem, v katerem lastniki bank, njihovi managerji in kreditodajalci ne utrpijo »zadostne« izgube, če pripeljejo banko do nesolventnosti, davkoplačevalci in/ali nadzorniki bank pa ne uživajo ustrezne institucionalne zaščite pred pritiski v smeri opustitve tržnega nadzora oziroma popuščanja pri njegovem izvajanju.

¹² Pod pojmom povezana posojila razumemo posojila odobrena direktorjem in managerjem bank oziroma njihovim partnerskim podjetjem.

7. Slab informacijski sistem o kreditni sposobnosti strank s svojimi negativnimi posledicami na postopek ocenitve kakovosti kredita.
8. Sistem deviznega tečaja, ki v določenih primerih otežuje preprečitev nastanka krize in napore managerjev.

Čeprav so bančne krize v državah v razvoju bolj pogoste, pa tudi industrijsko razvite države niso imune na njih, kar jasno kaže primer Japonske leta 1997. Ne glede na to, kje se bančne krize pojavijo, pa so vedno povezane z visokimi stroški in prekinitvijo gospodarske rasti.

3.2.2.1 Povezanost finančnih kriz – kriza dvojčkov¹³

Pri krizi dvojčkov (*angl. twin crisis*) gre za povezavo med bančnimi in valutnimi krizami oziroma sočasno¹⁴ pojavnost le-teh. V literaturi obstaja vrsta teoretičnih modelov, ki pojasnjujejo omenjeno povezanost. Glede na smer poteka krize dvojčkov, ki jo zagovarjajo, lahko te modele razdelimo v tri skupine (Kaminsky in Reinhart 1999, 475):

1. Valutna kriza povzroči nastanek bančne krize

Zagovornik tega modela je James Stoker, ki pravi, da prvotni zunanji šok, kot je povišanje tuje obrestne mere v povezavi z režimom fiksnega tečaja, vodi do izgube rezerv. To bo, brez uspešne nevtralizacije, privedlo do kreditne omejitve, povečanega števila bankrotov in končno finančne krize.

2. Bančna kriza povzroči nastanek valutne krize

Velasco zagovarja nasprotno načelo, in sicer da problemi v finančnem sektorju vodijo do zloma valute. Do tega naj bi prišlo, ker centralna banka financira reševanje finančnih institucij, ki so se znašle v težavah, s tiskanjem denarja. Taka ekspanzivna denarna politika pa preko špekulativnih napadov vodi do zloma valute.

3. Valutna in bančna kriza imata skupne vzroke za nastanek

¹³ Herz in Tong v članku *The Interactions Between Debt and Currency Crises – Common Causes or Contagion?* (2003) opozarjata tudi na drugi tip kriz dvojčkov, in sicer na povezavo med dolžniškimi in valutnimi krizami, vendar za omenjeno povezanost najdeta šibke dokaze, zato jih ne bom posebej obravnavala.

¹⁴ Besedo sočasno je v tem primeru potrebno razumeti nekoliko bolj ohlapno, saj ne pomeni, da sta krizi nastali v istem trenutku, ampak v istem časovnem obdobju (*angl. episode*).

Tovrstni model je moč predstaviti s pomočjo inflacijsko stabilizacijskega načrta osnovanega na deviznem tečaju. Teorija in empirični dokazi namreč nakazujejo, da imajo tovrstni načrti natančno definirano dinamiko: zaradi postopnega približevanja inflacije mednarodnemu nivoju pride do znatne kumulative apreciacije realnega deviznega tečaja. Prav tako je v začetnih fazah načrta prisoten razcvet uvoza in ekonomske aktivnosti, financirano z zadolževanjem v tujini. Ko se začne primankljaj na tekočem računu povečevati, zavlada na finančnih trgih prepričanje, da je stabilizacijski program neravnotežen in spodbuja napad na domačo valuto. Ker je razcvet navadno financiran z večjim številom kreditov in si banke denar izposojajo v tujini, se bančni sistem, ko kapitalni pritoki postanejo odtoki in pride do zloma naložbenih trgov, zruši.

Izmed naštetih modelov avtorici zagovarjata drugega, ki pravi, da kriza plačilne bilance navadno sledi bančni krizi, kar kažejo tudi rezultati njune raziskave. Ugotavljata tudi, da vrh bančne krize navadno nastopi po začetku krize plačilne bilance.

Anatomija kriz dvojčkov nakazuje, da so nastale kot posledica istih makroekonomskih dejavnikov, in sicer (Banking Crises 2002):

- kriza dvojčkov nastopi, ko ekonomija zapade v recesijo oziroma ko začne ekonomska rast po dolgotrajnem razcvetu upadati;
- do razcveta je prišlo zaradi hitrega povečanja obsega kreditov in velikih kapitalskih pritokov;
- s približevanjem krize začne sposobnost poravnave implicitnih in eksplicitnih posojil s strani centralne banke vztrajno upadati;
- precejšenost domače valute, ki se odraža v zmanjšanju izvoza;
- pred nastankom krize je prišlo do zloma na borznih in nepremičninskih trgih zaradi pojava t.i. »počenega mehurčka« (*angl. bubble burst*)¹⁵;
- šibek bančni sektor.

Keminskyjeva in Reinhartova (1999, 476) sta preučili pojavnost kriz v zadnjih tridesetih letih in prišli do naslednjih rezultatov (Priloga 1). V sedemdesetih letih sta zasledili 26 valutnih kriz, a samo tri bančne krize, kar naj bi bila posledica visoko reguliranih finančnih trgov v tistem obdobju. Medtem, ko se število valutnih kriz na leto v

¹⁵ Gre za pojav, ko pride do umetnega napihovanja cen, kar lahko primerjamo z napihovanjem balona – preveč napihnjen balon poči, umetno visoko ustvarjene cene pa slej ko prej vodijo do zloma trga.

osemdesetih in devetdesetih ni drastično povečalo (s povprečno 2.60 na leto na 3.13 na leto), se je število bančnih kriz v obdobju po finančni liberalizaciji povečalo za več kot štirikrat. Glede na to, da je pogoj za nastanek krize dvojčkov sočasen obstoj valutne in bančne krize, lahko sklepamo, da so krize dvojčkov fenomen osemdesetih in devetdesetih let 20. stoletja, ko je bila pojavnost valutnih in bančnih kriz bolj enakomerna.

Pri krizah dvojčkov je potrebno izpostaviti dejstvo, da so stroški njihovega reševanja še precej višji kot stroški reševanja posameznih oziroma individualnih kriz. Tabela 3.1 s pomočjo različnih kriterijev prikazuje primerjavo med individualnimi krizami in krizo dvojčkov, iz katere je jasno razvidno, da se negativni učinki individualne krize pri krizi dvojčkov povečajo več kot za faktor 2, da torej povečanje ni sorazmerno, ampak eksponentno.

Tabela 3.1: Primerjava med stroški reševanja kriz dvojčkov in individualnih kriz

	Bančne krize		Krize plačilne bilance	
	Dvojčka	Individualna	Dvojčka	Individualna
Mera ostrosti	Dvojčka	Individualna	Dvojčka	Individualna
Stroški reševanja (odstotek BDP)	13.3	5.1*	N.r.	N.r.
Izguba rezerv (odstotek)	N.r.	N.r.	25.4	8.3*
Realna depreciacija (odstotek)	N.r.	N.r.	25.7	26.6
Skupni indeks	N.r.	N.r.	26.6	17.5

Opombe k tabeli 3.1:

Izguba rezerv pomeni procentualno spremembo stopnje rezerv v šestih mesecih pred krizo.

Realna depreciacija pomeni procentualno spremembo realnega deviznega tečaja (glede na dolar za države, ki imajo tečaj vezan na dolar, in na marko za države, ki so imele tečaj vezan na marko) v šestih mesecih, ki so sledili krizi.

Skupni indeks je netehtano povprečje izgube rezerv in realne depreciacije.

Kot *krize dvojčkov* so definirane krize, kjer je kriza plačilne bilance sledila bančni krizi v časovnem obdobju 48 mesecev.

* označuje, da je mera ostrosti individualne krize statistično drugačna od tiste pri krizi dvojčkov za stopnjo 5 odstotkov

N.r. pomeni *ni relevantno*.

Vir: Kaminsky in Reinhart (1999, 480)

3.2.3 Dolžniška kriza

Dolžniška kriza se pojavi, ko država ni več sposobna obnavljati starih kreditov¹⁶ in/ali zagotavljati svežih sredstev, zaradi česar je prisiljena, bodisi v razglasitev moratorija na odplačevanje kreditov tujini bodisi v koordinirano reševanje problema s tujimi upniki, in to v obliki prestrukturiranja obveznosti (Mrak 2002, 574).

Čeprav dolžniški problemi niso bili nov pojav, je dolžniška kriza osemdesetih zaradi svojega obsega spremenila dotedanji pogled na reševanje tovrstnih problemov. Vprašanje, ki je bilo prej obravnavano le z ekonomsko-finančnega vidika, je dobilo politično razsežnost, saj so se v reševanje krize, poleg mednarodnih finančnih institucij, kot je Mednarodni denarni sklad, vključile tudi večje države upnice, ki so tako skušale zaščititi svoje komercialne banke pred propadom in s tem zavarovati lastne interese. Tu je potrebno posebej omeniti Združene države Amerike, saj so bile te zaradi tradicionalne povezanosti z Latinsko Ameriko, ki jo je dolžniška kriza prizadela bolj kot večino ostalih regij, še toliko bolj izpostavljene nevarnostim ob morebitnem prenehanju odplačevanja dolgov s strani držav dolžnic. Izpostavljenost ameriških bank do latinskoameriških držav precej ilustrativno kaže Tabela 3.2.

Tabela 3.2: Izpostavljenost ameriških bank v razmerju do petih latinskoameriških držav (Argentina, Brazilija, Čile, Mehika, Venezuela) leta 1982

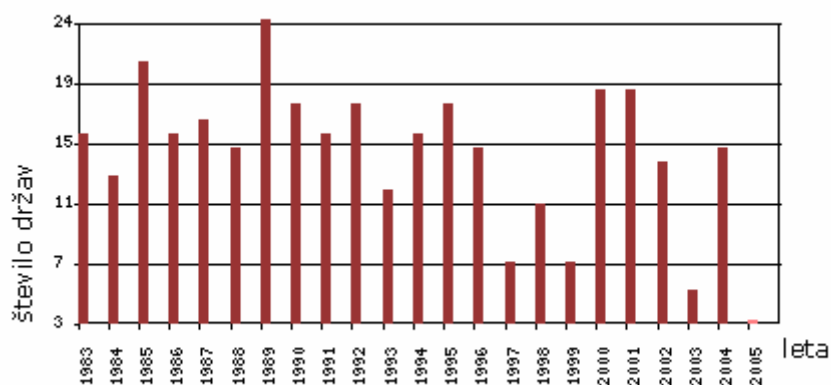
Banka	Terjatve kot odstotek kapitala
Manufacturers Hanover	262,8
Crocker National	196,0
Citibank	174,5
Chemical	169,7
Bank of America	158,2
Chase Manhattan	154,0
Bankers Trust	141,2
Morgan Guaranty	140,7

Vir: Pilbeam (1998, 411)

¹⁶ Naj na tem mestu izpostavim, da bom besedi kredit in posojilo obravnavala kot sopomenki. Čeprav je v literaturi moč zaslediti definicijo tako za eno kot za drugo besedo, je ta tako podobna, da je zelo težko potegniti jasno mejo med obema pojmom. Ribnikar (1999, 35) razliko razloži z besedami J. Pokorna: »Posojilo je samo kupčija, s katero se med strankami ustanovi kredit, to je kreditno razmerje. Takih pogodb je vse polno. Vsaka kupčija, pri kateri se stranki dogovorita, da bosta dajatev in nasprotna dajatev časovno razmaknjeni, ima za posledico, da nastane med strankami kreditno razmerje, ena stranka postane upnik, druga pa dolžnik. Posojilo je samo ena teh naštetih kreditnih kupčij, in sicer tista, katere vsebina in namen je samo kredit, to je medčasovna menjava in nič drugega«.

Osnovni mehanizem za sporazumno reševanje dolžniške krize je predstavljalo restrukturiranje dolgov, ki je v večji meri potekalo na osnovi multilateralnih pogodb znotraj dveh neformalnih klubov. V okviru **Pariškega kluba**, ki deluje že od leta 1956, gre za restrukturiranje tako imenovanih javnih bilateralnih dolgov. To so tisti dolgovi države dolžnice, ki so nastali na osnovi kreditov, dobljenih neposredno od vlad držav upnic, ter kreditov dobljenih od komercialnih bank, ki so jih le-te zavarovale pri svojih nacionalnih agencijah za zavarovanje pred nekomercialnimi tveganji (Mrak 2002, 590). Od začetka njegovega delovanja je bilo v okviru Pariškega kluba doseženih 391 sporazumov z 80 državami dolžnicami, vrednost dolga pokritega s temi sporazumi v zadnjih dvajsetih letih (od leta 1983 dalje) pa znaša 471 milijard dolarjev¹⁷. Sliki 3.2 in 3.3 prikazujeta število doseženih sporazumov oziroma vrednost pokritja dolgov od leta 1983 dalje.

Slika 3.2: Grafični prikaz števila sporazumov v okviru Pariškega kluba od leta 1983 dalje

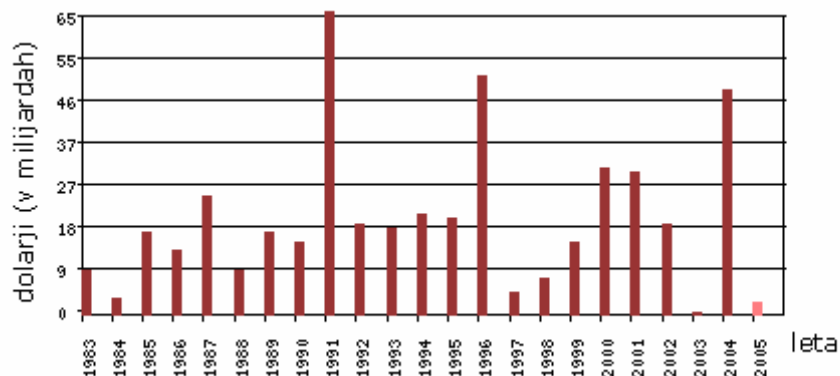


Vir: Paris Club (2005)

Kot je razvidno iz slike 3.2, je bilo največ sporazumov sklenjenih leta 1989, ko je bila uspešno rešena dolžniška kriza, v letu 1995 je šlo za reševanje mehiške krize, leta 2000 pa so bili sklenjeni sporazumi predvsem posledica reševanja ruske krize. Vrednostno isto zgodbo prikazuje slika 3.3, le da se tukaj vrhovi pojavljajo približno z zamikom dveh let glede na sliko 3.2 in predstavljajo časovno obdobje od sklenitve sporazumov, do pokritja dejanskih obveznosti, ki so bile predmet teh sporazumov.

¹⁷ Paris Club 2005

Slika 3.3: Grafični prikaz vrednosti pokritja dolgov v okviru Pariškega kluba po letih od leta 1983 dalje



Vir: Paris Club (2005)

Londonski klub je pričel z delovanjem v sedemdestih letih, od Pariškega kluba pa se loči predvsem po tem, da so predmet restrukturiranja izključno privatni dolgovi oziroma tisti krediti komercialnih bank, ki jih le-te niso zavarovale pri agencijah za zavarovanje pred nekomercialnimi tveganji v svojih državah (Mrak 2002, 591). Ta oblika je bila ob izbruhu dolžniške krize v osemdestih še posebej pomembna, saj je bila večina držav dolžnic zadolženih pri komercialnih bankah, s tovrstnim reševanjem problema pa je bilo moč restrukturirati večji obseg bančnih kreditov kot je bila praksa v preteklosti.

S časoma je postalo jasno, da zgolj restrukturiranje dolgov ne pomeni ustrezne rešitve krize. Tako je leta 1985 pod vplivom takratnega ameriškega finančnega ministra Jamesa Bakerja nastal tako imenovani Bakerjev program, ki je poleg strukturnih sprememb v gospodarstvih držav dolžnic in povečanja kreditiranja s strani mednarodnih finančnih institucij predvideval tudi povečanje kreditiranja s strani komercialnih bank. Slednje je postalo poznano pod različnimi imeni, vljudnostno kot »usklajeno kreditiranje«, jasneje povedano kot »neprostovoljno kreditiranje« in v večini primerov (s strani bančnikov) kot »prisilno kreditiranje« (Granville 2000, 26). Prav bančniki in banke so že sredi osemdesetih let sprevideli, da tudi Bakerjev program ne predstavlja ustrezne rešitve nastale krize. Posledično je na veljavi začel pridobivati nov mehanizem imenovani »sekundarni trg dolgov«, kjer so se dolgovi prodajali pod njihovo nominalno vrednostjo, banke pa so s povečanjem rezervacij za terjatve do držav dolžnic zmanjšale svojo ranljivost v primeru prezgodnje prekinitve odplačevanja.

Dokončen korak naprej je pomenil leta 1989 objavljeni Bradyjev program, s katerim je bila dolžniška kriza osemdesetih tudi formalno priznana kot kriza solventnosti (*angl. solvency*) in ne likvidnosti (*angl. liquidity*)¹⁸, kot je veljalo pred tem. S tem je prišlo tudi spoznanje, da je za izhod iz krize poleg kreditiranja in restrukturiranja dolgov, potreben delni odpis obstoječih dolgov.

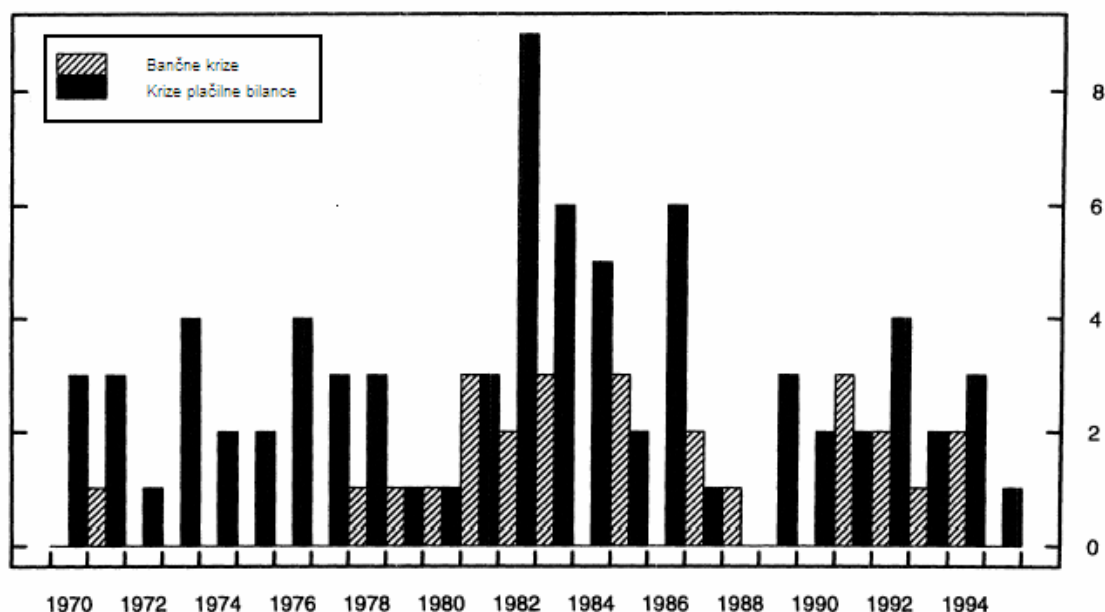
3.3 Okužbe

Okužbe so definirane kot proces, pri katerem kriza na enem trgu vpliva na stanje na finančnih, valutnih in/ali bančnih trgih. Santor (2003, 2–3) loči okužbe, povezane z ekonomskimi osnovami (*angl. Fundamental-based contagion*), in okužbe, povezane z investitorji (*angl. Investor-based contagion*). Prva opisuje šoke, ki prizadanejo trge zaradi medsebojnih ekonomskih povezav. Druga opisuje proces, s katerim se šoki, ki prizadanejo en trg, prenesejo na povezane trge, čeprav med njimi v samih temeljih ni dejanske povezave.

Dornbusch (2002, 6) pa pravi, da lahko zaradi finančne povezanosti med državami, finančna kriza v eni državi vodi do finančnih učinkov v drugih državah. Med te finančne učinke sodijo zmanjšanje komercialnih kreditov (*angl. trade credit*), neposrednih tujih naložb in ostalih kapitalskih tokov.

¹⁸ Pri tem likvidnost pomeni razpolaganje z denarjem (v podjetju, državi), medtem ko gre v primeru solventnosti za sposobnost z razpoložljivim denarjem pokriti obveznosti (podjetja, države) (Peterlin 1998, 89)

Slika 3.4: Grafični prikaz števila kriz na leto med letoma 1970–1994



Vir: Kaminsky in Reinhart (1996, 24)

V praksi obstajajo tri glavne poti, po katerih lahko propad ene banke v obliki okužbe vpliva na propad ostalih bank:

1. Ostale banke so lahko prizadete zaradi izpostavljenosti v plačilnem sistemu, znanem pod imenom sistemsko tveganje. Tako lahko propad banke, ki sodeluje v plačilnem sistemu, vodi do likvidnostnih težav bank, ki niso pravočasno prejele pričakovanih plačil;
2. Propad bank se lahko prenese prek medsebojne izpostavljenosti bank na medbančnem trgu, kjer si banke z manj likvidnimi sredstvi mnogokrat le čez noč izposojajo sredstva pri bankah s presežkom le-teh. Ker je večina teh posojil sklenjena brez poročila in glede na obseg sredstev, ki se na ta način pretakajo med bankami, je jasno, da lahko nezmožnost banke, da poplača svoje obveznosti, vodi do problemov in propada ostalih bank;
3. Zaradi propada ene banke lahko začnejo komitenti in ostali zastopniki ponovno ocenjevati uspešnost poslovanja ostalih bank. Čeprav je bil ta način okužbe bolj značilen za 30. leta dvajsetega stoletja kot za moderno bančništvo, ne gre zanemariti ideje, da lahko propad ene banke razkrije informacije o potencialnem

propadu drugih bank, saj je lahko vpliv črednega vedenja (*angl. herding behavior*)¹⁹ na informacije zelo pomemben, ko govorimo o finančnih trgih.

3.4 Napovedovanje kriz

V literaturi torej obstaja veliko opredelitev termina finančna kriza, ni pa neke strogo določene, splošno sprejete definicije. Verjetno je razlog predvsem v tem, da imajo krize različne vzroke za nastanek in se poleg tega pojavijo še v razmerah, ki so vedno svojevrstne.

Sledeči indikatorji so sestavni del poizkusa, s katerim sta ekonomista Demirguc in Detragiache skušala zasnovati model, ki bi finančne krize napovedoval, oziroma bi jih bolj predvidel (Demirguc-Kunt in Detragiache 1998). Model sloni na naslednjih dejavnikih:

- *Makro*: rast BDP, spremembe v pogojih menjave, realne obrestne mere, inflacija, deprecijacija menjalnega tečaja in vladni presežek/BDP.
- *Finančni*: M2/zunanje devizne rezerve, rast zadolženosti/BDP, bančni denar/bančna sredstva, privatni krediti/BDP
- *Institucionalni*: BDP na prebivalca, prisotnost ali odsotnost določenega jamstva hranilnih vlog, indeks pravne razvitosti, ki služi kot zagotovilo, da se bodo izpolnile razne pogodbene obveznosti.

Model se je izkazal za precej uspešnega, saj se da z njim pojasniti 70 odstotkov kriz nastalih do leta 1994, zmotno pa ugotovi razmere za nastanek kriz le v 15 odstotkih.

¹⁹ O črednem obnašanju in njegovem vplivu na finančne krize govorita tudi Chari in Kehoe (1997, 16). V svojem delu pravita, da lahko nesoglasja na mednarodnih finančnih trgih v smislu nepopolne delitve informacij in ko-ordiniranega sprejemanja odločitev med investitorji ne sprejemajo odločitev o investicijah simultano. Nasprotno Cole in Kehoe (1996) kot glavni razlog za nastanek finančnih kriz izpostavljata ravno simultano odločanje investitorjev.

Tabela 3.3: Porazdelitev finančnih kriz po državah v obdobju 1893–1998

Država	Valutne krize	Bančne krize	Dvojne krize
Argentina	19	8	4
Avstralija	7	2	0
Belgija	5	5	0
Brazilija	13	9	3
Kanada	10	1	0
Čile	10	5	1
Danska	8	6	2
Finska	7	5	3
Francija	9	6	0
Nemčija	5	3	1
Grčija	7	1	1
Italija	8	8	1
Japonska	7	4	0
Nizozemska	6	3	1
Norveška	4	5	1
Portugalska	6	5	2
Španija	8	5	1
Švedska	5	5	2
Švica	4	2	0
Velika Britanija	11	1	0
ZDA	7	9	2
Vse države	166	98*	25

Opomba: * V viru je bila na tem mestu storjena napaka. Pravilna številka je 99.

Vir: Dungey in Lestano (2005, 15)

4 SPLOŠNA OPREDELITEV EKONOMSKE KRIZE

Glede na to, da se finančna in ekonomska kriza prepletata in nekako združujeta pojem gospodarska kriza, bom na kratko opisala tudi slednjo. Nadaljevala bom z opisom pojma ekonomske krize, opisala vzroke in klasifikacijo faktorjev ter zaključila z različnimi teorijami nastanka ekonomskih kriz.

4.1 Opredelitev pojma gospodarska kriza

Gospodarska kriza je stanje, ki nastopi zaradi nenadnega padca gospodarske aktivnosti. Gospodarstvo v krizi se sooča s številnimi težavami. Gospodarska aktivnost se v krizi upočasni, posledica je padec dohodka prebivalstva ter domačega povpraševanja. Zaradi zmanjšane povpraševanja se na trgu pojavi presežna ponudba dobrin in storitev. Podjetja se soočajo s presežnimi zalogami, zato so prisiljena zmanjšati proizvodne zmogljivosti. To povzroči zmanjšanje obsega proizvodnje ter odpuščanje presežne delovne sile. Posledica je padec bruto domačega proizvoda ter višja brezposelnost. Slednja predstavlja velik ekonomski in socialni problem. Ekonomski problem so neizkoriščeni viri ter visoke izgube bruto domačega proizvoda, socialni problem pa je psihološki vidik brezposelnih (Samuelson in Nordhaus 2002, 564).

Padec gospodarske aktivnosti ima lahko velik vpliv tudi na splošno raven cen. Tako se v primeru padca agregatnega povpraševanja²⁰ pojavijo pritiski na znižanje splošne ravni cen (deflacija). Za podjetja padec agregatnega povpraševanja predstavlja padec prihodkov ter zvišanje stroškov. Da bi ohranila tržni delež in obseg prodaje, znižajo cene proizvodov in storitev. Za trg to predstavlja padec investicijske aktivnosti, naraščanje brezposelnosti ter padec bruto domačega proizvoda. Na drugi strani se zaradi padca agregatne ponudbe²¹ lahko pojavijo pritiski na zvišanje splošne ravni cen (inflacija). Podjetja zaradi višjih stroškov (npr. zaradi višjih cen surovin) zvišajo cene

²⁰ Agregatno povpraševanje (AD) je celotna agregatna količina outputa, ki so ga potrošniki pripravljeni kupiti pri dani ravni cen in drugih konstantnih dejavnikih. AD so želeni izdatki v vseh sektorjih: potrošnji, zasebnih domačih naložbah, vladnih nakupih dobrin in storitev ter neto izvozu (Samuelson in Nordhaus 2002, 439)

²¹ Agregatna ponudba (AS) se nanaša na celotno količino dobrin in storitev, ki so jih podjetja pripravljena proizvesti in prodati v danem obdobju. AS je odvisna od ravni cen, proizvodnih zmogljivosti gospodarstva in ravni stroškov (Samuelson in Nordhaus 2002, 381)

proizvodov in storitev, vendar obseg proizvodnje ostane enak ali se celo zmanjša. To vodi v padec bruto domačega proizvoda ter povečanje brezposelnosti.

Kot sem že omenila, je za gospodarsko krizo značilen močan padec bruto domačega proizvoda. Bruto domači proizvod (BDP) je mera tržne vrednosti vseh končnih dobrin in storitev, ki so proizvedene v neki državi v danem letu (Samuelson in Nordhaus 2002, 375). Posledica krize so visoka odstopanja dejanskega od potencialnega bruto domačega proizvoda, to je od maksimalne količine, ki jo gospodarstvo proizvede pri sprejemljivi stopnji inflacije (Samuelson in Nordhaus 2002, 375). Gospodarska kriza lahko gospodarstvo privede v recesijo ali celo depresijo. Recesija pomeni zmanjšanje realnega bruto domačega proizvoda za dva ali več zaporednih četrtnetij, medtem ko depresija predstavlja daljše obdobje, ki ga označuje visoka brezposelnost, nizek končni izid in investicij, poslabšan poslovni optimizem, padajoče cene in pogosti stečaji (Samuelson in Nordhaus 2002, 740).

Gospodarska kriza močno vpliva tudi na poslovni optimizem oz. pesimizem. Padec gospodarske aktivnosti za podjetje pomeni padec prodaje in dobičkov ter naraščanje stroškov. Podjetja so prisiljena v zmanjšan obseg investicij v nove proizvodne procese, podružnice in opremo ter v odpuščanje visokokvalificirane delovne sile. S tem motivacija pada, poslovni pesimizem pa zaradi negotove prihodnosti narašča.

4.2 Opredelitev pojma ekonomska kriza

Ekonomska kriza je po definiciji točka v cikličnem gibanju gospodarstva, v kateri pride do vrhunca motnje produkcije, ki se najprej odrazi v ekonomiji, kasneje pa zajame vse sfere družbenega življenja. V predkapitalističnem obdobju je bila ekonomska kriza posledica premajhne proizvodnje, slabih letin itd., v novejšem času pa obstaja več teorij, ki razlagajo nastanek in pojav ekonomskih kriz (Srđić 1975, 281–284).

Od nastanka svetovnega industrijskega kapitalizma je bilo natanko dvaindvajset kriz hiperprodukcije, ki so se pojavile v dokaj rednih intervalih, in sicer so krize nastopile v letih 1825, 1836, 1847, 1857, 1873, 1882, 1891, 1900, 1907, 1913, 1921, 1937, 1949, 1953, 1958, 1961, 1971, 1974.75, 1987 in konec devetdesetih let (Mandel 1986, 31).

4.3 Vzroki in klasifikacija faktorjev

Bistvo ekonomskega cikla praviloma ni mogoče pojasniti na osnovi enega samega dejavnika, saj nanj vpliva mnogo vzrokov, ki zajemajo skoraj vse dele ekonomije. Gospodarski cikli zajamejo ne samo zelo razvite države, ampak tudi gospodarsko manj razvite. Imamo veliko število faktorjev, ki vplivajo na gospodarske cikle in ki se pojavljajo v različnih kombinacijah.

Dejavnike lahko različno klasificiramo. Glede na učinke in njihovo aktivnost jih lahko klasificiramo na **aktivne** in **pasivne**. Tako naj bi bile investicije, žetev in spremembe povpraševanja aktivni dejavniki, medtem ko so institucionalne okoliščine pasivni dejavnik.

Po Heberlerju (2001, 38) se faktorji delijo na tiste, ki jih lahko kontroliramo, in tiste, ki jih ne moremo obvladovati. Primer, ki ga ne moremo obvladovati, je vreme, medtem ko institucionalno ureditev na drugi strani lahko. Obstajajo še drugi faktorji, ki bi jih sicer lahko kontrolirali (invencije, razdelitev, poraba dohodka), pa jih v kapitalizmu ne, ker bi s tem okrnili svobodo zasebne iniciative in odločanja.

Nadalje Haberler loči faktorje, ki se pojavljajo znotraj ekonomskega sistema, in tiste, ki se pojavljajo zunaj njega. Vojne, iznadbe, spremembe žetve in povpraševanje glede na potrebe so primeri zunanjih vzrokov. Spremembe proizvodnje, cene in povečano povpraševanje po kapitalnih dobrinah, ki sledi povpraševanju po potrošnih dobrinah, pa so ekonomski ali notranji vzroki.

Na enak način loči tudi **eksogene** in **endogene** faktorje. Eksogene teorije temeljijo npr. na sončnih pegah, invencijah itd., medtem ko temeljijo endogene na notranjih ekonomskih faktorjih. Včasih je le-te med seboj težko razlikovati. Če se obrestna mera (v bančnem sistemu) zviša, bi lahko šteli, da gre za eksogeni faktor. Toda do istega rezultata pride, če ne zviša obrestne mere banka, ampak povečano povpraševanje po kreditih. Vprašanje je, ali gre v tem primeru za endogeni ali eksogeni faktor.

4.4 Različne teorije nastanka ekonomskih kriz

4.4.1 *Monetarna teorija gospodarskega cikla*

Pri monetarni teoriji se gospodarski cikli pojasnjujejo na podlagi gibanja količine denarja. V času prosperitete se količina denarnih transakcij poveča, v depresiji se zmanjša. Gre za spremembe količine denarja (M) in denarne hitrosti (V). Tako so monetaristi prepričani, da so gospodarski cikli povsem monetarni fenomen. Spremembe v denarnem toku so edini in zadostni vzrok za spremembe v ekonomski aktivnosti. Ko povpraševanje po blagu v denarnih enotah narašča, postane gospodarska aktivnost živahna, ko se povpraševanje v denarnih enotah zmanjša, se aktivnost zniža.

In kako pride do ekonomske krize po tej teoriji?

Prosperiteta vodi k zviševanju cen in zviševanju profitov. Pričakovanje nadaljnjega dviga cen stimulira ljudi k povečevanju zalog, da bi lahko še participirali pri dobičku. Tako je kumulativni proces ekspanzije akcelерiran s kumulativnim dvigom cen. Poleg tega pa je prisotno še nestabilno obračanje denarja, prav tako se poveča obtočna hitrost. Ta nestabilnost hitrosti denarja dodatno vpliva na gospodarsko aktivnost. Prosperiteta se neha, ko se neha kreditna ekspanzija.

Prenehanje kreditne ekspanzije v bistvu pomeni kontrakcijo, kajti prej je ekspanzija imela določeno hitrost, ki se zdaj poruši in obrne v nasprotno smer. Na ta proces se ne more vplivati, kajti dokler imamo opraviti z restrikcijami pri ekspanziji kreditov (zlata podlaga ali druge), so banke prej ali slej prisiljene zmanjšati kredite. Pri ekspanziji se gotovina skoraj v celoti dvigne iz banke, ker se izplačuje za mezde. Medtem pa centralna banka, da bi ohranila zamenljivost denarja, komercialnim bankam preneha dajati gotovino, zato so te prisiljene zmanjšati kredite. Gotovina se zaradi časovnega odloga pri prebivalstvu še povečuje, čeprav se je ekspanzija kreditov že končala. To povzroči, da banke kredite še znižujejo in tako nastopi začetek depresije (Haberler 2001, 15). Za to depresijo je značilno, da je kumulativna. Ko se začnejo cene zniževati, pričakujejo trgovci, da se bodo še naprej zniževale. Zato poskušajo znižati svoje zaloge in zmanjšati naročila pri produktivnih kapitalistih. To znižuje dohodke in končno znižuje tudi povpraševanje. Proces teče zdaj v obratno smer.

V depresiji se posojila likvidirajo in denar odteče nazaj v banke. Rezerve postanejo normalne in se počasi povečujejo, zato se obresti znižajo na najnižjo raven. Ker med ljudmi prevladuje pesimizem, jih te nizke obresti praviloma ne vzpodbujajo, da bi si sposojali denar. Kljub temu vedno obstaja nekaj ljudi, ki so si pripravljeni denar izposoditi in ti potegnejo sistem z mrtve točke. Če do spremembe ne pride, pa ima centralna banka še drugo možnost, ki jo uporabi, da bi povečala ekspanzijo kreditov. Na odprtem trgu začne kupovati vrednostne papirje in tako daje gotovino v sistem. Prej ali slej ta denar najde potrošnika in se kot izdatek pojavi na trgu in s tem spodbuja produkcijo. Na podlagi tega lahko pričakujemo, da bodo običajni bančni ukrepi (diskont, nakup papirjev) povzročili oživitev aktivnosti (Norčič 2000, 204–206).

Centralna banka pa ima na razpolago še en instrument za dvig ravni ekonomske aktivnosti – »umetno« zniževanje obrestnih mer. S tem so posojila še ugodnejša, denar, pridobljen iz kreditov pa spodbudi večjo potrošnjo in večje investicije, kar pripelje do oživljanja gospodarstva.

4.4.2 Teorija hiperkumulacije ali čezmernih investicij

To teorijo zagovarja veliko število avtorjev, od katerih je najbolj znan Schumpeter. Ti v center postavljajo ekspanzijo dejavnosti, ki producirajo kapitalne dobrine. Prepričani so, da so v ciklu neprimerno bolj prizadete tiste dejavnosti, ki producirajo kapitalne dobrine, kot pa tiste, ki producirajo potrošne dobrine. Po mnenju avtorjev gre za neravnotežje v prosperiteti. Realni vzrok za krizo je neusklajenost v strukturi produkcije in ne zgolj v pomanjkanju denarja. Po tej teoriji fluktuacije investicije povzročajo fluktuacije v potrošniškem dohodku in ne obratno.

Vzroki za nastanek hiperkumulacij so:

- Monetarni vzroki: razlika med tržno in naravno obrestno mero, pri čemer je naravna obrestna mera tista, ki izenači tok ponudbe prihrankov s tokom povpraševanja po posojilnem kapitalu;
- Nemonetarni vzroki: nove invencije, odkritja trgov, nove žetve.

4.4.3 Teorija premajhne potrošnje

Teorija, ki ima kar dolgo zgodovino, se je začela z Lauderdaleom, Malthusom in Sismondijem. Glavni vzrok vidijo avtorji v premajhnem denarnem dohodku ali izdatkih, vendar pa med njimi vseeno obstajajo kar velike razlike.

Hobson in Foster vidita vzrok v prevelikem varčevanju. To nastopi zaradi tega, ker imamo opraviti z neenakomerno distribucijo dohodka. Tisti, ki dobivajo prevelike dohodke, so krivi za čezmerno varčevanje. Prihranki lahko pripeljejo do depresije, ker ne najdejo poti do investicij.

Kriza lahko nastopi tudi zaradi premajhnega povpraševanja potrošnikov. Ravnotežje bi se lahko vzpostavilo s povečanjem mezd in znižanjem profitov. To pomeni, da bi se morala znižati stopnja varčevanja in povečati stopnja potrošnje. Po Ledererju (1925, 139) do krize privedejo čezmerne investicije. Te so se financirale iz velikih profitov, ki so se izplačevali na račun mezd. Ta razlaga je blizu monetarni inačici krize hiperkumulacije, kjer gre za prisilne prihranke. Če bi mezde rasle sorazmerno s cenami in profiti, ne bi prišli do prisilnega varčevanja. Tako pa je odlog v rasti mezd zelo pomemben faktor v pospeševanju kumulativnega procesa ekspanzije. Polet bi lahko preprečili, ali z zviševanjem mezd ali z višanjem obrestne mere. V tem smislu sta teorija premajhne potrošnje in monetarna teorija hiperkumulacije komplementarni teoriji. Razlika je v pojasnjevanju zloma. Pri hiperkumulaciji je krivda na strani kredita, zagovorniki teorije premajhne potrošnje pa valijo krivdo na velike profite in prihranke, ki iz tega izvirajo. Krizi bi se lahko izognili v primeru, da bi se lastniki odločili za potrošnjo namesto za investicije (Allgoewer 2002, 27–31).

4.4.4 Psihološka teorija

Ta teorije temelji na tipičnih »psiholoških reakcijah« podjetnikov in varčevalcev. To so reakcije, ki se konvencionalno imenujejo »psihološke«. Toda v resnici gre za manjše razlike med to teorijo in tistimi, ki sem jih predstavila do zdaj. Med zagovornike te teorije spadajo Pigou, pa tudi Mitchell, Robertson in Spiethoff, ki dajejo poudarek psihološkemu faktorju. Psihološki dejavnik pride v poštev, kadar govorimo o predvidevanjih in pričakovanjih. Kakor hitro vključimo pričakovanje, imamo opraviti z

negotovostjo. Ta je toliko večja, kolikor je daljše razdobje, v katerem se kapital nalaga, in kolikor trajnejše so kapitalne dobrine. Avtorji menijo, da so v teh primerih nekatera ekonomska dejstva neopazna, zato sta pomembna optimizem in pesimizem. Tako naj bi bili ljudje bolj optimistični v času prosperitete, pesimistični pa v času depresije. V prvem primeru bolj svobodno in pogumno nalagajo kapital, v drugem primeru pa se obotavljajo. Optimizem in pesimizem dobesedno smatramo za vzrok večjega ali manjšega investiranja. Pri tem gre še za druge sile, ki vplivajo na pospeševanje ekspanzije. To sta nizka obrestna mera in investicijske možnosti. Kljub temu imajo psihološke reakcije svoj učinek. Te se hitro spreminjajo, ker niso tako rigidne kot ekonomski dejavniki. Ko se spremenijo npr. obresti, povpraševanje ali tehnologija, ni mogoče samo na osnovi tega predvidevati, kakšna bo jakost reakcije. Ta je odvisna od psiholoških faktorjev, ki so odvisni od družbenopolitične klime. Psihološki faktorji se pojavljajo kot optimistično ali pesimistično pretiravanje.

Če rast cen traja predolgo, ljudje pričakujejo, da bodo le-te še naraščale. To pa vodi k presežnemu vrednotenju dohodka kapitala (Norčič 2000, 213).

4.4.5 *Keynesianska teorija*

Ekonomisti, ki se uvrščajo v ekonomsko šolo Keynesiancev (Keynes, Harrod, Hicks) so trdili, da je nastanek krize mogoče povezati z nerazumljivim zmanjšanjem potrošnje. Pri tej potrošnji mislijo tako na investicije kot tudi na osebno porabo. Premajhna poraba naj bi nato vodila podjetja k vedno nižjim profitnim stopnjam, kar naj bi pripeljalo do nižje ekonomske aktivnosti. Keynesianci še dodajajo, da ekonomska aktivnost doseže svoj vrh dejansko vsaj dva meseca pred borznim zlomom in s tem dokazujejo, da je borzni zlom le posledica, ne pa vzrok ekonomske krize. Več o tej teoriji bom predstavila v naslednjem poglavju.

5 NAJPOMEMBNEJŠE GOSPODARSKE KRIZE 20. STOLETJA

Tabela 5.1: Najpomembnejše svetovne gospodarske krize 20. stoletja

1919–1921	Kriza po 1. svetovni vojni
1929	Veliki borzni zlom – (The Great Crash)
1929–1939	Velika ekonomska kriza (The Great Depression)
1960	Recesija v ZDA
1965	Recesija na Japonskem
1966–1967	Recesija v Nemčiji
1973–1975	Naftna kriza
1974–1975	Ekonomska kriza
1979	Energetska kriza
1987	Kolaps Newyorške borze
1990	Prodajno posojilna kriza (Sales & Loan Crisis)
1992	Švedska kriza in napad na angleški funt (Black Wednesday)
1995	Argentinska kriza
1997–1998	Azijska finančna kriza
1998	Ruska »Ruble« kriza
1999	Borzni zlom Nasdaq indeksa (Nasdaq Crash)
2000–2001	Pok tehnološkega balona (dotcom bubble burst)
2001	Napad 11. septembra (September 11th Attack)

Vir: Martinčič (2009, 3)

5.1 Velika gospodarska kriza (The Great Depression) – 1929–1940

Velika gospodarska kriza oz. **velika depresija** (*angl. The Great Depression*) je bilo obdobje vsesvetovne gospodarske recesije, ki se je pričelo leta 1929 in končalo v poznih 30. letih (ponekod v zgodnjih 40.). To je bila najhujša in najobsežnejša recesija v 20. stoletju, ki jo zgodovinarji še vedno uporabljajo kot zgled za to, kako drastično lahko pade svetovna ekonomija. Od te najdaljše in najhujše gospodarske krize v Združenih državah Amerike je minilo že dobrih 80 let, pa vendar o vzrokih zanjo med ekonomisti po svetu ni enotnega mnenja. Nekaj enotnosti je v literaturi o posledicah te hude gospodarske katastrofe iz prve polovice prejšnjega stoletja. V tistem času so obstajali

»namigi«, da je kriza posledica očitnih slabosti mehanizma kapitalističnega sistema, vendar do glasnejših kritik ni prihajalo. Še več, po drugi svetovni vojni so te kritike označili za pretirane in histerične, saj so industrializirane države nadaljevale z izjemno rastjo, ekonomska profesija pa je postala vse bolj in bolj prevzeta s keynesiansko teorijo (*angl. keynesian economic theory*) (Kopriva 2009, 7).

5.1.1 Keynesianska in monetaristična razlaga Velike depresije

Keynesianska razlaga

Način reševanja kriz, tako recesij kot tudi depresij, so še v sodobnosti, dobrih šest desetletij po Keynesovi smrti, tesno povezani z njegovo teorijo. Po udaru Velike depresije je bila dolžnost ekonomistov, da pojasnijo, zakaj je do nje prišlo, in predlagajo načine, kako se bo svet rešil iz nje. Strokovnjaki so bili prepričani, da mora nekaj tako velikega in hudega, kot je tedanja kriza dejansko bila, imeti zelo resen kompleksen vzrok. Keynes je takrat ponudil izjemno lahko in nezapleteno razlago, ki jo je celo predlagal takratnemu ameriškemu predsedniku Franklinu Rooseveltu. Ta pa ga je menda zavrnil, češ, da je njegov predlog prelahek (Kangas 1997, 3–7).

Keynes gospodarske krize razlaga takole. V »normalni« ekonomiji je nivo zaposlenosti visok, vsi ljudje trošijo svoj denar povsem običajno. To pomeni, da v gospodarstvu obstaja določen krožni tok denarja, ki »poskrbi«, da moje trošenje pomeni nekomu drugemu dobiček in obratno, ko nekdo drug troši, posledično prihodek dobivam jaz. Problem nastane, ko zaradi takih ali drugačnih razlogov v gospodarstvu zavlada nezaupanje, preplah, panika. Pričakujoč slabe čase začnem »zategovati pas« in vestno varčevati denar. Posledica mojega početja se pozna, ker nekdo drug zaradi tega ne dobiva več denarja z moje strani in tudi sam zaradi poslabšane situacije začne varčevati. Najino skupno početje povzroči torej začaran krog.

Zdravilo za to je po Keynesovem mnenju, da centralna banka poveča ponudbo denarja. Ko država spusti več denarja med potrošnike, povrne zaupanje, ljudje začnejo zopet normalno zapravljati in krožni tok denarja je ponovno vzpostavljen. Zveni seveda nadvse preprosto in tako je bilo očitno tudi za takratno politiko. Če je torej slednja teorija dejansko rešitev težav v času recesije, kaj potem velja za obdobje depresije? Po

Keynesovem mnenju naj bi bile depresije nič drugega kot recesije, ki so obtičale v tako imenovani likvidnostni pasti (*angl. liquidity trap*). Ta nastane, kadar se ljudje s potrošnjo svojih sredstev ne odzovejo, niti ko država poskuša z različnimi vzvodi povečati ponudbo denarja. V takih primerih Keynes verjame, da je prava rešitev, da država počne to, kar potrošniki ne in to je, da troši. Za to fazo, ki je nekako poslednji poskus države, da vzpostavi normalni denarni tok, obstaja tudi znamenita Keynesova fraza »priming the pump« (Keynes 1936).

Še nekaj o problemu trošenja potrošnikov. Obstaja mnogo razlag, zakaj ljudje prenehajo trošiti denar, ko gospodarstvo ne deluje tako, kot bi moralo. Lahko je zaradi pomanjkanja zaupanja v gospodarstvo, ki ga povzroči kakšen viden pretres, na primer velik padec borznih trgov. Lahko je naravna katastrofa, množičen upad zaposlenosti, težave v kakšnem posameznem sektorju ekonomije. Lahko je neenaka razporeditev bogastva, ki povzroči, da bogati proizvedejo viške, za katere pa so revni prerevni, da bi jih kupovali. Pojav pa lahko povzroči tudi centralna banka, ki s preveč restriktivno denarno politiko povzroči, da se ljudje dobesedno oklepajo svojega »izginjajočega« denarja. Slednje je še posebej pomembno, saj veliko ljudi verjame, da je Veliko depresijo povzročilo ravno to.

Politika ni sprejela Keynesovih predlogov za končanje oziroma omilitev krize. Vlada predsednika Roosevelta je poskusila s številnimi ukrepi, vendar nobeden ni bil dovolj uspešen. Nekateri ekonomisti menijo, da je veliko krizo pravzaprav končala druga svetovna vojna, ki je povzročila ogromno trošenje držav za vojno industrijo. Če sprejmemo to tezo, potem ugotovimo, da ravno to sovпада s Keynesovim mišljenjem, da depresije lahko premaga le država s povečanim trošenjem. »Vojna je vedno dobra za ekonomijo«, gledajoč s tega stališča (Keynes 1936).

V sedmih letih, pod močnim »keynesianskim trošenjem«, so ZDA v svoji takratni zgodovini prišle iz največje depresije v največji »ekonomski bum«. Uspeh keynesianske miselnosti je bil tako odmeven, da so se je oprijemale skoraj vse takratne kapitalistično usmerjene države. Pred drugo svetovno vojno je osem recesij v ZDA potonilo še globlje v depresije (1807, 1837, 1873, 1882, 1893, 1920 in 1937). Po drugi svetovni vojni je bilo pod »keynesiansko politiko« devet recesij (1945–46, 1949, 1954, 1956, 1960–61,

1970, 1973–75, 1980–83, 1990–92) in nobena od njih se ni poslabšala v depresijo (Kangas 1997, 3–7).

Zgoraj omenjeno večanje ponudbe denarja lahko nastane na več načinov. V ZDA so najpogostejši naslednji:

- Ameriška centralna banka FED (Federal Reserve System) državni dolg odkupuje od centralnih bank. Tako zbran denar lahko centralne banke namenjajo povečanemu posojanju denarja komitentom → povečano trošenje.
- Omilitev pogojev za pridobitev kredita → povečanje sredstev, pridobljenih v bančnem sistemu.
- Tretji način je nižanje referenčne obrestne mere (*angl. prime lending rate*), to je mera, po kateri ameriška centralna banka posoja denar komercialnim bankam.

V primeru povečane brezposelnosti centralna banka običajno poveča ponudbo denarja, s tem poveča trošenje, kar pa ustvari tudi nova delovna mesta.

Ponudba denarja se seveda ne more večati v neskončnost, saj bi prišlo do naslednjega (namišljenega) primera. Na primer, da bi država zakladnica (*angl. Treasury*) natiskala toliko denarja, da bi bil vsak Američan milijonar. Kaj bi se zgodilo? Prvi odziv bi bil verjetno ta, da bi se vsi upokojili. Kmalu bi ugotovili, da ne obstaja nihče več, ki bi bil pripravljen za njih opravljati kakršnekoli storitve, saj bi bili vsi bogataši. Bogataši bi ponudili izjemno visoke plače vsakomur, ki bi bil pripravljen delati na primer na njihovem vrtu. To pa bi jasno pomenilo tudi izjemno visoko inflacijo in kmalu ne bi nič več pomenilo biti milijonar, saj bi bile cene situaciji primerno visoke.

Iz namišljenega pretiranega primera se lahko vidi, da ima vsaka centralna banka, tako evropska ECB (European Central Bank), kot tudi ameriška FED, zelo pomembno vlogo pri uravnavanju ekonomije. Premalo denarja v gospodarstvu pomeni manj delovnih mest, prevelika količina denarja pa na drugi strani sproži visoko inflacijo. Najpomembnejša naloga centralnih bank je torej, da ugotovijo stanje v gospodarstvu in temu primerno ukrepajo. Ne pretirano in ne premalo odločno. Tako je bilo zadnjih nekaj let za nekoga, ki je spremljal dogodke v trenutni svetovni gospodarski krizi in odzive posameznih bank nanje, izjemno zanimivo. Včasih se je zdelo, da se banke le

borijo z mlini na veter, občasno pa so ekonomisti le ujeli žarek upanja, da številni gospodarski ukrepi za ublažitev ali celo končanje krize začenjajo dejansko delovati (Kopriva 2009, 7–9).

Monetaristična razlaga

Na drugi strani monetaristi (Friedman, Hayek) največjo vlogo pripisujejo denarni ponudbi (M). Ta naj bi se zaradi visokih obrestnih mer postopno zmanjševala, prav tako pa se je zmanjševala hitrost obračanja denarja.

Po enačbi:

$$M \text{ (denarna ponudba)} \times V \text{ (obtočna hitrost)} = P \text{ (cena)} \times Q \text{ (količina)}$$

oziroma

$$M \times V = \text{BDP (bruto domači proizvod)}$$

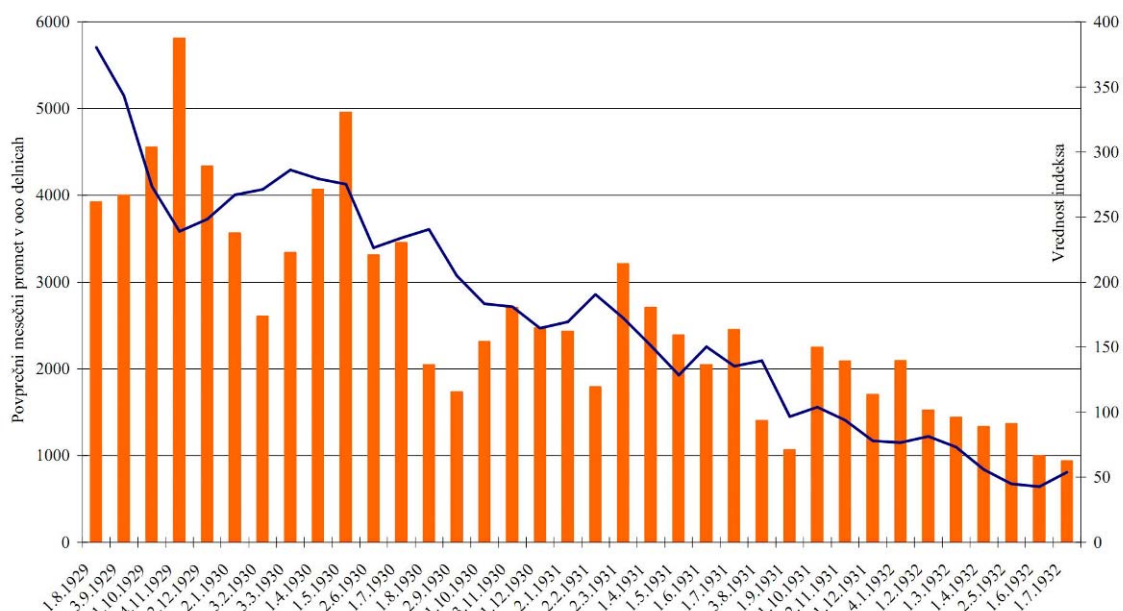
sledi, da se mora pri nespremenjenih cenah nujno zmanjšati proizvodnja in s tem bruto domači proizvod. Temu padcu sledi nagla rast brezposelnosti, kar seveda pelje v ekonomsko krizo. Ameriška centralna banka (Zvezne rezerve) je kot ukrep takoj znižala obrestne mere, kar naj bi povečalo ponudbo denarja na trgu (M) in vsaj nekoliko pomagalo pri oživljanju gospodarstva (Stern 2002, 4).

5.1.2 Vzroki za Veliko gospodarsko krizo in njen potek

Mnenja o nastanku Velike depresije bi lahko v grobem razdelili v tri kategorije. V prvo se uvrščajo pisci, ki menijo, da je bila ta kriza neposredna posledica poloma borznih trgov (*angl. short run analysis*), ki se je začel leta 1929. Spet drugi menijo, da je bila kriza bolj ali manj posledica slabih oziroma napačnih političnih potez (*angl. policy errors*) in tako za nastalo situacijo kritizirajo predvsem državno vodstvo (Saint-Etienne, 1984). Tretja skupina je zavzela bolj dolgoročno perspektivo (*angl. long run analysis*) in je skušala razloge, ki so privedli do krize, poiskati v daljšem časovnem obdobju.

Če želimo iskati vzroke za nastanek največje krize prejšnjega stoletja, ne moremo mimo izjemnega padca borznih trgov, ki se je začel leta 1929.

Slika 5.1: Grafični prikaz gibanja ameriškega indeksa Dow Jones²² med silovitim padcem od leta 1929 do 1932



Vir: Yahoo Finance (2008)

Strm nenaden padec vrednosti najpomembnejšega ameriškega indeksa, ki so ga do takrat izračunavali le slabo leto, je povzročil ogromno izgubo bogastva in vrednosti. Udarec je opustošil tudi bančni sistem, kazalo je na popolno katastrofo. Dramatičen upad vrednosti borznega trga je v poslovni sferi povzročil izjemen pesimizem. Šok, ki ga je doživelo zaupanje v gospodarstvo je povzročilo paniko, oslabil ali celo popolnoma prekinil večino investicijske dejavnosti in tako še dodatno oteževal kakršnekoli pogoje za okrevanje (Gusmorino 1996).

Strokovna javnost je začela z obsežnim iskanjem vzrokov, zakaj je sploh prišlo do tako silovitega padca finančnih trgov. Pisci, kot sta Irving Fisher in Lionel Robbins, so bili prepričani, da je do depresije prišlo zaradi kaotičnega stanja kreditiranja, ki se je začelo po prvi svetovni vojni. Največji problem sta videla v nevarnem krogu obveznosti v

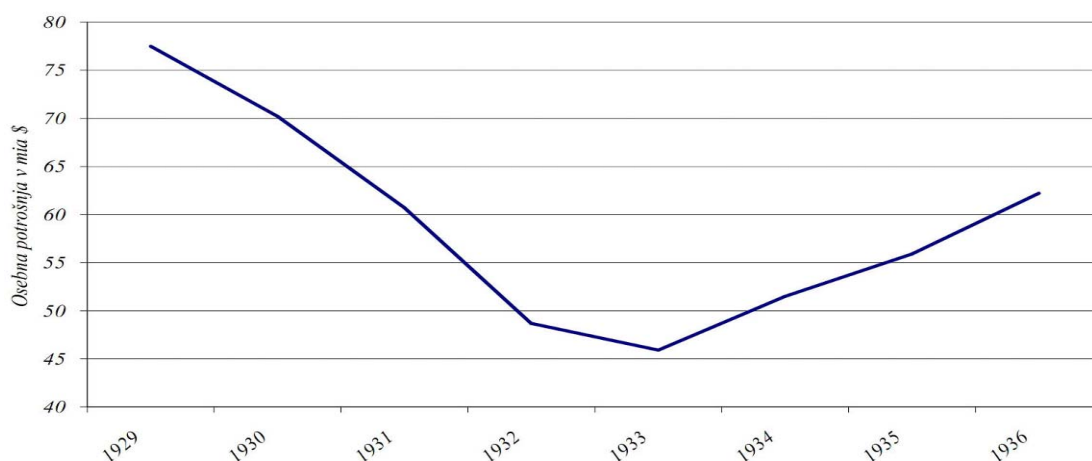
²² Indeks Dow Jones Industrial Average je cenovno tehtano povprečje 30 največjih podjetij, ki so ponavadi vodilna v svoji panogi. Po svetu je indeks že dolgo sprejet in služi kot primerjalni indeks in sinonim za borzni trg že praktično od 1. oktobra 1928, odkar so ga začeli računati. Vir: Bloomberg

povezavi s tveganjem, ki je prišlo z Dawesovim načrtom²³. Združene države Amerike so posodile sredstva Veliki Britaniji, Franciji in Nemčiji, hkrati pa so se zavezniške sile zanašale na kompenzacijska sredstva Nemčije (*angl. war reparations*), s katerimi bi poplačale dolg do ZDA. Do leta 1928 so se ameriške banke sicer že zavedale obstoječe nevarnosti, vendar je njihov odziv, se pravi zmanjšanje posojil evropskim vladam, povzročil le še poslabšanje situacije (Fisher 1932).

Še več, opustitev zlatega standarda v mednarodni menjavi in zahteve, da Nemčija vojno odškodnino poplača v zlatu, je povzročila neto pritok zlata v ZDA, kar je spodbudilo pravo poplavo kreditov. Tako nestabilen kreditni trg je bil dobra podlaga za katastrofo. Po hudem zlomu finančnega trga je zatorej hitro sledila tudi katastrofa bančnega trga. Ogromna količina kreditov, v povezavi s špekulacijami in v sozvočju z neizvedljivim tveganjem na bančnem trgu, je povzročila Veliko depresijo.

Drugi vidik zloma borznih trgov je njegov takojšnji vpliv na bogastvo ljudi in njihovo potrošnjo. Izjemen padec vrednosti vseh sredstev je pomenilo drastično razvrednotenje bogastva ljudi in njihovega zaupanja v sistem. Ker se je znatno zmanjšala kupna moč, je v ekonomiji zazevalo stanje, ko je bilo na trgu več ponudbe, kot pa dejanskega povpraševanja.

Slika 5.2: Osebna potrošnja v ZDA preračunana na sedanjo vrednost dolarja med letoma 1929 in 1936 (v mio \$)

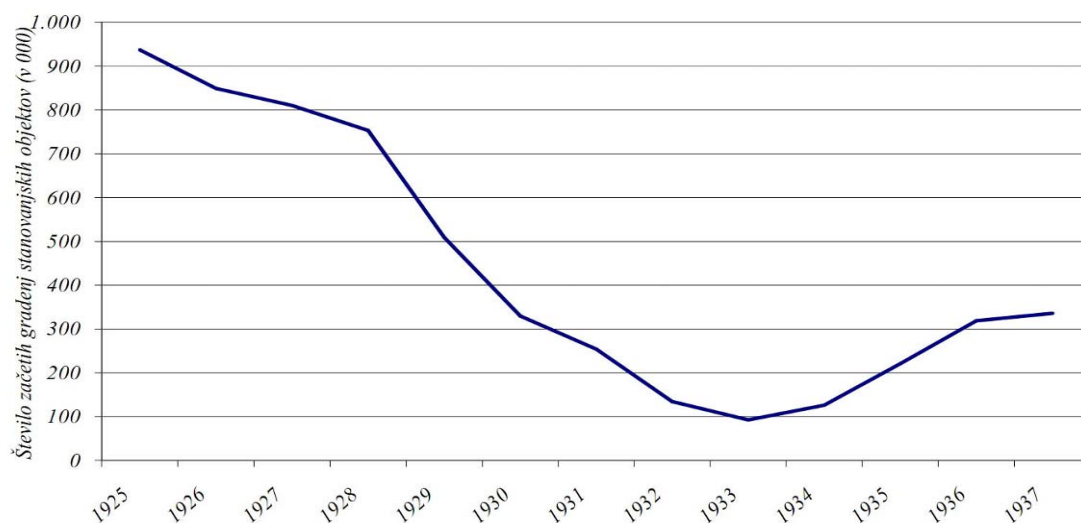


Vir: US Bureau Of Economic Analysis (2008); Survey of Current Business (2003)

²³ Dawesov načrt (*angl. The Dawes plan*) je bil poizkus zavezniških sil po drugi svetovni vojni, da od Nemčije pridobi vojno odškodnino za nastalo škodo.

Kasneje so nekateri ekonomisti (na primer Galbraith) pogosto zavračali tezo prevelike količine kreditov in špekulacij rekoč, da je vzroke treba iskati predvsem v monetarni kot realni sferi. Resnici na ljubo so indeksi industrijske dejavnosti začeli padati že poleti leta 1929 in istega leta so se kazali tudi prvi znaki šibkosti v gradbeništvu (Galbraith 1972).

Slika 5.3: Grafični prikaz gibanja začetkov stanovanjskih novogradenj od leta 1925 do 1937 v ZDA



Vir: U.S. Census Bureau (2008)

John Kenneth Galbraith je na primer trdil, da gospodarstvo in dogajanje v njem vedno vpliva na borzne trge in nikoli obratno. Galbraith je bil prepričan, da do velikega padca na borznih trgih ne bi prišlo ali pa bi bil le-ta vsaj manjši, če bi bilo gospodarstvo pred letom 1929 v boljši kondiciji. Šok za zaupanje in zmanjšanje potrošnje tistih, na katere bi ta padec vplival, bi bil temu primerno manjši (Galbraith 1972).

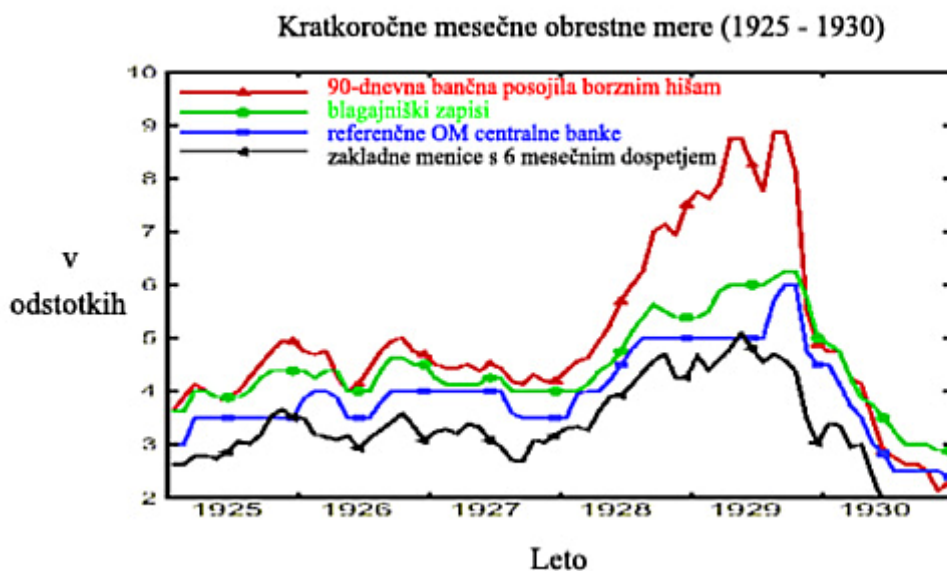
Kakorkoli že, razloge za zmanjšanje trošenja si lahko razlagamo na več načinov in za nobenega od njih ne obstaja neposreden dokaz. Veliki padec potrošnje leta 1929 je bil lahko posledica padca borznih trgov, lahko ga je povzročila situacija in razni dogodki v tistem letu, lahko je povod v padcu gradbeniške dejavnosti ali nižjega prihodka v prehrambeni industriji.

5.1.1 Veliki borzni zlom (The Great Crash) – 1929

Proti koncu dvajsetih let 20. stoletja se je promet z vrednostnimi papirji na newyorški borzi povečeval tako rekoč iz dneva v dan. V začetku marca leta 1928 je znašal nekaj manj kot 4 milijone lotov (shares) dnevno. Konec tega meseca se je promet povišal na do tedaj rekordnih 4,7 milijona lotov dnevno, junija pa je že prebil 5 milijonov, kar pa je bil šele začetek povečanega obsega trgovanja.

Sorazmerno ugodni krediti so povzročili masovno špekuliranje z vrednostnimi papirji in pot tečajem delnic navzgor je bila odprta. Banke so začele dvigovati obrestne mere, vendar vlagateljev to ni bistveno motilo. Vrednosti delnic so rasle veliko hitreje in intenzivneje, tako da višina obrestne mere, ki je znašala tudi 20 odstotkov (marca 1929) v očeh špekulantov ni bila previsoka. Dobički, ki so jih ustvarili, so bili nekajkrat višji. Za primer naj navedem delnice podjetja RCA (Radio Corporation of America), katerih cena se je cena s 85 ameriških dolarjev samo v letu 1928 povzpela na neverjetnih 420 ameriških dolarjev in to ob dejstvu, da podjetje sploh ni delilo dividend za tisto leto (Štor 2002, 8).

Slika 5.4: Kratkoročne mesečne obrestne mere med letoma 1925 in 1930 (v odstotkih)



Vir: Gusmorino (2002)

Seveda so se v tem visokem obdobju rasti delnic tudi cenile, vendar so bili to kratkoročni padci. Tako se je konec marca 1929 prvič zgodil večji padec vrednosti indeksa Times Industrial (današnji Dow Jones Industrial Average), ki je glede na prejšnji dan izgubil 15 točk, kar je pomenilo 3-odstotno znižanje vrednosti. Že naslednji dan je prišlo do še ene velike razprodaje delnic. Spet je bil dosežen rekorden promet, in sicer 8 milijonov lotov, kar je bilo v primerjavi z istim dnem prejšnjega leta natanko dvakrat več. Takrat so vlagatelji prvič zaznali, da je lahko smer gibanja tečajev tudi negativna.

Poleti leta 1929 so delnice znanih in dobro stoječih podjetij zopet rastle po neverjetnih stopnjah, obrestne mere pa so se zvišale. Zvezne rezerve FED (ameriška centralna banka) so ugotovile, da so nemočne. Delnice so praktično vsak dan rastle. V juniju je indeks Times Industrial pridobil 52 točk, v juliju še 25 in v avgustu še dodatnih 33. To je pomenilo kar četrtno vrednosti v le treh mesecih. Tudi delnice posameznih izdajateljev so se dražile po takšni oziroma še višji stopnji. Kot primer naj navedem vrednost delnice družbe Westinghouse, ki se je povišala z vrednosti s 151 na 286 ameriških dolarjev, pa delnice General Electrica, ki so zrasle z 268 na 391 ameriških dolarjev. Delnice nekaterih manj znanih korporacij pa so zrasle tudi za več kot 100 odstotkov (Alleghany Corporation). Tudi promet je bil konstantno visok, skoraj vsak dan nad 5 milijonov lotov. Najemi kreditov so se še naprej povečevali.

V septembru se je rast delnic začela ohlajati in začeli so se prvi opaznejši padci tečajev. Že četrti dan tega meseca so delnice podjetja Steel padle z 255 na 246 dolarjev in povečal se je promet, saj se je kar nekaj vlagateljev odločilo svoje naložbe prodati. Da bi preprečili neizogibno, so se nekateri večji špekulanti, bančniki in borzni posredniki, ki so poskušali umetno vzdrževati raven tečajev, začeli povezovati. To je bila tako imenovana organizirana podpora (organized support). Večjega uspeha niso imeli, ker je bila ponudba delnic na prodajni strani prevelika. Tako se je nadaljeval padec vseh najpomembnejših delnic, ki je konec oktobra dokončno koluminiral v veliki borzni zlom (The Great Crash).

23. oktober se je začel zelo umirjeno, vendar je proti koncu trgovalnega dne napetost začela naraščati. V zadnji uri trgovanja so borzniki prodali kar 2,6 milijona lotov, glavni

indeks Times Industrial je v tej uri izgubil kar 8 odstotkov svoje vrednosti, enako se je godilo vsem »blue chipom« (Galbraith 1988, 66–87)

Slika 5.5: Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) med letoma 1925 in 1935



Vir: Dow Jones (2010)

24. oktober se tako šteje kot dan, ko se je »zlomila« newyorška borza. Bil je tako imenovani črni četrtek (Black Thursday). Večina poslov – sklenjenih je bilo za kar 12,9 milijona lotov – je bilo opravljenih v jutranjih urah, takoj po odprtju borze. Povpraševanja praktično ni bilo, strm padec je bil neizogiben. Delnice so v povprečju padle kar za 10 odstotkov. Teden se je končal sorazmerno mirno, katastrofa pa se je nadaljevala 28. in 29. oktobra, ko so delnice padle še za nadaljnjih 12,8 oz. za 11,7 odstotka.

Najslabše se je godilo investicijskim skladom. Delnice sklada Goldman Sachs Trading Corporation, ki so bile prejšnji dan vredne 60 točk, so končale trgovanje pri 35 točkah. Blue Ridge, ki je bil 3. septembra vreden 24 točk, je bil 29. oktobra vreden le še bore tri točke (Galbraith 1988, 96–128).

Dva klasična instrumenta, ki ju navajajo učbeniki za take primere, sta bila popolnoma neuporabna. To sta bila:

- posegi centralne banke na trgu vrednostnih papirjev z namenom uravnavanja količine denarja v obtoku (Open market operations)
- in spreminjanje obrestne mere (rediscount rate) – tista, po kateri si banke izposojajo denar od centralne banke.

V prvem primeru so Zvezne rezerve (Federal reserves) izdale državne obveznice. Izdali so jih za 228 milijonov dolarjev, vendar jih naenkrat niso uspeli prodati več kot le nekaj milijonov. To pa ni bilo dovolj, da bi komercialne banke prenehale posojati denar zaslužka željnim špekulantom. Tudi drugi ukrep ni prinesel pričakovanega rezultata. Obrestna mera, ki jo določajo Zvezne rezerve se je zvišala s pet na šest odstotkov, kar pa je bilo premalo, saj bi drastično zvišanje teh obrestnih mer izrazito zvišalo tudi obrestne mere za kredite.

5.1.1.1 Vzroki in posledice velikega borznega zloma

5.1.1.1.1 Vzroki na mikroekonomski ravni

Glavni vzroki zloma newyorške borze se vsekakor nanašajo na špekulacije in razmišljanje vlagateljev, saj je bilo le vprašanje časa, kako dolgo bo takšna rast delnic zdržala in kdaj se bo špekulativni balon dokončno razpočil.

Dolgo časa je obveljala hipoteza, da so bili krediti v bankah tako ugodni, da so omogočali zadolževanje in množično kupovanje delnic. Vendar so bili krediti pred tem, pa tudi kasneje še vedno zelo ugodni, tako da do kolapsa borze v večini primerov ni prišlo. Tudi hipoteza o nestanovitih obrestnih merah ni povsem točna, saj so bile tudi v preteklosti zelo nestanovite.

Ekonomisti kot enega pomembnejših vzrokov za zlom borze navajajo razpoloženje ljudi. Ti so v tistem obdobju verjeli, da lahko tudi čisto navadni ljudje postanejo bogataši. Optimizem in vera sta jih gnala v špekuliranje z vrednostnimi papirji. Kot pomemben vzrok se pojavljajo tudi visoki prihranki gospodinjstev, ki so jih ljudje po dobrem donosu raje vlagali v vrednostne papirje. Dvajseta leta prejšnjega stoletja so bila znana po razcvetu gospodarstva, kar je le še multipliciralo vse naštet.

5.1.1.1.2 Vzroki na makroekonomski ravni

Vendar pa vzrokov ne moremo gledati le na ravni posameznikov in njihovih pretiranih vlaganj na borzo. Nekaj je moralo biti hudo narobe tudi na makroekonomski ravni. Veliko je bilo vzrokov, ki so vplivali na tako hud padec ekonomske aktivnosti, vendar menim, da je treba še posebej izpostaviti naslednje makroekonomske razloge:

a) Nesorazmerna distribucija dohodkov

V letu 1929 so bili bogati ljudje »preveč bogati«. Kar pet odstotkov najbogatejših ljudi je imelo v rokah več kot 30 odstotkov celotnega premoženja, prag revščine pa je bil zelo visok. To pomeni, da je bilo veliko denarja porabljenega za investicije ali pa luksuzne dobrine, večje porabe osnovnih potrošnih dobrin pa ni bilo. Tako se na primer poraba osnovnih živil zaradi visokih dohodkov bogatašev ni povečala.

Slaba distribucija bogastva se je odražala tudi na ostalih področjih. Tako ni bilo prave razporeditve med industrijo in kmetijstvom, pa tudi pravilne alokacije dohodka med ZDA in ostalim svetom ni bilo. Posledica tega neravnovesja na vseh naštetih področjih je bilo nestabilno svetovno gospodarstvo.

b) Neustrezne organizacijske strukture korporacij

V tem času so se na veliko razmahnili investicijski skladi in velike finančne firme, povezane v holdinge. Takšna organizacijska struktura pa je bila zelo okorna, počasna pri sprejemanju odločitev in popolnoma nefleksibilna. Značilnost tega obdobja je bila, da so bile velike korporacije zelo mamljive in dojemljive za kriminal in korupcijo, kar je podjetja vodilo v slabšo ekonomsko učinkovitost. Takšna velika združenja so nadzorovala večje deleže v železničarski in zabavni industriji, kot so radio, televizija, kino itd.

c) Neustrezen bančni sistem

Slabost se je nanašala na previsoko medsebojno odvisnost bank. Če je bila ena izmed teh nesolventna, tudi druge banke, ki so imele sredstva naložena v tej banki, niso mogle do svojega denarja. Temu je sledil efekt, ki ga lahko primerjamo s padanjem domin, to je vrsta verižne reakcije, saj tudi ljudje niso mogli do svojih prihrankov v tistih bankah, ki so bile kakorkoli povezane z nesolventno banko.

d) Neustrezna trgovinska bilanca

Medtem ko si je Evropa komaj opomogla od prve svetovne vojne, je v ZDA vladala največja prosperiteta. ZDA so na veliko posojale denar evropskim državam, ki pa so ga nato v veliki meri porabile tudi za uvoz dobrin iz ZDA. V Evropo so Američani tako izvozili 10 odstotkov vrednosti bruto domačega proizvoda. Dolga države niso bile sposobne odplačati z denarjem, zato je v ZDA v velikih količinah pritekalo zlato. To se je poznalo na valutnem sistemu; evropske valute so izgubljale vrednost. Za nameček pa so ZDA uvedle razne ukrepe za uvoženo blago, kar je le še povečevalo neravnovesje. Ker povpraševanje v Evropi ni moglo več zadostiti veliki ponudbi dobrin ZDA, je v letu 1929 prišlo do več kot 30-odstotnega znižanja ameriškega izvoza.

Dvajseta leta 20. stoletja so bila leta največje prosperitete dotlej. Vendar je prav to povzročilo vse večji prepad med bogatim in srednjim slojem. Po eni izmed študij Brooklinškega inštituta je imelo v letu 1929 le 0,1 odstotka celotnega prebivalstva kar 34 odstotkov celotnih privarčevanih sredstev, medtem ko 80 odstotkov ljudi ni imelo odvečnih sredstev (Galbraith 1988, 177–185).

Po katastrofalnem padcu je ameriška vlada sprejela več ukrepov, ki so naredili kapitalski trg bolj pregleden:

- zakon, ki naj bi poskrbel za popolno razkritje podatkov in preprečeval goljufije pri trgovanju z vrednostnimi papirji, imenovan Securities Act, sprejet 1933;
- zakon, ki je poskrbel za nadzor nad trgovanjem z vrednostnimi papirji in za ustanovitev ameriške komisije za borzni nadzor (SEC – Security and Exchange Commission), imenovan Securities Exchange Act, sprejet leta 1934;
- zakon, s katerim so poskrbeli za nadzor OTC trga, imenovan Maloney Act, sprejet leta 1938 (Gusmorino 2002, 4).

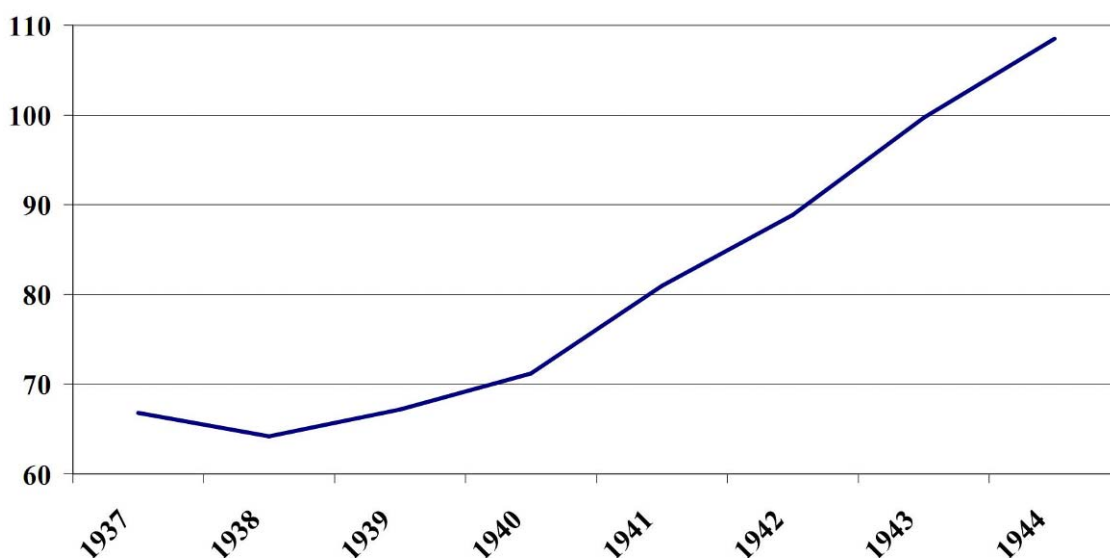
5.1.2 Napake politike

Ko iščemo vzroke za nastalo krizo skozi prizmo političnih odločitev, želimo v bistvu oceniti, koliko so k nastali situaciji in h kasnejšemu okrevanju prispevale sistematične politične napake. Glede na ta vidik iščemo napake v napačnem, pomanjkljivem znanju tvorcev tedanje politike, napačnih informacijah ali interpretiranju le-teh in političnih pritiskih, ki botrujejo tem zmotnim političnim odločitvam.

Po letu 1932 je namreč ameriška ekonomija dokazala zmožnost okrevanja, vendar jo je leta 1936 zopet ujela recesija. Tako imenovana Nova kupčija (*angl. New deal*) Rooseveltove administracije je zvišala stroške dela in proizvodne stroške. Negativne posledice slabih odločitev te administracije so verjetno le še poslabšale zaupanje v poslovno okolje, zato ni čudno, da so recesijo 1936–1937 mnogi poimenovali kar »Rooseveltova recesija« (Brockie 1950, 292–310).

Kritiki tedanje vlade niso iskali vzrokov le pri napačnih odločitvah, ampak tudi v neukrepanju administracije. Slichter na primer meni, da je kot posledica mnogih ukrepov za zaježitev »velike depresije« privatni sektor po letu 1930 prehitro zvišal cene. Kot rezultat dolgov, ki so jih potrošniki v desetletju težkega ekonomskega okolja nabrali, so bili na visoke cene še posebej občutljivi in so imeli do brezskrbnega trošenja še vrsto let odklonilen odnos (Slichter 1938, 103–115).

Slika 5.6: Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mio \$)



Vir: US Bureau of Economic Analysis (2008); Survey of Current Bussiness (2003)

Zgornja slika osebne potrošnje v ZDA prikazuje, da je v začetku leta 1939, s še večjim pospeškom pa v letu 1940, potrošnja iz stagnacije ob koncu Velike depresije skokovito narasla v pičlih nekaj letih. Nagnjenost k potrošnji je bila torej konec tridesetih let prejšnjega stoletja majhna in recesije ni bilo mogoče kar tako odgnati. Rešitev je

ameriška vlada iskala tudi z vzpodbujanjem konkurenčnejšega okolja (*angl. pro-competitive policies*), kot na primer z ustanovitvijo začasnega nacionalnega ekonomskega komiteja za preiskovanje koncentracij ekonomske moči. Vendar je bilo to premalo, prepozno in velikokrat povezano zgolj s političnimi in premalo z ekonomskimi skrbmi (Rose 1954).

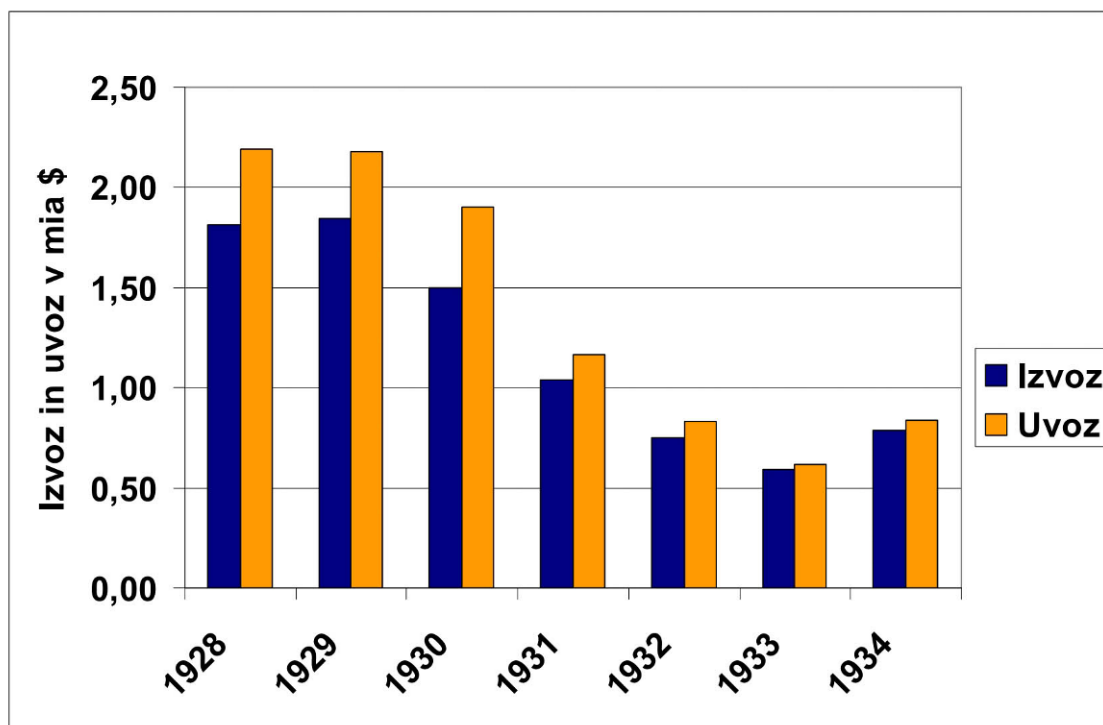
Vidik vzrokov za krizo in njeno dolgotrajno reševanje v političnih odločitvah je seveda zanimiv in verjetno je v njem tudi kar nekaj resnice. Je pa res, da je takratna Rooseveltova vlada veliko reakcij preprosto posnemala iz preteklih finančnih kriz in jih aplicirala na tedanjo situacijo. Vprašati se torej moramo, kaj se je v gospodarstvu v medvojnem obdobju tako izrazito spremenilo, da dotlej uspešni ekonomski in politični teoretični modeli za reševanje gospodarstva niso imeli več prave rešitve.

5.1.3 Dolgoročne težave

Zagovorniki teorije dolgoročnih težav pripisujejo vzroku za sesutje borznega trga leta 1929 obstranski pomen. Menijo namreč, da je imel razvoj drugih specifik gospodarstva v medvojnem obdobju pomembnejše učinke (Harris 1948). Ena izmed takšnih specifik je na primer ta, da je po prvi svetovni vojni postala razdelitev nacionalnega prihodka zelo nesimetrično porazdeljena in je zato prišlo do zmanjšane nagnjenosti ljudi k potrošnji (Sweezy 1939). Spet druga specifika je, da je prišlo do spremembe pogojev menjave med surovinami in končnimi dobrinami zaradi neenakega razvoja med kmetijskimi in razvitejšimi, industrijskimi državami. Ravno spremembe v pogojih menjave naj bi povzročile kreditno krizo na svetovnih trgih ob udaru zelo slabega pridelka v letih 1929 in 1930 (Timoshenko 1933). Istočasno, ko so kmetijske države izgubljale prihodek zaradi slabe letine in upadanja svetovnega povpraševanja, so razvite države zmanjševale obseg kreditiranja in uvajale masovne omejitve v menjavi, kot je bila na primer ameriška Hawley-Smoot Tarifa²⁴. Tako so kmetijske države doživljale pretres zaradi popolnega pomanjkanja prihodkov, razvite države pa so s tem seveda izgubljale prodajne trge za svoje presežke (Lewis 1950; Kindelberger 1973).

²⁴ Hawley-Smoot tarifa je bil akt v ZDA, sprejet v zakon 17. junija 1930, ki je po zgledu protekcionizma zvišal trošarine na več kot 20.000 različnih kosov uvoženega blaga. V ZDA je peticijo proti temu zakonu podpisalo 1028 ekonomistov, veliko drugih držav pa je kot odgovor nanj dvignilo cene na uvoženo ameriško blago. Posledično je uvoz in izvoz ZDA strmoglavil za več kot polovico in je bil po mnenju mnogih ekonomistov eden izmed vidnejših dejavnikov Velike depresije (*angl. Hawley-Smoot Tariff Act*).

Slika 5.7: Padec uvoza in izvoza ZDA kot posledica tarife Haweley-Smoot.



Vir: US Department of Agriculture (2009)

Industrijsko orientirani ekonomisti so videli vzroke v pomanjkljivi konkurenčnosti ameriške ekonomije v samem začetku dvajsetega stoletja. Po padcu leta 1929 so postale cene zaradi skoncentriranih struktur v ameriški industriji in delavskih sindikatov precej neelastične. Na eni strani so te, tako imenovane lepljive cene (*angl. sticky prices*), še naprej slabile kupno moč prebivalstva, po drugi strani pa je nekonkurenčna cenovna politika proizvodnih sredstev omejevala pri investiranju v nove obrate, sredstva in opremo. Cenovna neelastičnost je tako botrovala slabemu povpraševanju po končnih kot tudi po investicijskih »dobrinah« (Means in Berle 1968).

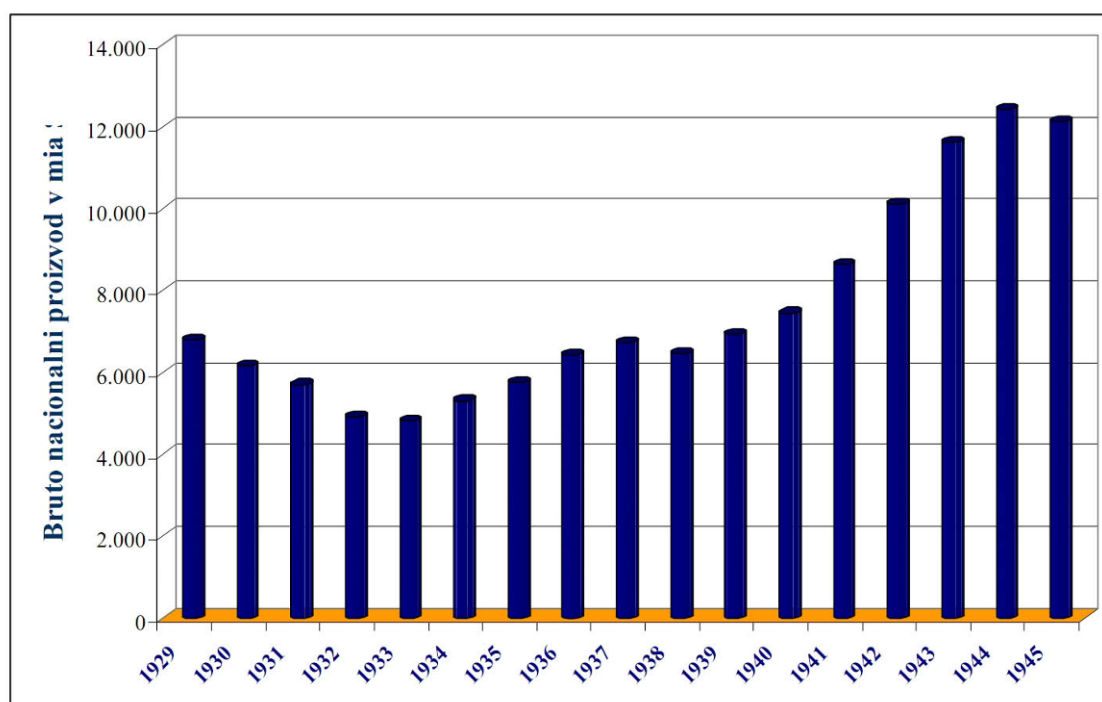
Naštete teorije o razsežnejših vzrokih so naletele na kar nekaj kritik. Charles Kindleberger na primer pravi, da avtorji, ki so dajali poudarek na naraščajočo neenakost prihodka, niso predstavili večjih dokazov za svojo tezo ali definirali, kako natančno so ti faktorji vplivali na gospodarstvo v medvojnem času. Za Berla in Meansa pravi, da sta, kljub trditvi, da sta dokazala relativno cenovno neelastičnost v ekonomskih sektorjih v tridesetih letih prejšnjega stoletja, pustila mnogo kritikov neprepričanih. Agregatna raven cen je v tistem času padla za tretjino, zato je težko ocenjevati cenovno neelastičnost. Teorija lepljivih cen je imela še eno predpostavko, in sicer predpostavko

popolne konkurenčnosti vseh trgov, razen tistih, kjer je do lepljivih cen prihajalo. Če ta predpostavka ni bila upoštevana, njuna teorija ni zdržala (Bernstein 1989).

5.1.4 Ameriška ekonomija po Veliki recesiji

Druga svetovna vojna je bila uspešna v nečem, v čemer Rooseveltov New deal ni bil – v dobršni meri je prispevala k ekonomskemu okrevanju ameriškega gospodarstva. Z izbruhom vojne v Evropi je stopnja nezaposlenosti začela počasi upadati in do japonskega napada na Pearl Harbor je bilo nezaposlenih »le« še sedem odstotkov delovne sile. Z vstopom v vojno so Američani skoraj v trenutku rešili težave, ki so jih pestile v medvojnih letih. Med letoma 1939 in 1944 je bruto domači proizvod, preračunano na sedanjo vrednost dolarja, porasel za skoraj 125 odstotkov. Do leta 1945 je tako narasel na 212 milijard ameriških dolarjev.

Slika 5.8: Grafični prikaz bruto nacionalnega proizvoda v ZDA, med letoma 1939 in 1945 (v mio \$)

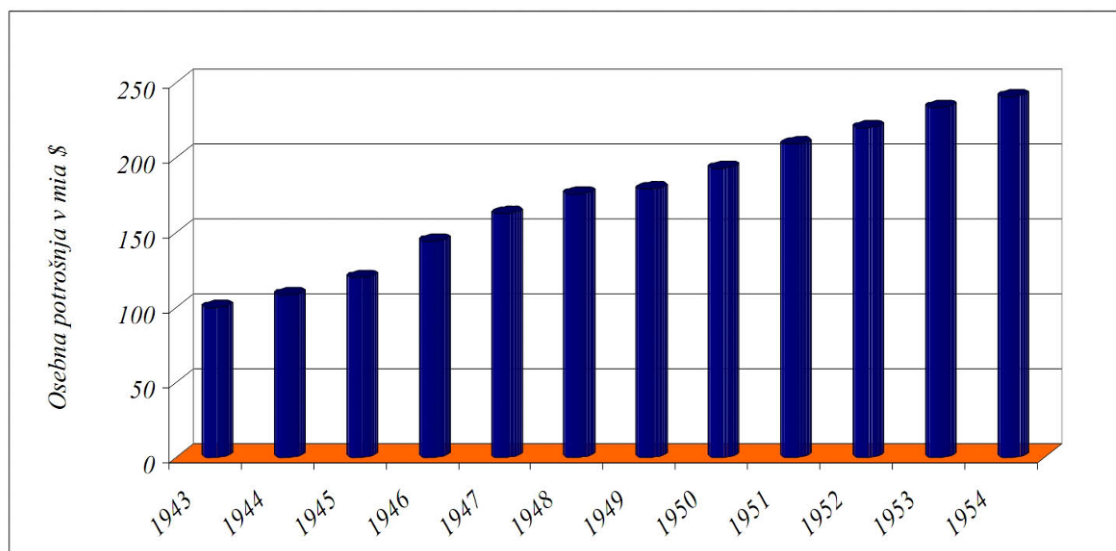


Vir: U.S. Bureau of Economic Analysis: National Income and Product Accounts (2008)

Ko se je vojna končala, se je veliko ekonomistov in poslovnežev celo zbal, da bi zaposlenost in blaginja posledično upadli. Vendar so se njihove skrbi izkazale za

neupravičene. V prvem letu po vojni je bruto domači proizvod padel manj, kot se je zmanjšala državna potrošnja, brezposelnost je bila pod štirimi odstotki in potrošnja prebivalstva ni padla. Ravno obratno, doživela je celo precejšen porast. Kljub temu, da so se kasneje do leta 1970 pojavljale še druge recesije, se k sreči nobena ni niti približala resnosti Velike depresije. V času teh treh desetletij je ameriška proizvodnja počasi, vendar z gotovostjo rasla, le z nekaj manjšimi popravki. Sodeč po *indeksu Zveznih rezerv (angl. Federal Reserve Board Index)* se je proizvodnja med letoma 1945 in 1965 podvojila in potrojila med letoma 1945 in 1976.

Slika 5.9: Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mia\$)



Vir: US Bureau of Economic Analysis (2008); Survey of Current Bussiness (2003)

Tako izjemna rast morda niti ne preseneča, saj je šlo za vojno, globalen konflikt in s stališča ZDA je le-ta potekal izven državnih meja. V poznih štiridesetih in petdesetih letih so se potrošnja in investicije le še okrepile. S predajo Nemčije in Japonske so se v ZDA okrepile privatne in tuje investicije. Preusmerjanje investicij iz vojne v mirodobre panoge je že samo po sebi nudilo precej dobrih priložnosti. Proizvodnja hrane, ki je med vojno doživela stagnacijo, je za razvoj in posodobitve potrebovala veliko sredstev. Celo strah pred inflacijo, ki bi lahko sledila porastu cen v vojnem času, je pozitivno vplival na podjetja, saj so bila ta še bolj zainteresirana za naložbe v dolgoročne investicijske projekte. V tujini so obstajale velike vsote tako državnega kot privatnega kapitala, ki je

v vojnem času skrit čakal na priložnost, da se investira na varno. Združene države Amerike so bile s tega stališča verjetno vodilno naložbeno »pristanišče«.

Osebna potrošnja je druga najpomembnejša komponenta v prispevku k povojni rasti. Zdesetkano povpraševanje, visoki prihranki gospodinjstev zaradi vojnega pomanjkanja, racionaliziranje porabe v povezavi z radodarnimi plačami vojne ekonomije, ukinitve posebnih vojnih davkov in trošarin – vse to je prispevalo k znatnemu porastu potrošnje ljudi po koncu vojne. Tudi tako imenovana baby boom generacija je imela značilne potrošniške vzorce, saj se je prodalo več gospodinjskih aparatov, avtomobilov in stanovanj.

Zunanje povpraševanje po ameriških proizvodih in storitvah je tudi doživljalo vzpon. Veliko območij je bilo popolnoma uničenih, zato je bila obnova pomemben del. Američani so imeli ogromne presežke, ki so jih z lahkoto prodajali čez mejo. Dobro jim je služil tudi *Marshallov plan*, ki je bil za gradbeno industrijo zlata jama. Ameriška blaginja in prednost svetovnega voditelja sta tako trajali desetletje, pešati pa je začelo leta 1957. V Washingtonu se je ustoličila nova vlada, navdihnjena s keynesiansko doktrino. Začelo se je obdobje trdnega državnega regulativnega centralizma, ki je sledil cilju vzdrževanja visoke stopnje zaposlenosti in inflacije. Ameriški ekonomski ukrepi in delovanje so v drugi polovici dvajsetega stoletja v veliko pogledih sledili analitičnim predlogom medvojne časa, a je k sposobnosti silovitega napredka in kljubovanja ekonomski stagnaciji precej pripomogel tudi skupek dejavnikov, tako globalnih kot domačih. Vendar se tako prijetno sozvočje ne more nadaljevati v neskončnost: »Vesela, odprta doba povojne rasti je očitno prišla do konca« (Steindl 1976).

5.2 Ekonomska kriza v letih 1974–1975

V letih 1974 in 1975 je mednarodno kapitalistično gospodarstvo doživelo prvo splošno recesijo po drugi svetovni vojni. To je bila tudi prva recesija, ki je hkrati prizadela vse kapitalistične sile. Prva splošna povojna recesija je bila najhujša prav zaradi tega, ker je bila splošna. Časovna neusklajenost industrijskega cikla v obdobju 1948–68 je zmanjšala razsežnost recesij. Padec proizvodnje in domačega povpraševanja v državah, ki jih je udarila recesija (recimo ZDA leta 1960, Japonsko leta 1965 ali Zahodno Nemčijo v letih 1966–67), so vsakokrat nadomestili z večjim izvozom države, ki so se

izognile krizi. Tokrat pa je mednarodna sočasnost konjunkturalnih gibanj v glavnih kapitalističnih državah povečala nazadovanje gospodarske aktivnosti. Mednarodna časovna usklajenost industrijskega cikla pa nikakor ni naključna. Gre za posledico globokih gospodarskih preobrazb, ki so nastale med dolgim obdobjem ekspanzije pred krizo, skratka, ta je bila nekakšna neizogibna posledica.

Ekspanzija je omogočila močan zagon novega razmaha proizvodnih sil, skok v novo tehnološko revolucijo. Pomenila je nov razmah koncentracije kapitala in internacionalizacije proizvodnje, kajti proizvodne sile so čedalje bolj presegale meje nacionalne države (Anell 1981, 83–85).

Poglavitna metoda, ki so jo uporabljale vlade, ko so poskušale nadzirati cikle po letu 1945, je bila politika izmeničnega povečanja in omejevanja posojil, torej knjižnega denarja in celotne količine denarja v obtoku (agregatnega povpraševanja). Osnovni prijem za zmanjševanje razsežnosti periodičnih kriz hiperprodukcije je torej že četrto stoletje povečevanje količine denarja v obtoku in posojil (pri tem je šlo za prizadevanja po zmanjšanju razsežnosti kriz, ne pa za preprečevanje njihovega izbruha).

Toda protikrizni prijemi so bili in ostajajo močno inflacijski. Ponavljajoča se uporaba politike denarne ekspanzije vsakih pet ali šest let mora na daljši rok povzročiti splošno povečanje inflacije. Od trenutka, ko se je inflacija v vseh kapitalističnih državah pospešeno krepila in povzročila zlom mednarodnega denarnega sistema, ki ga je časovno opredelila izjava o nekonvertibilnosti dolarja v zlato, so bile vse kapitalistične vlade prisiljene hkrati uporabiti protiinflacijsko politiko.

Splošna recesija torej na sintetični način izraža preobrat dolgega ekspanzivnega vala, ki se je v ZDA začel leta 1940, v zahodni Evropi in na Japonskem pa leta 1948 in je trajal do konca šestdesetih let (Anell 1981, 90–92).

5.2.1 Razmah recesije

Leta 1975 sta se industrijska proizvodnja in bruto domači proizvod v primerjavi z letom poprej v vseh velikih kapitalističnih državah zmanjšala. Spodnja tabela kaže, za koliko

se je industrijska proizvodnja znižala v primerjavi z najvišjo točko gospodarske ekspanzije in spodnjo točko recesije.

Tabela 5.2: Razlika med najvišjo in najnižjo točko industrijske proizvodnje pred recesijo in med njo v glavnih kapitalističnih državah

Država	Četrtoletje z najvišjo proizvodnjo	Četrtoletje z najnižjo proizvodnjo	Padec proizvodnje (v %)
ZDA	4. četrtl. 1973	2. četrtl. 1975	- 14,4
Kanada	1. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	- 6,9
Japonska	4. četrtl. 1973	1. četrtl. 1975	- 19,8
ZR Nemčija	4. četrtl. 1973	3. četrtl. 1975	-11,8
Francija	3. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	-13,6
V. Britanija	4. četrtl. 1973	4. četrtl. 1974	-10,1
Italija	2. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	-15,5
Belgija	1. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	-17,1
Švica	2. četrtl. 1974	1. četrtl. 1975	-20,3

Vir: Ekonomske perspektive (1976, 47)

Osupljiva je razlika med zmanjšanjem industrijske proizvodnje, ki je bila skromnejša kot med Veliko gospodarsko krizo v letih 1929–32, ter med precejšnjo brezposelnostjo, ki jo je povzročila recesija v letih 1974–75. Ta je dosegla polovico brezposelnosti iz obdobja Velike gospodarske krize.

Dejstvo, da je bila brezposelnost veliko bolj poudarjena kot padec proizvodnje, pojasnjujeta predvsem dva dejavnika:

- Industrijska aktivnost v kapitalističnih državah je bila pod močnim vplivom tretje tehnološke revolucije, torej uvajanja polavtomatizirane in avtomatizirane proizvodnje. To je sprožilo hitro povečanje fizične produktivnosti dela, predvsem v kapitalističnem delu Evrope in na Japonskem. Toda, če se produktivnost poveča za pet odstotkov na leto, je treba v enakem sorazmerju povečati tudi proizvodnjo, če hočemo obdržati enak obseg produktivnega dela in ostalih ekonomskih kategorij (inflacija).

- Da bi kapital v dolgem obdobju povojne gospodarske rasti obnovil rezervno industrijsko »armado«, je med mezdne delavce, ki so že bili zaposleni ali pa je nanje računal, prištel tudi veliko poročenih žensk, mladine in priseljenih delavcev, ki so prišli iz manj industrializiranih držav. Te kategorije delavcev so bile večinoma slabo plačane, vrgli so jih v delovne procese, za katere ni bila potrebna nobena kvalifikacija, opravljali so zdravju škodljiva opravila, uporabljali so jih tudi za občasna dela in so bili zato kot nalašč za množične odpuste iz proizvodnega procesa.

Dejstvo, da se je inflacija, ki se pod vplivom hiperprodukcije nikakor ni mogla absorbirati, v začetku recesije v letih 1974–75 v številnih državah povečala, je brez dvoma še zaostriło učinke te recesije. Še več, sovpadanje velikega zvišanja življenjskih stroškov z nenadnim izbruhom množične brezposelnosti pomeni zmanjšanje kupne moči, ki je večje kot zmanjšanje zaposlenosti – razen, če se nadomestila za brezposelnost povečajo bolj kot življenjski stroški, kar se skoraj nikoli ni zgodilo. Poleg tega vztrajanje pri tako visoki inflaciji ali celo njeno povečanje krepi pritisk na vse vlade, da prično uveljavljati deflacijsko politiko in to ravno v času, ko bi protikrizna politika zahtevala povečanje kreditov in količine denarja v obtoku.

5.2.2 Krčenje svetovne trgovine

Izvoz kapitalističnih držav se je dvajset let (1953–1972) povečeval hitreje kot industrijska proizvodnja. Zmanjšanje svetovne trgovine se resda ni ujemalo z začetkom splošne recesije. A je usihanje menjave postalo neizogibno od trenutka, ko se je splošna recesija razširila na vse kapitalistične države, ki predstavljajo še vedno prevladujoč sektor svetovnega trga. Že v prvem polletju 1975 se je vrednost izvoza vrste kapitalističnih držav zmanjšala. V drugem polletju 1975 se je zmanjšanje vrednosti izvoza razširilo na večino velikih kapitalističnih držav. Temu splošnemu pojavu sta se izognili le ZDA in Italija (podoba ameriškega izvoza je bila drugačna, ker ima prodaja kmetijskih pridelkov pomemben delež v celotnem izvozu te države).

Zmanjšanje obsega mednarodne trgovine je v glavnem posledica medsebojnega delovanja treh dejavnikov:

- Recesije v kapitalističnih državah, kajti padec proizvodnje in zaposlenosti zmanjšuje celotno povpraševanje po uvoženih potrošnih proizvodnih sredstvih (surovinah).
- Splošne recesije, kajti devizni dohodki držav izvoznic surovin (izvzeto članice OPEC) so se zaradi padca obsega in cen izvoznega blaga močno zmanjšali, zato so države izvoznice surovin prisiljene omejiti svoj uvoz.
- Premišljene politike zmanjševanja uvoza – za to so se odločile nekatere kapitalistične sile, ki so se v prvem polletju 1974 soočile z velikimi primanjkljaji v plačilni bilanci.

Takšna usmeritev je v nekaterih primerih obrodila uspeh. Te uspehe so dosegli s pomočjo vsakovrstnih omejitev in s spremembami menjalnih tečajev, ki so spodbujali izvoz in oteževali uvoz (pri tem je bil najbolj izrazit primer funt, ki je drsel tako, da je od prilagajanja valut decembra 1971 izgubil četrtno vrednosti).

5.2.3 Klasična kriza hiperprodukcije

Splošna recesija v letih 1974–75 je bila klasična kriza hiperprodukcije. Narava te krize pa se pokaže takoj, ko vzamemo v poštev dva procesa, ki prevladujeta v dolgoročnejšem razvoju konjunktore.

Recesija v letih 1974–75 pomeni zaključek tipičnega obdobja pojemanja povprečne profitne mere. To pojemanje pa se je začelo precej pred znatnimi podražitvami nafte po izbruhu »kippourske vojne« (med Egiptom in Izraelom leta 1973). Bruto profiti (pred obdavčenjem) vseh ameriških delniških družb so se zmanjšali s 155 milijard dolarjev v tretjem četrtletju 1974 na 135 milijard v zadnjem četrtletju 1974 in na 100 milijard v prvem četrtletju 1975.

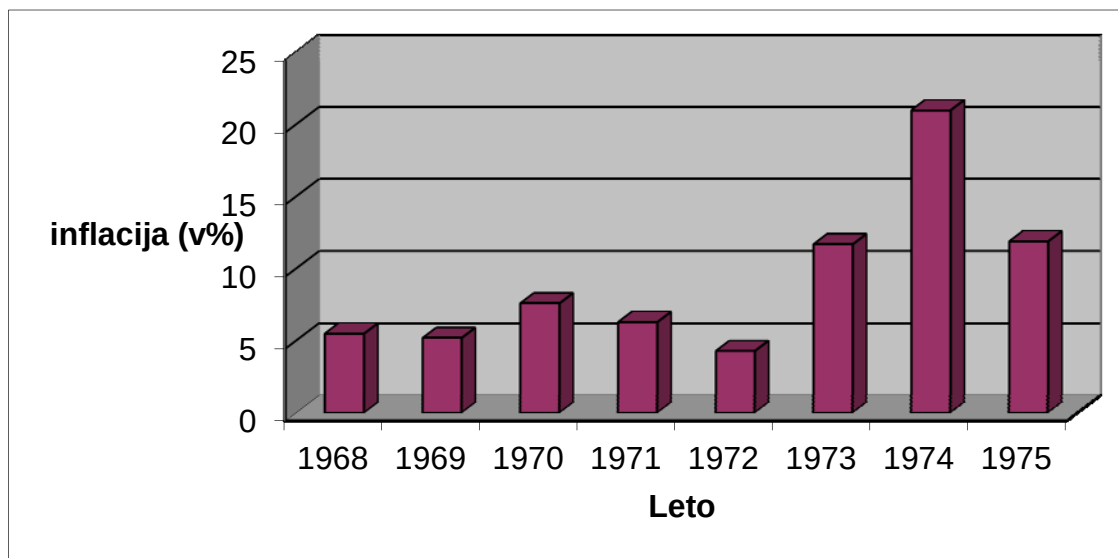
Na dejstvo, da so globlji vzroki splošne recesije v letih 1974–75 nastali prej, kot so se povečale cene nafte, kaže tudi nenehno povečevanje presežnih proizvodnih zmogljivosti v industriji. Narave te krize ni mogoče označiti bolje kot s klasično kapitalistično krizo hiperprodukcije. Toda tretja tehnološka revolucija je, prav tako kot ekspanzija, ki je zajemala občutnejšo koncentracijo kapitala, povzročila pospešeno povečanje organske sestave kapitala. Dolgo obdobje polne zaposlenosti je močno okrepilo objektivno tezo

delavskega razreda, moč njegovih množičnih organizacij (predvsem sindikatov) in – glede na samodejni cikel razrednega boja mednarodnih razsežnosti – tudi njegovo bojevitost. Zaradi tega je imel kapital čedalje večje težave, da je od šestdesetih let dalje povečanje organske sestave kapitala nadoknadil z nenehnim zviševanjem stopnje presežne vrednosti. Iz tega izhaja neusmiljeno padanje povprečne profitne stopnje, ki je končno povzročilo preobrat (Mandel 1986, 24).

5.2.4 Glavne značilnosti krize

V tej recesiji sta nekako posebej pomembni predvsem dve značilnosti, ki ju bom posebej poudarila. Kapitalistične države so iz permanentne inflacije, ki je spodbujala kapitalistično produkcijo postopoma prešle (zaradi neizogibnega pospeševanja te inflacije in pojavov, ki so povzročili pričakovano povečanje inflacije v letih 1970–71) v stagflacijo (angleška skovanka iz pojmov stagnacija in inflacija), potem pa v letih 1974–75 v slumpflacijo (skovanka iz besed slump – padec, polom – in inflacija). Inflacija je postopoma izgubila spodbujevalni učinek na kapitalistično proizvodno aktivnost in je imela celo povsem nasprotno učinke, saj so bile potrebne čedalje večje doze inflacije, da je agregatno povpraševanje dobivalo spodbudo. Podatki o povečanju te inflacije (po mnenju OECD zvišanje naftnih cen nafte v vseh kapitalističnih državah ni povzročilo niti dveh odstotkov inflacije) so brez primere glede na prejšnja leta.

Slika 5.10: Letna stopnja povečevanja maloprodajnih cen na Japonskem med letoma 1968 in 1975 (v odstotkih)



*Vrednosti so podane v Prilogi 2

Vir: Mandel (1986, 25)

Iz slike 5.10 je razvidno, da se je inflacija med letoma 1973 in 1975 najprej povzpela na enajst odstotkov, naslednje leto pa kar na 21 odstotkov. Podatke za Japonsko navajam zato, ker je bila inflacija v tej deželi najbolj izrazita. Podobno kot na Japonskem pa je bilo tudi v ostalih gospodarsko močno razvitih državah. V ZDA na primer je bila najvišja inflacija leta 1974, znašala pa je dobrih 11 odstotkov, kar pa je vendarle polovico manj kot na Japonskem.

Osnovni vzrok inflacije je brez dvoma inflacija posojil zasebnemu sektorju, torej napihovanje bančnih dolgov, bančnega denarja, ki je bil glavna opora v dolgem obdobju ekspanzije pred povečevanjem inflacije. Sicer pa je ta recesija morala skozi več stopenj. Pojavi pomanjkanja blaga v posameznih panogah se ujemajo s splošnim preobiljem blaga. Podobna sovpadanja se običajno dogajajo neposredno pred krizo hiperprodukcije ali ob njenem začetku. Ta vselej izbruhne v nekaterih ključnih sektorjih in se postopoma širi na vse gospodarstvo ali pa v večino proizvodnih panog (Marx 1972, 414).

Recesija se je leta 1974 najprej odrazila v proizvodnji avtomobilov in v gradbeništvu. Nato se je razširila na tekstilno industrijo, na proizvodnjo električnih gospodinjskih

aparatorov in gradbenih materialov (steklo, cement, opeke) ter končno zajela predelavo nafte.

O tem, kakšne so bile posledice povečanja naftnih cen in dodatnih dohodkov, ki so jih dobile države OPEC, na splošno gospodarsko konjunkturo, so nekateri močno pretiravali. Ta trditev je v nasprotju z vsemi ugotovitvami teorije periodičnih kriz industrijskega ciklusa v času kapitalizma. Nekateri so poskusili ponuditi psevdokeynesiansko verzijo trditve, da je podražitev nafte vzrok za recesijo v letih 1974–75. Ta naj bi pomenila prenos sredstev iz industrijskih držav, kar naj bi v njih izzvalo zmanjšanje povpraševanja, s tem pa tudi zmanjšanje proizvodnje. Tovarne, ki delajo za izvoz, ne poznajo brezposelnosti. »Prenos kupne moči« iz Zahodne Evrope, ZDA in Japonske v države OPEC-a ne more imeti deflacijskih učinkov na konjunkturo mednarodnega kapitalističnega trga, ki tvori posebno celoto, razen če je ta pomoč jalova in se torej ne spreminja v dodatno povpraševanje po proizvodih in storitvah, uvoženih iz industrijskih držav.

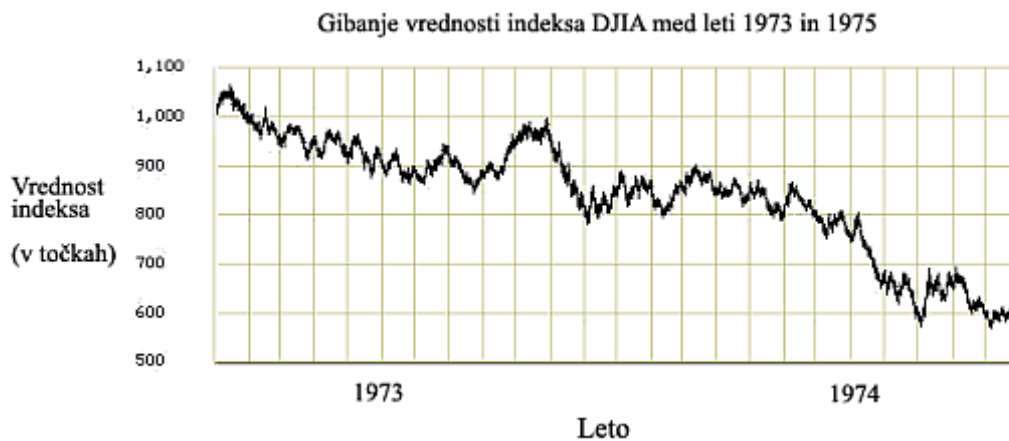
Dejanski učinek zvišanja naftnih cen na konjunkturo je bil dvojen: na eni strani so podražitve s poudarjanjem splošne inflacijske tendence tako z zvišanjem stroškov kot z napihovanjem količine denarja v obtoku približale trenutek, ko je inflacija sprožila neugodne posledice na konjunkturo in ko so bile vlade prisiljene sprejeti ukrepe, da so nekoliko zavrle inflacijske pritiske. Na drugi strani pa je zvišanje naftnih cen s pritiskom na povprečno profitno mero industrijskega kapitala pospešilo padanje profitne mere, kar je osnovni vzrok recesije. Toda v obeh primerih je šlo za okrepitev procesa, ki je že bil v teku. Splošna recesija se je že vključila v cikel, ki se je začel z delno recesijo v letih 1970–71 in se je podaljšala v špekulativno ekspanzijo v letih 1972–73. Presežne proizvodne zmogljivosti in inflacija, ki se je razmahnila, brez pridržkov potrjujejo to tezo. Ta elementa sta nastala pred štirikratno podražitvijo nafte, ki so jo razglasile države OPEC med »kippoursko vojno«. Povečanje cen torej ni ne vzrok ne neposreden sprožilec recesije, temveč zgolj dodaten dejavnik, ki je povečal razsežnost krize.

Japonska, ki je zaradi podražitev nafte leta 1973 imela velik primanjkljaj v plačilni bilanci, je ta deficit odpravila s spektakularnim povečanjem izvoza. Podobna ugotovitev velja za Zahodno Nemčijo in do leta 1976 tudi za ZDA. Ostale države je podražitev nafte močnejše prizadela, kar je dejansko povzročilo deflacijske posledice, bodisi zaradi

tega, ker so morale omejiti uvoz energije in surovin, da bi nevtralizirale svoje plačilne bilance, ali pa so bile prisiljene uveljavljati politiko splošne deflacije kredita in povpraševanja, da bi našle izhod iz primanjkljajev. V teh državah so posredni učinki zvišanja cen nafte pospešili recesijo.

Padanje presežka plačilnih bilanc držav članic OPEC-a (s 57 milijard dolarjev leta 1974 se je zmanjšal na 36 milijard leta 1975) je močno prizadelo plačilno bilanco Velike Britanije. Prišlo je namreč do množičnega dviganja »petrodolarjev«, ki so jih v letih 1973 in 1974 naložili v bankah v tej državi (Mandel 1986, 35).

Slika 5.11: Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DIJA) med letoma 1973 in 1975



Vir: Bigcharts (2010)

V času te ekonomske krize so delnice na vseh pomembnejših svetovnih borzah izgubile med 30 in 70 odstotkov vrednosti. 1. decembra 1974, ko so se vrednosti delnic na vseh borzah dotaknile takratnega minimuma, so največji upad zabeležili na Londonski borzi, kjer je glavni borzni indeks v dobrem letu dni padel s 510 točk na samo 150. Le nekoliko bolje se je godilo ameriškemu Dow Jonesu, ki je z vrednosti 1051 točk drsel vse do 577 točk ali 45 odstotkov nižje od najvišje vrednosti prejšnjega leta (1973). Izmed pomembnejših borz so jo še najbolj odnesli delničarji Milanske borze (Italija), saj se je tamkajšnji indeks znižal le za 31 odstotkov (Štor 2002, 22-23).

5.3 Zlom Newyorške borze v letu 1987

19. oktobra 1987 – dan, ki je v ekonomskih krogih bolj znan kot črni ponedeljek (Black Monday) – se je ameriški indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA) znižal za kar 508 indeksnih točk in končal trgovanje pri 1738 točkah. DJIA je ta dan izgubil kar 22,6 odstotka svoje vrednosti, kar je bil rekorden padec tega indeksa do tedaj. Za primerjavo naj dodam, da je to skoraj dvakrat več, kot so v povprečju izgubile delnice davnega leta 1929, ko je indeks DJIA izgubil kar 12,8 odstotka v enem dnevu (Chossudowsky 2002, 1).

Slika 5.12: Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) med letoma 1987 in 1988



Vir: Bigcharts (2010)

Ta dan je bilo na newyorški borzi sklenjenega tudi rekordno veliko prometa z vrednostnimi papirji, kar dvakrat več od dotedaj najbolj prometnega dne, ki je bil postavljen prejšnji trgovalni dan, to je v petek, 18. oktobra 1987. Mogoče je najbolj zastrašujoč podatek, da je ta dan »izpuhtelo« več kot 500 milijard dolarjev premoženja. To je najbolj prizadelo starejše ljudi, upokojece, saj so Združene države Amerike znane po tem, da ljudje za svojo pokojnino varčujejo v različnih delniških skladih, njihova vrednost pa se je zmanjšala za četrtno. Zanimivo pri tej pocenitvi delnic je bilo to, da ni prišlo do sesutja ekonomske aktivnosti, kot se je to zgodilo leta 1929 po tako imenovanem Velikem borznem zlomu. V primerjavi z letom poprej v nadaljevanju navajam nekaj hipotez, zakaj do tega ni prišlo:

- Malo posameznikov je imelo ves svoj denar vložen na borzi. Študija, ki sta jo izvedla Avery in Kennickell v svojem delu »Recent trends in wealth ownership, 1983–1998« (Doser 2002, 2) je pokazala, da je le 3 odstotke vseh gospodinjstev, ki so vložili denar na borzo, zaradi velikega padca utrpelo več kot 5 odstotkov izgube v naložbah. Le en odstotek vseh vlagateljev pa je izgubil več kot polovico vloženega premoženja.
- Stopnja kritja (margin rate), s katerim vlagatelji kupujejo delnice, je bila v letu 1987 75-odstotna. To pomeni, da mora kupec delnic le 25 odstotkov celotnega zneska plačati v gotovini, ostalo pa lahko poplača s kreditom. Leta 1929 je bila stopnja te vrste kreditiranja kar 90-odstotna.

Do popolnega zloma pa vendarle le ni prišlo v precejšnji meri tudi zaradi tega, ker je že v torek najpomembnejši indeks na ameriški borzi s sedežem v New Yorku (AMEX) pridobil 90 točk. Ta indeks je nekakšna protiutež indeksu DJIA, v njem pa je 20 najpomembnejših delnic, ki kotirajo na AMEX-u. Ta rast je dala spodbudo vlagateljem, tako da je tudi indeks DJIA 20. oktobra porasel za 126 točk, kar je pomenilo 7-odstotno rast (Doser 2002, 3).

Po tem velikem padcu na newyorški borzi se je razvilo več teorij, ki so hotele prikazati, zakaj je do tega sploh prišlo. Najpogosteje se omenjajo pojmi, kot so računalniško podprto borzno trgovanje (program trading), indeksna arbitraža (index arbitraging) in terminske pogodbe (futures contracts), kar lahko s skupnim izrazom označimo kot zavarovanje portfelja z ustreznim računalniško urejenim reagiranjem na tržna gibanja (portfolio insurance). Vendar bi prav to zavarovanje portfelja moralo zagotoviti varno naložbo in odpraviti oziroma zmanjšati tveganje na minimum.

Tehnologija je igrala glavno vlogo pri razvoju novih trgov, pri čemer so bile terminske pogodbe takrat relativno nov pojem. Začela se je uvajati avtomatizacija trgovanja, saj je vse večji promet onemogočal borzne posle brez prisotnosti računalniške tehnologije (Pascual 2002, 3–5).

Tudi pohlep je bil eden izmed pomembnih motivacijskih faktorjev na borznem trgu. Veliko prisluženega denarja pravzaprav ni imelo osnove v dolgoročno visoki rasti podjetij. Ljudje tudi niso resno vzeli alarma, ki se je zgodil na začetku oktobra, ko je

indeks prvič opazneje padel in to kar za 7 odstotkov. Večina špekulantov je v tem padcu videla možnost hitrega zaslužka, saj so cene delnic padle na zelo ugodno raven za nakup. Večina je pač predvidevala, da je prišlo le do korekcije tečajev delnic; 19. in 20. oktober pa sta pokazala, da je pravzaprav prišlo do velike panike na borznem trgu in do velikega pritiska na prodajni strani (Štor 2002, 24–25).

5.3.1 Vzroki ekonomske krize leta 1987

a) Pregret trg in psihološke reakcije vlagateljev

Strokovnjaki so ugotovili, da so tečaji delnic že previsoki in da lahko borzni balon kmalu poči. Zanimalo jih je do kam pravzaprav lahko zrastejo cene delnic, kje je tista zgornja meja. Glede na to, da je tudi ekonomska rast začela dosegati zgornjo mejo in da je bilo pričakovati konec obdobja prosperitete, so vlagatelji ob vsakem manjšem zdrsu tečajev že začeli prodajati svoje imetje na borzi.

Ob tem se poraja vprašanje, zakaj so cene pravzaprav sploh zrasle tako visoko. Za osemdeseta leta so bila značilna povezovanje oziroma sovražni prevzemi. Tista podjetja, ki so hotela pridobiti delnice nekega podjetja, so izdale zelo tvegane obveznice z visoko obrestno mero (junk bonds) in s tem denarjem kupile podjetje, katerega cena delnice se jim je zdela podcenjena. Nato so podjetje razdelili na več poslovnih enot in prodajali vsako posebej, za kar so dobili več, kot če bi prodali podjetje kot celoto. Ker pa so morebitni novi lastniki želeli večinski delež v podjetjih, so bili za delnice pripravljeni plačati visoko ceno.

Še en pomemben vzrok je bil v pretirani rasti delnic. V tem času so bili upravljalci premoženj pod velikim pritiskom, saj so vlagatelji, ki so imeli v investicijskih skladih vloženega veliko denarja, od njih zahtevali visoke in čimprejšnje dobičke. Tako so upravljalci skladov svoje poslovne odločitve sprejemali s ciljem doseganja čimprejšnjih in čimvišjih kratkoročnih dobičkov, namesto da bi se osredotočili na dolgoročno rast dobrih podjetij. Kot enega izmed vzrokov za padec delnic oktobra 1987 lahko navedem tudi počasno naraščanje obrestnih mer, ne da bi zato obstajali kakšni tehtni razlogi. Toda optimizem je bil še močnejši kot obrestne mere in tečaji so rasli še bolj intenzivno. Zvezne rezerve so se podobno kot Centralna banka v Nemčiji odločile obresti še zvišati, kar pa lahko opišemo kot »vbod v borzni balon, ki se je do takrat že močno napihnil«.

b) Računalniško podprto borzno trgovanje (program trading)

Program trading je eno izmed orodij, ki so občutno pripomogli k padcu delnic. Kaj ta pravzaprav zajema? Pri programiranem trgovanju gre za to, da posle sklepa računalnik sam in sicer samodejno. Ko so delnice zanihale navzdol, so računalniki, ki so sprogramirani, da ob določeni ceni delnice prodajo, to v velikih količinah zares naredili. To pa je bil še dodaten pritisk na padec delnic (močen pritisk na ponudbeni strani). Ker pa je bilo trgovanje z računalniki že dosti razširjeno, je dejansko prišlo do enormnih prodajnih količin, ki so trg dejansko spustile za 20 odstotkov nižje. Ironično je, da naj bi prav to računalniško trgovanje omogočalo posamezniku, da svoje premoženje ustrezno zavaruje pred velikimi padci tako, da padajoče delnice pravočasno proda. Kot se je izkazalo, so bili računalniki preveč obremenjeni z enormnimi količinami naročil, zato vseh naročil niso mogli izvršiti pravočasno. Prav zaradi takih primerov so nekatere borze računalniško podprto trgovanje prepovedale.

Primer:

Vlagatelj je, ko je uvidel, da je vrednost delnice začela strmo padati, hotel prodati svoje imetje pri ceni 100 dolarjev za delnico. Svoje naročilo je vnesel v računalnik, ki pa je imel v vrsti še veliko naročil. Vlagateljevo naročilo za prodajo delnic se je tako izvršilo npr. šele čez dobro uro, ko je bila cena že 85 dolarjev. Tako je izguba samo zaradi preobremenjenosti sistema znašala 15 dolarjev na delnico in če to pomnožimo s količino 1000 lotov, so bile izgube že za posameznike precejšnje. Nihče ni vedel, po koliko je pravzaprav delnico prodal, ker je računalniški sistem delal z zamudo. Posli so se sklepali po cenah, ki so bile precej drugačne od tistih, ki so bile v veljavi, ko je bilo naročilo oddano.

To sta v svojem delu omenila tudi Greenwald in Stein, ki sta prišla do ugotovitve, da je bilo transakcijsko tveganje (transactional risk) previsoko (Stein in Greenwald 1991, 443–62).

Takšno ugotovitev je podprlo tudi poročilo bradyjeve komisije, ki jo je ustanovila Reaganova administracija (Stern 2002, 2). Ta komisija je imela nalogo proučiti, zakaj je prišlo do tolikšnega padca tečajev. Kot glavni razlog se navaja še počasno računalniško izpisovanje (print) naročil, saj je bilo tisti dan vnešeno v računalniški sistem (DOT – designated order turnaround) kar za 396 milijonov delnic naročil.

c) Višje donosnosti alternativnih naložb

Poleti leta 1987 je donosnost na državne obveznice s 30-letnim rokom do dospelja (30-years U.S. bond) znašala kar 10 odstotkov na letni ravni. Tako je večina vlagateljev svoje naložbe iz delniškega trga preusmerjela na trg obveznic, saj so v tistem obdobju prinašale neprimerno več kot naložbe v takrat že zelo tvegane delnice (Štor 2002, 26).

5.4 Azijska finančna kriza (1997–1998)

Od leta 1982 smo bili na porajajočih se trgih kapitala (emerging markets) priča trem večjim finančnim krizam. Latinskoameriški dolžniški krizi v osemdesetih letih je sledila mehiška kriza v letih 1994–1995, v letih 1997 in 1998 pa je kriza prizadela nekatere azijske dežele (zlasti članice ASEAN-4 in Korejo), Rusijo in deloma Brazilijo, Argentino in nekatere druge južnoameriške države. Glede na to, da je najbolj prizadela svetovne kapitalske trge prav azijska finančna kriza, jo bom podrobneje predstavila.

Azijska kriza je svetovno strokovno javnost presenetila, saj je v letih pred krizo prišlo do precejšnjih neto pritokov tujega kapitala, a se je tok ob nastopu kriz radikalno obrnil. Razlogov za visoke pritoke tujega kapitala je bilo več. Liberalizacija računa plačilne bilance je porajajočim se gospodarstvom omogočila ugodnejši dostop do mednarodnih finančnih trgov. K pritokom tujega kapitala je pripomoglo tudi zmanjšanje donosnosti finančnih instrumentov na razvitih trgih kapitala in ocene tamkajšnjih udeležencev, da premije, ki jih nudijo finančni instrumenti na porajajočih se trgih kapitala, opravičujejo njihovo dodatno tveganje. Neto pritoki kapitala so bili povezani s precejšnjimi primanjkljaji v tekočem delu plačilne bilance azijskih držav. Pomembna značilnost je bila tudi ta, da je prišlo do precejšnjih negativnih učinkov na druga gospodarstva, ki so bila s prizadetimi gospodarstvi le posredno povezana (»spillover effects«). To krizo sta spremljali valutna kriza in kriza v bančnem sektorju, ključni element reševanja pa je bilo prestrukturiranje dolgov prizadetih držav.

Azijska kriza je bila v marsičem specifična. Makroekonomske razmere v prizadetih azijskih deželah pred krizo so bile bistveno ugodnejše kot v Mehiki ali pa v Latinski Ameriki. Za azijske države so bile značilne fiskalna in monetarna disciplina, visoka stopnja gospodarske rasti, razmeroma nizka stopnja inflacije, visoka in stabilna stopnja zasebnega varčevanja ter razmeroma nizka stopnja brezposelnosti (Strašek 1998,

81–88). Prav tako je bilo za azijske dežele značilno manj strukturnih nesorazmerij. K presenečenju v zvezi z nastopom azijske krize je pripomoglo tudi dejstvo, da je bilo svetovno gospodarstvo kot celota v času pred azijsko krizo v vzponu, medtem ko so se zlasti pred dolžniško krizo v osemdesetih letih razvita gospodarstva nahajala pred recesijo.

Do povečanja kapitalskih pritokov na porajajoče se trge kapitala je prišlo predvsem v osemdestih letih, v prvi polovici devetdesetih let pa so se pritoki portfeljskih naložb še dodatno okrepili. Povečano dostopnost tujih virov financiranja so dežele v razvoju sprejele s široko razprtimi rokami, saj naj bi ta vzvod povečal njihove možnosti za visoko gospodarsko rast. Po drugi strani pa se je s povečanjem neto kapitalskih pritokov povečala občutljivost ekonomij na nestanovitnost teh tokov.

5.4.1 Razlogi za nastanek azijske finančne krize

Razlogi azijske finančne krize so bili precej globlji, kot so kazali prvi površinski pogledi na to krizo. Izvirali so iz poslabšanja temeljnih makro- in mikroekonomskih dejavnikov v obravnavanih državah. Temeljni dejavniki so naslednji:

a) Visok primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance

Visok primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance naj bi bil v skladu s tradicionalno literaturo eden najpomembnejših virov trenj na finančnih trgih. Obsežni primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance je bil za azijska gospodarstva v devetdesetih letih prej pravilo kot izjema. Razmerje med primanjkljajem v tekočem delu plačilne bilance in bruto domačim proizvodom vzhodnoazijskih »tigrov«, je v letih pred krizo znašalo razmeroma visokih pet odstotkov. V letu 1997 so špekulantje napadli predvsem valute tistih držav, ki so v devetdesetih letih izkazovale precejšnji plačilnobilančni primanjkljaj, in v največji meri povzročili upad prav tečajev teh valut. Stopnja korelacije med depreciacijo teh valut in stopnjo primanjkljaja v letu pred krizo je tako znašala razmeroma visokih +0,50. Tuje neposredne investicije so v različnih državah v Aziji igrale precej različno vlogo pri financiranju deficita. Medtem ko se je v Južni Koreji in na Tajskem tri leta pred krizo le manjši del deficita financiral s pomočjo neposrednih investicij (14 oziroma 16 odstotkov), so neposredne investicije v Indoneziji in Maleziji pokrile večino ali celo celotni primanjkljaj. Poleg tega so bili ostali neto

pritoki kapitala dovolj veliki, da so deficitu vodili v povečanje deviznih rezerv. Sedem let pred krizo so se mednarodne rezerve v vseh treh deželah povečale za sto do dvesto odstotkov, ponekod celo več (Filipini) (Corsetti 2002, 13–16). Sterilizacija teh rezerv je pripomogla k temu, da so domače obrestne mere postale visoke ter da pritoki kapitala niso upadli, s čimer se je nadaljeval pritisk na apreciacijo tečaja.

b) Produktivnost investicij

Večji primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance sam po sebi ne predstavlja razloga za zaskrbljenost. Pomembno vprašanje pa je, kje so viri tega primanjkljaja in kako je ta primanjkljaj porabljen. Za podkapitalizirana gospodarstva z dobrimi investicijskimi priložnostmi je primanjkljaj celo zaželen. Ob tem velja opozoriti na naslednjo enačbo:

$$\text{Saldo tekočega dela plačilne bilance} = S (\text{nacionalno varčevanje}) - I (\text{investicije})$$

Enačba pravi, da primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance lahko nastane bodisi kot posledica zmanjšanja narodnogospodarskega varčevanja in/ali povečanja investicij. Primanjkljaj, ki je posledica zmanjševanja stopnje varčevanja, je po konvencionalnem prepričanju bolj problematičen kot primanjkljaj, ki je posledica porasta investicij. Ali povedano nekoliko drugače, izposojanje v tujini za potrebe financiranja novih investicij naj bi bilo v skladu s konvencionalno miselnostjo manj »nevarno« kot izposojanje za financiranje domače potrošnje. Investicije naj bi namreč povečale produktivne zmogljivosti gospodarstva in vodile v večji izvoz v prihodnosti, zmanjševanje prihodnjega trgovinskega in plačilnobilančnega primanjkljaja ter poplačilo zunanjih dolgov. Vendar pa visoke investicije same po sebi še niso tudi »opravičilo« za primanjkljaj. Pogoj je, da so te investicije tudi dovolj produktivne – njihova pričakovana donosnost mora biti višja od stroškov kapitala, investicije pa naj bi bile usmerjene predvsem v proizvodne zmogljivosti oziroma takoimenovan »traded« sektor, ne pa v »non-traded« sektor gospodarstva (sem sodi zlasti gradnja poslovnih stavb in zasebnih stanovanj ter investicije v razvoj storitev, ki so usmerjene skoraj izključno na domači trg). Ključni predpogoj, da se investicije usmerijo produktivo pa je, učinkovit finančni sektor.

Stopnja narodnogospodarskega varčevanja azijskih tigrov je bila visoka, saj je v letih pred krizo dosegla med zelo visokih 30 do 35 odstotkov BDP (v Singapurju na primer

skoraj polovico). Zunanji primanjkljaj v teh deželah je bil predvsem posledica visokih investicij, ki so v devetdesetih letih presegale 30 odstotkov BDP, v nekaterih primerih celo 40 odstotkov (Veselinovič in Kleindienst 2000, 26–27). Vendar pa te investicije niso bile namenjene povečevanju produktivnih zmogljivosti gospodarstva, temveč so bile neke vrste kvazi potrošnja (na primer izgradnja luksuznih hotelov), torej neproduktivne investicije.

c) Proračunski primanjkljaj

Negativna gibanja v plačilni bilanci niso bila rezultat proračunskega primanjkljaja, saj je večina držav pet let pred krizo izkazovala celo proračunski presežek. Površni pregled pa je varljiv, saj je visoka stopnja rasti kreditov v bančnem sektorju v letih pred krizo vodila v veliko število slabih posojil. V skladu z ocenami IMF so stroški čiščenja bančnega sistema v letu 1998 dosegli 15 odstotkov BDP (po nekaterih manj uradnih in novejših ocenah pa celo med 20 in 30 odstotki BDP). Ti stroški so bili implicitna fiskalna obveznost že pred tem, saj so nastali pred krizo.

d) Visoka stopnja zadolženosti gospodarstva in podjetij

Azijska gospodarstva so bila v času pred krizo močno zunanje zadolžena. Stopnja celotne zunanje zadolženosti azijskih držav pred krizo sicer ni bila zaskrbljujoča. Razmerje med zunanjim dolgom in BDP teh gospodarstev je konec leta 1996 v povprečju znašalo 30 odstotkov, kar ni bilo nič več kot konec leta 1990. Ne preveč zaskrbljujoč je bil delež kratkoročnega dolga v celotni zadolženosti, čeprav je res, da je v času od leta 1990 do 1996 narasel s 30 na 35 odstotkov celotnega dolga (Strašek 1998, 81). Precej drugačno sliko pa da razmerje med kratkoročnim dolgom in mednarodnimi rezervami. Mednarodne rezerve naj bi bile dovolj visoke, da zagotavljajo nemoteno servisiranje zunanjega dolga, vključno z odplačevanjem kratkoročnega dolga v primeru prekinitve kreditnih linij. Kratkoročni dolg Južne Koreje in Indonezije se je do konca leta 1996 povzpел na visokih 203 oziroma 177 odstotkov deviznih rezerv, na Tajskem pa na prav tako visokih 100 odstotkov.

Devizne rezerve teh držav tako že konec leta 1996 niso zadoščale za kritje kratkoročnih obveznosti v primeru, da tuji upniki ne bi podaljševali kratkoročnih dolgov. Leta 1997 je kriza nastopila v trenutku, ko so tuji upniki prekinili s podaljševanjem kratkoročnih kreditnih linij domačim poslovnim bankam. Tamkajšnje banke so bile visoko

kratkoročno zadolžene, saj je konec leta 1996 delež mednarodnih kratkoročnih obveznosti (do enega leta) domačih poslovnih bank v celotnih obveznostih do tujih bank presegel 50 odstotkov. Za azijska gospodarstva je bila značilna tudi visoka stopnja zadolženosti zasebnega realnega sektorja. Povprečno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom (debt-to-equity ratio) 30 korejskih konglomeratov je na primer konec leta 1996 znašalo kar 3,33 (za ZDA je na primer značilno razmerje 1).

e) Devizni tečaji

Zlasti ob nastopu finančne krize se je kot enega temeljnih razlogov za pojav krize navajala precenjenost deviznih tečajev tamkajšnjih dežel. Naj ob tem spomnimo, da so bili tečaji njihovih valut v veliki meri vezani na košarice tujih valut, v katerih je imel največjo težo ameriški dolar. Stabilnost valut je visoke pritoke kapitala dodatno pospešila, saj so bili obrestni diferenciali za tuje posojilodajalce ugodni, hkrati s tem pa so tudi oni sami tečajno tveganje ocenili kot nizko. Do apreciacije valut je prišlo predvsem v deželah, v katerih košaricah je imel prevladujoč delež ameriški dolar, medtem ko so devizni tečaji dežel z bolj fleksibilnim tečajnim režimom (Južna Koreja in Tajvan) v tem obdobju celo deprecirali. Do največje apreciacije omenjenih azijskih valut je zaradi močne apreciacije dolarja prišlo v mesecih pred začetkom krize. Prav tako drži, da so največje poslabšanje v trgovinski bilanci zabeležile predvsem dežele z največjo realno apreciacijo tečaja. Kljub temu pa so dokazi o tem, da bi bili tečaji azijskih valut pred krizo občutneje precenjeni, vendarle razmeroma šibki. Po nekaterih ocenah naj bi realni tečaji omenjenih valut v času od konca leta 1990 do pomladi 1997 appreciarali za 11 odstotkov, kar pa naj ne bi bile kritične vrednosti. Do napada na azijske valute je prišlo predvsem zaradi neupravičeno visokih stopenj zadolženosti gospodarstva, v precej manjši meri pa zaradi realne precenjenosti tečajev (Corsetti 2002, 17–20).

f) Stopnja inflacije

Stopnja inflacije v prizadetih državah je bila v petih letih pred krizo z redkimi izjemami (Indonezija) zmerna in se je tipično gibala med 4 in 9 odstotki letno, v zadnjih dveh letih pred krizo pa se je celo znižala. Vendar pa so težave v bančnem sektorju vzbudile pričakovanja glede ekspanzivnejše monetarne politike v prihodnje (kar se je v nadaljevanju tudi zgodilo). Nominalne deprecije azijskih valut v letu 1997 so bile

tako v precejšnji meri v skladu s pričakovanji inflacijskih posledic sanacije bančnega oziroma finančnega sektorja (Veselinovič in Kleindienst 2002, 29).

g) Pretirana samozavest

Azijske dežele so bile v določeni meri tudi žrtve lastnega uspeha. Omamljene z visokimi stopnjami rasti njihovih gospodarstev, ki smo jim bili z manjšimi zastoji priča vse do šestdesetih let prejšnjega stoletja, so težave, ko so pričele prihajati na površje, v glavnem zanikale. Prepričane so bile, da so na tipe kriz, ki so prizadele Južno Ameriko v osemdesetih letih, imune. Deloma je njihova samozavest utemeljena, saj so bile njihove ekonomije v precej ugodnejšem položaju od južnoameriških pred začetkom tamkajšnje krize. IMF je na primer Tajsko na možne težave opozoril že v začetku leta 1997, vendar je imel precejšnje težave s prepričevanjem tamkajšnjih oblasti. Konec oktobra 1997 se je pričela tudi kriza v Južni Koreji. Že v začetku leta 1997 je Južno Korejo prizadela serija bankrotov, tečaji delnic na domačem trgu pa so dosegli najnižjo raven v zadnjih štirih letih. Pomembnejših reakcij na te signale s strani domačih oblasti pred začetkom krize ni bilo.

h) Posebni dejavniki

Azijska gospodarstva so imela tudi nekaj smole, saj jim pred krizo niso šli v prid niti dejavniki, na katera sicer niso imela praktično nobenega vpliva. Pred krizo so jih namreč prizadeli določeni sektorski šoki in poslabšanje pogojev trgovanja (terms of trade), ki so vplivali na poslabšanje trgovinske bilance. Svoje je k temu pripomogla tudi močna apreciacija ameriškega dolarja napram jenu in evropskim valutam, ki je povzročila poslabšanje konkurenčnosti večine azijskih dežel, katerih valute so bile efektivno vezane na ameriški dolar. Dodaten udarec konkurenčnosti je povzročila tudi čedalje pomembnejša vloga Kitajske v regiji, k povečanju primanjkljaja v plačilni bilanci pa je prispevala tudi stagnacija japonskega gospodarstva. Gospodarstva jugovzhodne Azije so bila na te spremembe zelo občutljiva, saj jih je bila večina močno odprtih (povprečno razmerje med vsoto izvoza in uvoza in BDP je znašalo 48 odstotkov). Za vrsto dežel v regiji (zlasti za Indonezijo, Korejo, Tajsko in Malezijo) pa je bila v času pred krizo značilna tudi politična nestabilnost (Veselinovič in Kleindienst 2002, 17–18).

5.4.2 Vloga portfeljskih naložb v azijski finančni krizi

V osemdesetih letih 20. stoletja je prišlo do povečanja kapitalskih pritokov na porajajoče se trge kapitala, v prvi polovici devetdesetih let pa so se pritoki portfeljskih naložb še dodatno okrepili. Povečano dostopnost tujih virov financiranja so dežele v razvoju sprejele z zadovoljstvom, saj naj bi ta vzvod povečal njihove možnosti za visoko gospodarsko rast. Po drugi strani pa se je s povečanjem neto kapitalskih tokov povečala občutljivost azijskih ekonomij na nestanovitnost teh tokov. V nadaljevanju bom pojasnila, v kolikšni meri so k azijski krizi pripomogle portfeljske investicije.

V zvezi z nastankom azijske ekonomske, valutne in finančne krize v letih 1997 in 1998 sta se pojavili dve temeljni ekonomski hipotezi (Veselinovič in Kleindienst 2002, 18):

Hipoteza 1: Ključni razlog za začetek in zaostritev finančne krize je bila nenadna sprememba v pričakovanjih udeležencev finančnega trga oziroma njihovo prekomerno reagiranje in špekulativni motivi. Čeprav so poslabšanja temeljnih dejavnikov v prizadetih gospodarstvih prispevala h krizi, je največji del krize moč pripisati predvsem paniki domačih in tujih investorjev ter neprimernemu odzivu mednarodnega denarnega sklada (IMF).

Hipoteza 2: Kriza je bila posledica predvsem strukturnih neravnovesij v gospodarstvu ter poslabšanja temeljnih (zlasti makroekonomskih) dejavnikov. Prekomerno reagiranje investorjev (čredni nagon) je krizo le zaostriilo v večji meri kot so to narekovali temeljni dejavniki, nikakor pa njihova dejanja niso bila povzročitelj krize.

Preden se lotim vpliva portfeljskih naložb na krizo, naj opozorim še na dve pomembni dejstvi oziroma razmerji:

a) **Kapitalski tokovi** ne predstavljajo le tokov lastniškega kapitala, temveč vse tokove, ki potekajo prek kapitalskega računa plačilne bilance. Kapitalske tokove lahko razdelimo na naslednje tokove:

neto kapitalski tokovi =

- + neto zasebni kapitalski tokovi (private capital flows)
 - neto tuje portfeljske naložbe
 - neto tuji bančni krediti
 - neto tuje neposredne naložbe
 - neto krediti iz nebančnih virov
- + neto uradni kapitalski tokovi (official capital flows)
- + drugo (napake in izpustitve)

b) V zvezi s plačilno bilanco velja naslednja enačba:

tekoči račun plačilne bilance

- + neto tuje neposredne investicije
- + neto pritoki kapitala
- = sprememba mednarodnih rezerv

Vir: Veselinovič in Kleindienst (2000, 20)

Gornja enačba enostavno pomeni to, da do zmanjšanja (povečanja) mednarodnih rezerv pride tedaj, ko je vsota pozitivnih neto tujih neposrednih investicij in drugih neto pritokov kapitala manjša od primanjkljaja v tekočem računu plačilne bilance. V primeru, da je višina mednarodnih rezerv na optimalni ravni ali pod njo, mora država primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance nujno financirati z neto pritokom tujega kapitala, vprašanje je le, iz katerih virov ta kapital priteče. V primeru azijske finančne krize so uradni kapitalski tokovi odigrali razmeroma obrobno vlogo (večina kapitalskih tokov je bila kanalizirana preko bančnega in zasebnega realnega sektorja). V času pred azijsko finančno krizo je njihov delež v celotnih kapitalskih tokovih prizadetih dežel znašal le 9,5 odstotka.

Tabela 5.3: Stopnja nihanja posameznih kategorij neto kapitalskih tokov

	Letni standardni odklon deleža v BDP		Koefficient variacije **	
	1980–1989	1990–1999	1980– 1989	1990–1999
ASEAN-4 + J. Koreja				
Neto tuje neposredne naložbe	0,3	0,3	0,5	0,2
Neto portfeljski tokovi	0,3	0,9	1,0	0,9
Drugi neto kapitalski tokovi *	2,0	3,0	1,0	3,1
Dolgoročni	1,1	1,3	0,7	-
Kratkoročni	1,1	3,3	2,4	3,5

* Povezane z instrumenti, s katerimi se ne trguje na sekundarnem trgu kapitala (predvsem dolgoročni in kratkoročni bančni krediti).

** Koefficient variacije je razmerje med standardnim odklonom in povprečjem

Vir: Veselinovič in Kleidienst (2000, 20)

Tabela 5.3 kaže stopnjo nihanja posameznih kategorij kapitalskih tokov. Iz tabele je razvidno, da so bile neto neposredne tuje investicije tako v osemdesetih kot v devetdesetih letih najmanj nestanovitna kategorija neto kapitalskih tokov. Prav tako pomembna pa je ugotovitev, da so bile neto portfeljske naložbe bistveno manj nestanovitna kategorija kapitalskih tokov kot druge neto naložbe, med katere sodijo predvsem bančna in komercialna posojila. V devetdesetih letih (deloma pa tudi v osemdesetih) je bila stopnja nihanja neto portfeljskih naložb bistveno nižja celo od dolgoročnih bančnih in trgovinskih posojil. V primeru petih azijskih dežel, ki jih je kriza najbolj prizadela, je bila stopnja nihanja portfeljskih naložb glede na obe uporabljeni merili tveganja celo trikrat nižja od stopnje nihanja drugih neto naložb (predvsem kratkoročnih in dolgoročnih bančnih in komercialnih posojil).

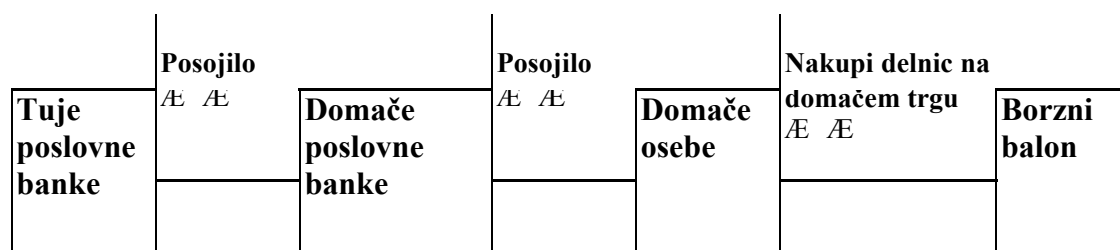
Omenimo še, da so bili neto zasebni kapitalski tokovi na porajajočih se trgih kapitala v devetdesetih letih vseskozi pozitivni. Vseskozi sta bila pozitivna tudi dva izmed temeljnih elementov teh tokov – neto neposredne naložbe in neto portfeljske naložbe. Povsem drugačna ugotovitev pa velja za druge neto naložbe (bančni in komercialni krediti), katerih predznak se je v času azijske krize leta 1997 in 1998 spremenil v negativnega. Iz petih azijskih držav, ki jih je kriza najbolj prizadela (Filipini, Indonezija, Južna Koreja, Malezija in Tajsko), je odteklo več kot 50 milijard dolarjev zasebnega

kapitala. Vendar pa do odtoka ni prišlo zaradi neto portfeljskih naložb, temveč skoraj izključno iz naslova odtokov dolžniškega (zlasti kratkoročnega) kapitala.

Do največjega odtoka dolžniškega kapitala je prišlo zato, ker posojilodajalke (zlasti tuje zasebne banke) državam v krizi niso hotele obnoviti kratkoročnih kreditov. Ker je bilo najete kratkoročne kredite potrebno odplačati, novih pa ni bilo, je nastopila velika vrzel, ki so jo morale zapolniti mednarodne finančne institucije, zlasti IMF. Drži sicer, da je azijskim deželam težave povzročilo tudi zmanjšanje pritoka portfeljskih naložb, ker so bile zaradi visokega primanjkljaja v tekoči bilanci od njih odvisne. Vendar pa je povsem jasno, da je bila vloga tujih portfeljskih naložb v azijski krizi bistveno manjša od vloge dolžniškega kapitala. »Vroči« ali »špekulativni« kapital se je torej v primeru Azije pretakal predvsem v obliki bančnih (zlasti kratkoročnih) kreditov. Iz primera azijske krize je razvidno tudi to, da se v primeru krize tuji kapital v obliki portfeljskih naložb vrne prej kot pa dolžniški kapital.

V azijskih državah je do močnih padcev tečajev delnic v veliki meri prišlo tudi kot posledica panike in prodaj s strani domačih investitorjev. Tudi v tem primeru je pomembno vlogo odigral bančni sektor (slika 5.13). Tako so na primer malezijske banke v letih pred krizo skoraj polovico kreditov domačim rezidentom namenile za nakup nepremičnin in delnic na tamkajšnjem trgu. Kreditna ekspanzija pa je bila v veliki meri pospešena z najemanjem kreditov s strani domačih bank v tujini. Tudi k napihovanju tečajev delnic in cen nepremičnin je torej v precejšnji meri pripomoglo pospešeno zadolževanje domačega bančnega sektorja v tujini (Veselinovič in Kleindienst 2000, 21–23).

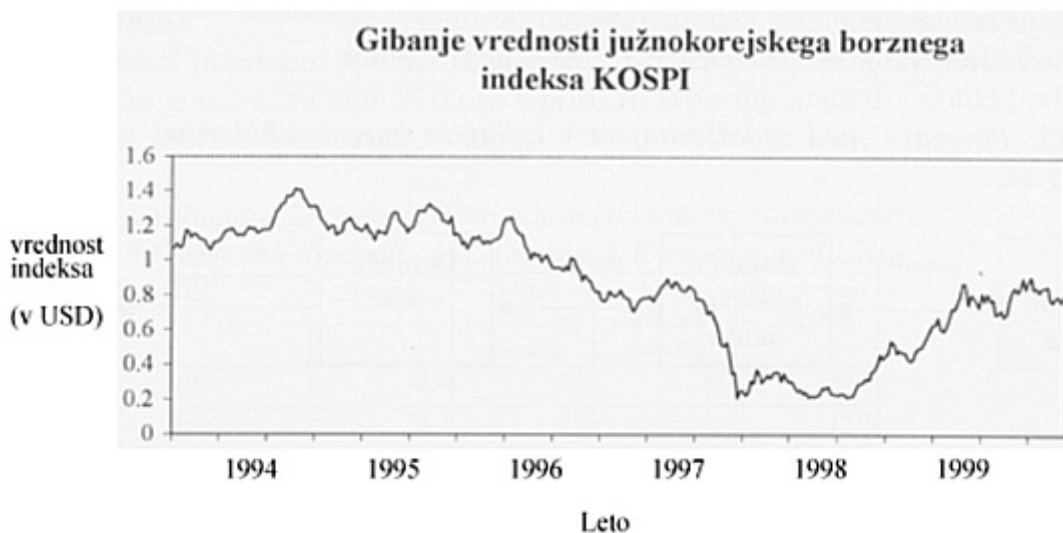
Slika 5.13: Povezava med zadolževanjem v tujini in borznim balonom v primeru azijske krize



Vir: Veselinovič in Kleindienst (2000, 23)

Na vračanje tujih portfeljskih naložb na azijske trge kapitala kažejo tudi gibanja tečajev na tamkajšnjih trgih v naslednjih dveh letih po krizi. Slika 5.14 kaže gibanje južnokorejskega borznega indeksa KOSPI, izraženega v ameriških dolarjih (v dolarjih zato, da se izloči vpliv depreciacije tamkajšnje valute).

Slika 5.14: Gibanje vrednosti južnokorejskega borznega indeksa KOSPI med letoma 1994 in 2000



Vir: Veselinovič in Kleindienst (2000, 24)

Iz prikaza je razvidno dvoje:

1. Do pomembnega padca tečajev delnic na korejskem trgu je prišlo že pred nastopom finančne krize. V času od 6. novembra 1994 do 23. marca 1997 (nekaj mesecev pred začetkom finančne krize) so tečaji tamkajšnjih delnic upadli za visokih 50 odstotkov in dosegli najnižjo vrednost v zadnjih štirih letih. Trg kapitala je vsaj v tem primeru predstavljal signal, da je v gospodarstvu nekaj močno narobe in s tega vidika odigral koristno vlogo (oziroma bi jo lahko, če bi korejske in mednarodne oblasti ta signal v večji meri upoštevale).
2. V času od 23. marca do 14. decembra 1997 je vrednost indeksa upadla za nadaljnjih 70 odstotkov in tako dosegla le 15 odstotkov vrednosti izpred treh let. Po tem se je vrednost indeksa KOSPI močno povečala in je sredi februarja leta 2002 dosegla 98 odstotkov vrednosti, ki jo je imel indeks pred začetkom azijske krize (konec junija 1997). To je donosnost v ameriških dolarjih, vemo pa, da je dolar v tem času močno apreciiral. Donosnost korejskega indeksa KOSPI v času od 9. februarja 1997 do

konca marca 2000 v nemških markah je znašala +19 odstotkov.

Do večje rasti tečajev delnic je dve leti po krizi prišlo tudi na ostalih trgih v regiji, vendar pa današnja raven tečajev delnic v teh deželah še vedno občutno zaostaja za ravno tečajev pred krizo (merjeno v ameriških dolarjih za med 40 in 75 odstotki). Do največjega porasta tečajev je prišlo v že omenjeni Južni Koreji in v manjši meri v Maleziji (še vedno 40 odstotni zaostanek), to je v deželah, ki sta po finančni krizi najbolj okrevale in katerih trga kapitala sta od vseh tamkajšnjih trgov tudi daleč največja (Veselinovič in Kleindienst 2000, 24–25).

5.5 Zlom tehnološke borze (The NASDAQ Crash)

Začetki borze NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) segajo v leto 1971, ko se je na tej borzi začelo trgovati s približno 2500 različnimi vrednostnimi papirji. S povezavo več kot 500 terminalov, ki so povezovali borzne posrednike preko mreže, je avtomatizirala trgovanje z delnicami OTC (over the counter) trga, tako da običajno trgovanje na parketu (»floor trading«) ni bilo več potrebno.

Vloga borze NASDAQ je predvsem v lansiranju manjših podjetij. Na njej kotira več podjetij kot na newyorški borzi (NYSE), vendar njihova tržna kapitalizacija predstavlja le 18 odstotkov NYSE. Ta je konec leta 2001 znašala 3.600 milijard ameriških dolarjev, pomemben podatek pa je, da se je od leta 1992 do 2002 povečala za več desetkrat.

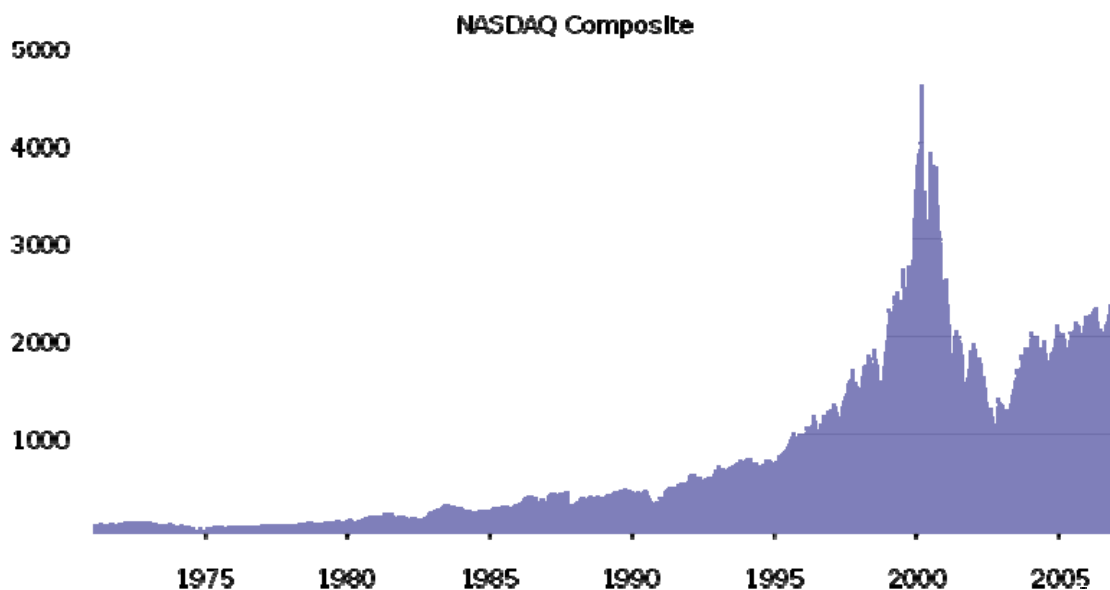
Indeks Nasdaq Composite je reprezentativen indeks borze in ga izračunavamo od prvega dne, 5. februarja 1971, ko so mu določili osnovo 100. Danes je v indeks vključenih več kot 3000 podjetij, ki se ukvarjajo predvsem z dejavnostmi, ki so povezane z novimi tehnologijami. Tako imajo največjo utež pri izračunavanju indeksa podjetja kot so: Microsoft, Apple, Cisco Systems, Google, Intel, Oracle, Yahoo, Amazon.com in drugi (Štor 2002, 37).

5.5.1 Nenormalno visoka rast delnic v letu 1999

Čeprav zametki interneta segajo že v leto 1969, ko so Američani v okviru Ministrstva za obrambo ustanovili agencijo za napredne raziskovalne projekte (DARPA), katere namen je bil zagotoviti tehnološko premoč ZDA, pa je rojstvo interneta kot ga poznamo danes omogočila uvedba TCP/IP protokola v začetku leta 1983. Kljub potencialu internet vse do leta 1991 ni pritegnil večjih množic uporabnikov, niti ni pritegnil pozornosti medijev in gospodarstva. Leta 1991 je bila dovoljena uporaba interneta tudi v komercialne namene, a se privatni sektor ni navdušil za vlaganje vse do leta 1993. Tega leta postane internet tema več člankov v različnih tiskanih medijih. Članki so pritegnili zanimanje splošne javnosti in internet začne s svojim pohodom (Rosenfeld 2003, 6–7). Podjetja uvidijo, da jim internet lahko prinese zelo visoke dobičke, če ga uspejo približati širši množici. Prvim uspe preboj v letu 1994 – pojavi se internetni iskalnik Yahoo, prva spletna knjigarna Amazon, leto kasneje spletna trgovina Ebay... Internet kmalu postane svetovno tržišče, lastniki spletnih podjetij pa bogataši.

Številna tehnološka podjetja začnejo s prvimi javnimi prodajami delnic (*angl. initial public offering*, v nadaljevanju tudi IPO). Te se prodajajo s premijami, lastniki pa čez noč postanejo milijonarji. Število IPO-jev je iz leta v leto naraščalo, ljudje pa so v prepričanju, da gre za »novo ekonomijo«, kjer so borzni zlomi nemogoči, hlatali za delnicami. Milijone dolarjev so vlagali v družbe, ki sploh še niso izkazovale nobenih dobičkov. Delnice so postajale nesramno drage, a bolj ko se je balon napihoval, bolj vneto so investitorji pihali vanj. Precenjenost so nakazovali vsi temeljni dejavniki vrednotenja, a so investitorji, tudi profesionalni, znova našli argumente, ki so utemeljevali takšna vrednotenja. Argumenti, kot npr. »tokrat je drugače, gre za novo dobo«, so bili vse prej kot profesionalni. Akademike, ki so opozarjali na napihovanje balona, so imeli za bedake. Od leta 1996 do leta 2000 se je vrednost borznega indeksa Nasdaq povečala za petkrat. Samo v letu 1999 je bilo 457 prvih javnih prodaj (večinoma tehnoloških podjetij), kar 117 podjetij pa je že prvi dan podvojilo svojo vrednost delnic.

Slika 5.15: Zgodovinski graf borznega indeksa NASDAQ Composite



Prikazana vrednost indeksa (v točkah) med letoma 1975 in 2005.

Vir: Wikipedia (2008)

Od leta 1999 pa do prve polovice leta 2000 je Fed šestkrat povišal obrestno mero, pri čemer je hitro razvijajoče se gospodarstvo začelo izgubljati svojo hitrost. V začetku leta 2000 se je na borzne trge vrnila realnost. Vlagatelji so kmalu spoznali, da so »pika com« sanje v resnici borzni balon. Indeks Nasdaq je dosegel svojo najvišjo vrednost 10. marca 2000 (5048,62 točk), že aprila pa je sledil strm padec. V nekaj mesecih je indeks izgubil tri tisoč točk, dno pa je dosegel oktobra 2002, ko je od vrha izgubil 78 odstotkov svoje vrednosti. Kot primer lahko navedem, da je vrednost delnice podjetja Microstrategy padla s 3500 ameriških dolarjev na štiri dolarje. Gospodarstvo je zašlo v recesijo. Številna podjetja so izginila z zemljevida s takšno hitrostjo, kot so se na njem pojavila. Ljudje so ostali brez služb, mnogi tudi brez življenjskih prihrankov (Kastelic 2008, 34–35)

5.5.2 Razlogi za kolaps na borzi NASDAQ ter mnenja strokovnjakov

Dogajanje na tehnološki borzi ob koncu prejšnjega stoletja lahko povežemo s Kindlebergerjevo teorijo o špekulativnih balonih. Gospodarstvo sprva doživi šok, ki ga povzroči neka novost ali izzum, v tem primeru nova tehnologija, predvsem internet. Delnice povezane s tehnologijo poskočijo in pritegnejo pozornost mnogih investorjev,

tudi neveščih trgovanja z vrednostnimi papirji. Nizke obrestne mere še podkurijo rast, višje cene pa privabijo željne zaslužkov. Ko cene zrastejo do nevzdržnih ravni in se kupci utrudijo, borzni balon počí. Ta interpretacija tehnološkega balona, kjer ljudje izgubijo razum v želji po velikih zasluškah, je široko sprejeta, a podobno kot pri ostalih zgodovinskih primerih, ostajajo številna vprašanja odprta.

Največ prahu med strokovnjaki, ki iščejo odgovore, so dvignile prav javne prodaje delnic. Smith (2004, 304) ugotavlja, da je pri prvih javnih prodajah prihajalo do umetno ustvarjenega pomanjkanja ponudbe, saj je večina majhnih tehnoloških podjetij na trgu, ponudila le nekaj odstotkov svojih delnic.

Leta 1996 je povprečni donos prvega dne po javni prodaji znašal 17 odstotkov, leta 1999 kar 73 odstotkov, leta 2000 pa 54 odstotkov. Delnice zgolj internetnih podjetij so v letih 1999 in 2000 prvi dan beležile povprečno kar 89-odstotno povečanje vrednosti. Ti podatki se močno razlikujejo od tistih iz prejšnjih obdobj ter predstavljajo glavno značilnost tehnološkega balona (Ljungqvist in Wilhelm 2003, 723).

Cene delnic ob prvi javni prodaji so bile običajno postavljene zelo nizko. Demersova in Lewellenova (2003, 413–437) menita, da ne po naključju. Šlo naj bi za premišljeno marketinško potezo. Ustanovitelji podjetij in lastniki tveganega kapitala, vloženega v podjetja so namerno del svojih sredstev ponudili po izjemno nizki ceni, saj so bili visoki skoki prvi dan trgovanja medijsko odmevni. Izpostavljenost v medijih je za majhna internetna podjetja pomenila odlično reklamo, večji obisk njihovih spletnih strani in posledično večji tržni delež. Ker so lastniki prodali le majhen delež podjetja, se je vrednost preostanka močno zvišala. Tako je šlo pri prvih korakih večine internetnih podjetij za iznajdljivost lastnikov.

Smith (2004) ter Ljungqvist in Wilhelm (2003) navajajo še eno nezamerljivo dejstvo, ki je napihovalo internetni balon. Tržni analitiki velikih investicijskih bank, ki svetujejo svojim strankam, so se znašli v veliki dilemi. Investicijske banke namreč posredujejo pri prvi izdaji delnic in pobirajo provizijo za svoje delo. Pri več izdajah, ko sodelujejo, več dobička si lahko obetajo. Ko so banke sprevidele, da vse več tehnoloških podjetij želi izdati delnice, so njihovi analitiki začeli objavljati optimistične napovedi za ta podjetja. Smiselno je, da podjetje, ki želi izdati delnice, tega ne bi storilo pri

investicijski banki, ki bi podjetju napovedala črno prihodnost. To so počeli tudi nekateri priznani analitiki, čeprav so s tem na kocko postavili svoj ugled. Nakupna priporočila so prekašala prodajna, kar je še dodatno povečalo navdušenje vlagateljev za tehnološke delnice.

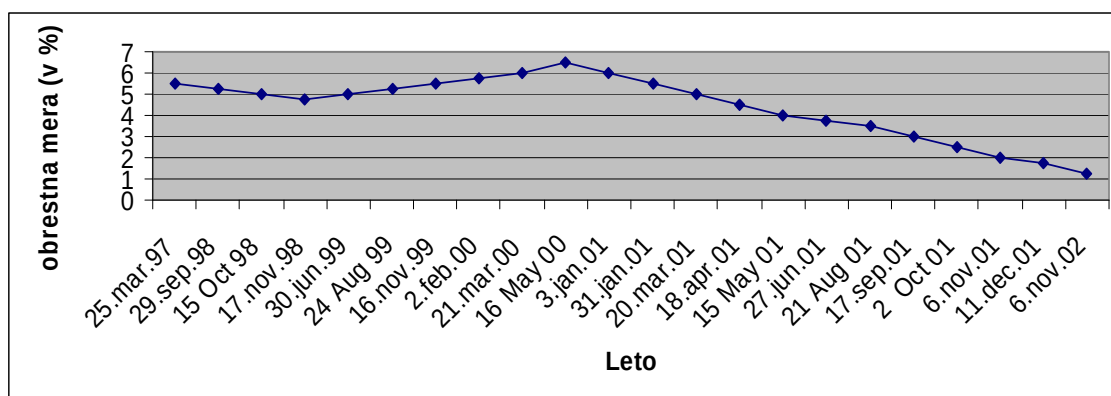
Ofek in Richardson (2003, 1113–1137) vzrok za ekstremno rast tehnoloških delnic najdeta v nezmožnosti prodaj na kratko s strani investorjev, ki niso verjeli zgodbi o »novi ekonomiji«. Prodajalec na kratko stavi na padec borznega tečaja določene delnice. Delnico si sposodi in jo proda v upanju, da jo bo kasneje lahko kupil nazaj po nižji ceni. Ker je bila količina delnic tehnoloških podjetij majhna, optimističnih vlagateljev pa več kot pesimističnih, slednji niso mogli priti na svoj račun. Delnic za prodajo na kratko si preprosto ni bilo mogoče izposoditi. Avtorja ugotavljata, da so številne delnice ob prvih javnih prodajah pokupile osebe z dostopom do notranjih informacij ter skladi tveganega kapitala, ki so ob nakupu podpisali dogovor, da delnic določeno obdobje ne smejo prodati. V svoji raziskavi navajata, da je ravno konec leta 1999 in v začetku leta 2000 poteklo največ rokov, po katerem so lastniki lahko začeli prosto prodajati delnice (*angl. lockup expiration*). Ponudba se je nenadoma močno povečala, kar je povzročilo pritisk na cene delnic. Zaradi povečane ponudbe so si tudi prodajalci na kratko lažje sposojali delnice. Umetno ustvarjeno neravnotežje med ponudbo in povpraševanjem, ki je povzročilo napihovanje balona, je izginilo, slednji pa je pod lastno težo počil.

DeLong in Summers (2001, 29–60) menita, da so si mnogi vlagatelji novo ekonomijo narobe predstavljali. Živahna rast delnic je temeljila na prepričanju, da je tehnološki razvoj ustvaril množico trgov, delujočih po načelu »zmagovalec pobere vse« in na ekonomiji obsega temelječih prednostih. Po tej teoriji bi podjetja, ki bi si priborila vodilne deleže na trgu, dosegala ogromne dobičke. Toda rastoča donosnost proizvodnje velikega obsega in trgi po načelu »zmagovalec pobere vse« niso, niti edina niti primarna posledica informacijsko-tehnološke revolucije. Najmanj enako je namreč verjetno, da so računalniške in komunikacijske inovacije prijateljice konkurence, saj odstranjujejo trenja, ki so prej skoraj vsakemu proizvajalcu omogočala nekaj monopolne moči. Tehnološki zlom je bil tako posledica spoznanja vlagateljev, da večini panog in podjetjem nova ekonomija kljub doseženim položajem na trgu, verjetno ne bo prinesla enormnih dobičkov, temveč večjo konkurenco in nižje marže. Sodobne računalniške in

komunikacijske tehnologije namreč omogočajo, da je distribucija končnega izdelka preprosto prelahka in prepoceni. To je za porabnike sicer dobro, za lastnike delnic pa ne.

Nekateri strokovnjaki med vzroki omenjajo še postopno zviševanje obrestnih mer ameriških zveznih rezerv in velike prodaje vzajemnih skladov. Alan Greenspan je med letoma 1997 in 2000 kar petkrat zvišal obrestno mero, ki se je gibala med 4,75 in 6,50 odstotka, vzajemni skladi kot eni največjih igralcev na borznih trgih, pa s svojimi nakupi in prodajami lahko vplivajo na gibanje tečajev. Ko so institucionalni vlagatelji zaznali, da se je borza »pregrela«, so začeli s trga izstopati z velikimi količinami. Ostali delničarji so se jim v strahu pridružili.

Slika 5.16: Gibanje obrestne mere Ameriške Centralne Banke (FED) med letoma 1997–2002



* Vrednosti so podane v tabeli v prilogi 3.

Vir: Federalreserve (2010)

Vendar pa nisem našla prav veliko primerov, ki bi tema dvema dejavnikoma pripisovali veliko težo. Obrestna mera je znašala 5,50 odstotka že marca 1997, kar je le 0,25 odstotne točke manj kot ob zadnjem popravku pred vrhom 10. marca 2000. Tudi vsak naslednji trgovaški dan po zvišanju obrestne mere v obdobju pred zlomom, se je vrednost indeksa povečala, kar ne nakazuje, da bi imela novica o povišanju obrestne mere drastično negativen vpliv. Tudi prodaje vzajemnih skladov so prav gotovo prilile olje na ogenj, vendar ne morejo biti vzrok za napihnjen balon, lahko le pospešijo pot cen navzdol.

Zanimive so tudi raziskave o mnenju vlagateljev pred pokom balona. Fisher in Statman (2002, 53) ugotavljata, da so se mali vlagatelji ob prelomu tisočletja zavedali, da je trg precenjen, a so pričakovali, da se bo balon napihoval še naprej. Nasprotno so bili institucionalni vlagatelji mnenja, da se bo balon razpočil.

Tudi raziskava, ki so jo izvedli Rainie, Spooner, Kalsnes in Nof (2001, 5), razkriva, da je 67 odstotkov vseh Američanov slišalo za finančne težave internetnih podjetij pred zlomom. Večina, kar 71 odstotkov ljudi, ki so bili seznanjeni z dogajanjem na tehnološki borzi, za zlom krivi hitrih zaslužkov željne vlagatelje. Več kot polovica (55 odstotkov) vprašanih je bila mnenja, da je razlog v slabih poslovnih načrtih podjetij, dobra tretjina (36 odstotkov) pa se strinja, da so glavni vzrok mladi, neizkušeni menedžerji.

6 SEDANJA FINANČNO-GOSPODARSKA KRIZA

6.1 Stanje gospodarstva v EU pred nastopom gospodarske krize

Nepremičninski trg je v zadnjem desetletju prispeval veliko h gospodarski rasti posameznih držav. Vplival je tako na večje zadolževanje prebivalstva kot na večje zaposlovanje. Z analizo nekaterih makroekonomskih kazalnikov si lahko razlagamo okoliščine nastanka nepremičninskega balona, ki je bil povod za razvoj sedanje gospodarske krize.

Kakšno je bilo stanje gospodarstva v zadnjih letih, nam najbolj prikaže gibanje rasti bruto domačega proizvoda (glej priloga 4). V obdobju med letoma 2000 in 2006 je Evropska unija dosegla 1,7-odstotno povprečno letno stopnjo rasti obsega BDP. Nove članice so se v tem obdobju hitreje razvijale in povečale obseg zunanje trgovine v primerjavi s starejšimi članicami, kjer so bile stopnje rasti nižje. Izjema pri starejših članicah je bila Nemčija (European Economic Statistics 2008, 40). V letu 2006 je Evropska unija dosegla 3,1-odstotno stopnjo rasti BDP, medtem ko je bila v letu 2007 nekoliko nižja zaradi pretresov na finančnem trgu in je znašala 2,9 odstotka. Stopnja rasti BDP, ki so jih države dosegle v zadnjih letih pred krizo, so bile višje od tistih med letoma 2001 in 2005 (European Economic Statistics 2008, 38).

Države so se z ugodno gospodarsko rastjo v letih pred krizo pretežno zadolževale, zato so bile stopnje varčevanja nizke. V obdobju med letoma 2000 in 2006 je največ privarčevala Švedska (glej tabelo 6.1). Bruto stopnja varčevanja se je v tistem obdobju najbolj zmanjšala na Poljskem, Slovaškem, Češkem in v baltiških državah. Med razvitejšimi državami sta najmanj varčevali Belgija in Finska (European Economic Statistics 2008, 43).

Tabela 6.1: Spremembe stopenj bruto varčevanja gospodinjstev med letoma 2000 in 2006 v odstotnih točkah

EU 27	-0,4	Danska	-0,9	Litva	-6,6	Madžarska	-2,9
EU 13	0,2	Nemčija	1,1	Nizozemska	0,4	Avstrija	1,3
Belgija	-2,9	Estonija	-4,8	Poljska	-4,2	Portugalska	-1,0
Češka	-3,6	Grčija	-1,4	Slovenija	1,5	Slovaška	-4,6
Španija	-0,7	Francija	0,4	Finska	-1,9	Švedska	3,0
Italija	0,7	Latvija	-1,8	Velika Britanija	-0,1		

Opombe: Spremembe, ki so nastale med letoma 2000 in do 2005.

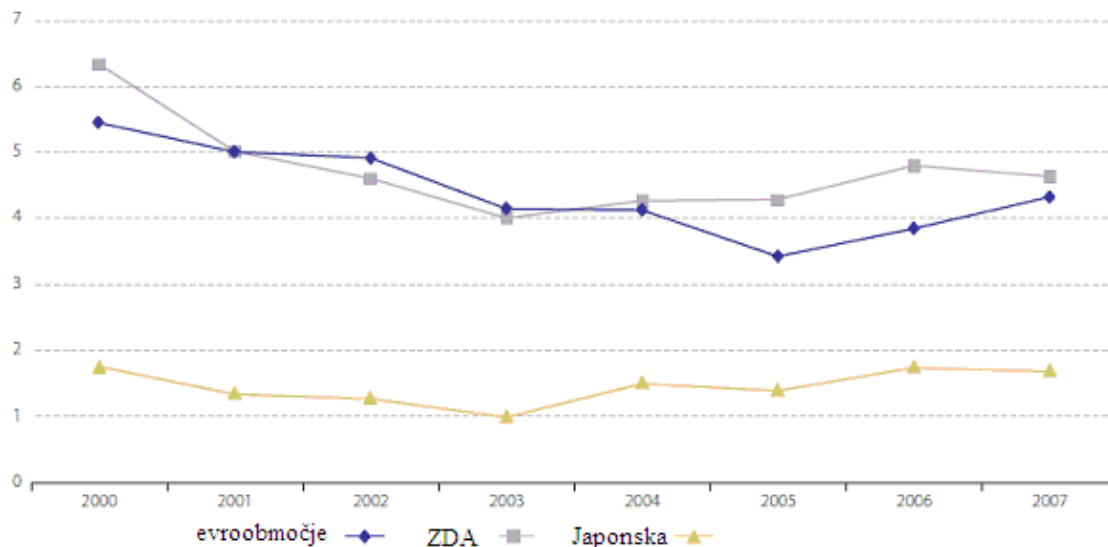
Vir: European Economic Statistics (2008, 43, tabela 2.2.2)

V letu 2006 je bila stopnja varčevanja gospodinjstev v evroobmočju (13,6 odstotka) za dve odstotni točki večja kot v Evropski uniji (11,3 odstotka). Stopnja varčevanja gospodinjstev je bila tako nizka zaradi Danske (4 odstotki), Velike Britanije (5 odstotkov) in Poljske (6,6 odstotka). Najmanj pa so varčevala gospodinjstva baltiških držav (European Economic Statistics 2008, 43).

V razvitejših državah gospodinjstva najpogosteje financirajo nakup nepremičnin s hipotekarnimi posojili, v manjši meri pa z običajnimi bančnimi posojili (Cirman et al 2000, 52). Koliko bo zadolževanje bremenilo gospodinjstvo, je odvisno od gibanja obrestnih mer in moči valute, če je posojilo v drugi valuti kot dohodek. Med letoma 2000 in 2005 je dolgoročna obrestna mera, vezana na državne obveznice, v evroobmočju močno padla, in sicer za 202 bazični točki na 3,42 odstotka (glej sliko 6.1). V letih 2006 in 2007 je dolgoročna obrestna mera začela rasti v večini evropskih držav. Po pretresih na finančnih trgih sredi leta 2007 in posredovanju centralnih bank so obrestne mere, vezane na Maastrichtski kriterij v evroobmočju, padle s 4,60 odstotka sredi leta 2007 na 4,06 odstotka v marcu 2008 (European Economic Statistics 2008, 83).

Pomembna je bila tudi krepitev evra v primerjavi z ostalimi valutami. Euro je v obdobju med 2002 in 2007 apreciiral v primerjavi s švicarskim frankom, jenom in ameriškim dolarjem (European Economic Statistics 2008, 86). To pa je pomembno, ker so se nekatera gospodinjstva zadolževala v tuji valuti in tako nase prevzela še valutno tveganje. Zaradi močnega evra so se tudi slovenska gospodinjstva množično odločala za tovrstno zadolževanje.

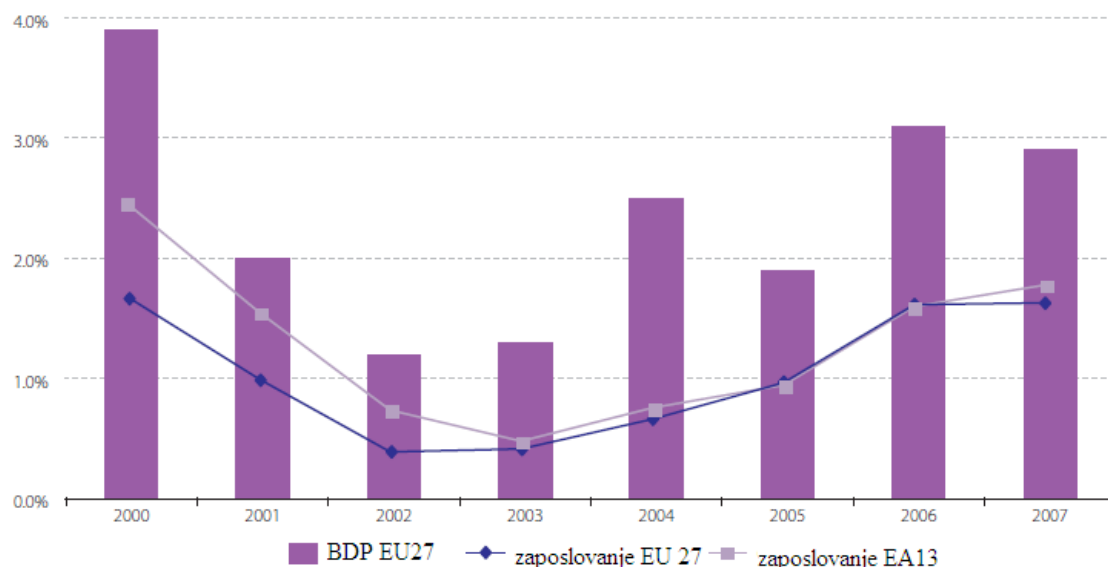
Slika 6.1: Povprečna dolgoročna obrestna mera za evroobmočje, ZDA in Japonsko (letno povprečje)



Vir: European Economic Statistics (2008, 84, slika 2.4.9)

Številni gospodinjiski sektorji so neposredno ali posredno povezani s trgovino nepremičnin, zato njihova dejavnost pomembno vpliva na zaposlovanje prebivalstva. Naraščanje zaposlovanja v zadnjih letih je bilo posledica ugodne gospodarske rasti (glej sliko 6.2). V letu 2007 se je zaposlovanje v Evropski uniji povečalo za 1,6 odstotka, kar je predstavljalo največjo gospodarsko rast zaposlovanja po letu 2001. Po koncu ekspanzivne faze gospodarstva, ki se je zaključila med letoma 1995 in 2000, se je zaposlovanje z leti zmanjševalo. Ponovno začne rasti šele po letu 2003 (European Economic Statistics 2008, 106).

Slika 6.2: Zaposlovanje in rast BDP



Vir: European Economic Statistics (2008, 106, slika 2.6.1)

Ob povečanju zaposlenosti med letoma 2006 in 2007 se je brezposelnost zniževala. Povprečno se je v Evropski uniji brezposelnost znižala za eno odstotno točko med letoma 2006 in 2007. Delež brezposelnih v letu 2007 je bil 7,1 odstotka, kar je tudi najnižji delež brezposelnosti v zadnjih letih. Brezposelnost je bila najnižja na Poljskem, Slovaškem, Češkem in v Bolgariji (European Economic Statistics 2008, 116).

Glede na razvoj gospodarstva je bilo v letu 2007 največ zaposlenih v storitvenih dejavnostih, kar je v primerjavi z letom 2000 za 2,9 odstotne točke več. V obrtni dejavnosti se je zaposlovanje v istem obdobju zmanjšalo za 2,3 odstotne točke, medtem ko se je gradbeni sektor povečal za 0,5 odstotne točke (European Economic Statistics 2008, 110). Na povečanje gospodarske rasti je vplivala tudi večja aktivnost v gradbenem sektorju. Ustanovila so se številna mala in srednja podjetja, ki so večinoma delovala na domačem trgu, kasneje tudi v tujini. Po podatkih organizacije Evropskih mednarodnih pogodbenikov (*angl. European International Contractors*) so v letu 2007 podjetja z delovanjem v tujini zaslužila okrog 160 milijard ameriških dolarjev, kar je za 14,7 odstotka več kot v predhodnem letu. Globalno gledano je to zelo malo, če rezultat primerjamo s celotno proizvodnjo, ki znaša 4,6 bilijona ameriških dolarjev letno in predstavlja v celoti 3,5 odstotka. Evropa ostaja še vedno vodilna po pogodbenem delu v gradbenem sektorju v tujini. Največ pogodb se je v zadnjih letih pred krizo sklenilo na

razvijajočih se trgih (Sleight 2008, 12). V letu 2007 je bilo v povprečju 7,4 odstotka zaposlenih v gradbenem sektorju. Delež zaposlenih v tem sektorju je bil največji na Irskem s 13,3 odstotka, najmanjši pa na Poljskem s 4,6 odstotka (European Economic Statistics 2008, 110).

6.2 Povezanost finančnega in nepremičninskega sektorja

Nepremičnine so povezane s finančnim trgom predvsem prek kapitalskega trga. Veliko transakcij na nepremičninskem trgu je odvisnih predvsem od posojil, ki jih dajejo finančne institucije. Le-te omogočajo pretok sredstev med deficitnimi in suficitnimi celicami, kar vpliva na potrošnjo prebivalstva in investicije v zasebnem sektorju.

Nihanje cen nepremičnin lahko vpliva na poslovanje bank. Vpliv je lahko neposreden, tako da zmanjšuje ali povečuje vrednost nepremičnine, s katero smo zavarovali kredit, in posreden prek poslabšanja in izboljšanja položaja strank banke. Izpostavljenost bank nepremičninskemu trgu ima veliko oblik. Ena izmed teh je posojanje denarja gospodinjstvom z zavarovanjem kredita z nepremičnino ali posojanje nebančni instituciji, ki sodeluje v nepremičninskih posojilih. Veliko kreditov je danih tudi različnim sektorjem gospodarstva, ki nepremičnine uporabljajo kot zavarovanje. V obdobju padanja cen nepremičnin niso prizadete samo hipotekarne banke, temveč tudi univerzalne banke in prek njih gospodarstvo (Koetter in Poghosyan 2008, 5).

Banke so se ob koncu devetdesetih let začele konsolidirati in globalizirati. Mednarodni prevzemi so povečali povezovanje bank in konkurenčnost storitev znotraj in zunaj nacionalnih meja. Čedalje bolj se je razvijal finančni sektor, kjer je prihajalo do številnih inovacij. Potrošniki in podjetja so imeli lažji dostop do posojil, ki so stimulirala domače povpraševanje in investicije. Do največjega povezovanja finančnega sistema je prišlo s pridružitvijo novih članic v letih 2004 in 2007, v katerih je bilo bančništvo domena tujih investicij. V članicah se je krepil vpliv tujih bank, ki imajo sedeže v drugih državah Evropske unije.

Nepremičninska kriza, ki je oslabil finančni sektor v letu 2008, je prek gradbenega sektorja ter nihanja cen nepremičnin vplivala na pomanjkanje likvidnosti in prizadela številna gospodinjstva, podjetnike, finančne in nefinančne institucije. Zamajalo se je

zaupanje prebivalstva, ki je svoje prihranke investiralo v nakup stanovanja, se dodatno zadolžilo in ki jim zdaj grozi povečanje stroškov kredita. S finančno in posledično gospodarsko krizo se je povečala bojazen o izgubi zaposlitve, ki je prinašala stalen dohodek. Banke so se izpostavile velikim kreditnim tveganjem. Povečanje izdajanja hipotekarnih posojil je po prihodu krize in padcu cen nepremičnin pripeljalo v banke slabe terjatve. Na sekundarnem trgu hipotekarnih posojil se je trgovanje zaustavilo in zaradi nezaupanja, ki vlada na trgu, ni večjega povpraševanja. Zaradi poslabšanja poslovanja so finančne institucije začele omejevati dostopnost do posojil in zaustavile gospodarsko dejavnost v državah (Koetter in Poghosyan 2008, 6).

Propad ali krizne situacije bank so pokazale šibkost in odvisnost finančnega trga od stanja na trgu nepremičnin. Preohlapen nadzor nad posojanjem denarja in nedosledno spremljanje dogajanj sta pripeljala do današnje situacije, ki je vse prej kot rožnata.

6.3 Nastanek in razvoj sedanje krize

Prvi zametki finančno-gospodarske krize leta 2008 segajo že v leto 1998, ko se je pojavila kriza hedge skladov (kriza skladov tveganega kapitala). Glavni igralec na trgu je bil sklad tveganega kapitala Long Term Capital Management (LTCM), ki se je zaradi slabih računalniških modelov, ki niso predvidevali slučajne velike motnje na trgu, ter razmer na trgu, znašel tik pred stečajem. Sklad je rešila skupina investorjev s finančno injekcijo v zameno za večinsko lastništvo sklada tveganega kapitala. Zaradi znižanja obrestnih mer s strani centralne banke so trgi ponovno oživel, ZDA pa so se izognile krizi (Krugman 2009, 139).

Vendar pa gre gospodarstvo iz ene skrajnosti v drugo. Na trgu nastane izreden optimizem zaradi možne dobičkonosnosti informacijske tehnologije in občutka varnosti v gospodarstvu. To ljudi spodbudi k nakupu delnic. Cene delnic so rasle in začele spodbujati samo sebe, zato se je vedno več sredstev zlivalo na borzne trge. Borzni balon se je napihoval in delnice so dosegle vrh poleti leta 2000. V naslednjih letih se je gospodarstvo bojevalo z recesijo, delnice pa so v povprečju izgubile 40 odstotkov vrednosti (Krugman 2009, 149).

Recesija 2001 je bila kratka, a se je stanje na trgu slabšalo še dolgo po tem. Brezposelnost je še kar naraščala, navkljub počasni rasti bruto domačega proizvoda. Po poku borznega balona je centralna banka uspela potegniti gospodarstvo iz krize, zaradi nastajanja novega nepremičninskega balona (Krugman 2009, 153).

Ponekod še vedno trajajoča finančno-gospodarska kriza se je torej razvila na ameriškem nepremičninskem trgu, natančneje na sekundarnem trgu hipotekarnih posojil. Po internetnem borznem zlomu se je veliko posameznikov odločilo investirati posredno ali neposredno na nepremičninski trg. Do preusmeritve preferenc investorjev je prišlo s porastom finančnih inovacij, ki so omogočile večjo razpršitev tveganja ter procesa deregulacije in konsolidacije finančnih posrednikov (Rant 2008, 58). K povečanju investicij na nepremičninskem trgu je pomembno prispevala tudi močna gospodarska rast in nizke obrestne mere, kar je za mnoga gospodinjstva pomenilo primeren trenutek za najem posojila.

6.3.1 Ameriški trg hipotekarnih posojil

Sam trg hipotekarnih posojil je razdeljen na trg prvorazrednih (*angl. prime*) in neprvorazrednih (*angl. non-prime*) nepremičninskih posojil, kamor sodijo tudi drugorazredna (*angl. subprime*) nepremičninska posojila, kjer so se težave tudi začele.

Trg posojil je ponujal strankam različne produkte, s katerimi so lahko prišli do zelenega posojila. Dogajalo se je, da so banke in hranilnice odobravale kredite, ne da bi preverile, ali se tako izpostavljajo dodatnemu tveganju. Zlasti tveganju, povezanim z morebitno spremembo obrestnih mer ali servisiranjem dolga. Banke in hranilnice so skupaj z nepremičninskimi agenti odobravale posojila ljudem brez rednega dohodka, brez ustreznih informacij o njihovi kreditni zgodovini ali z nepopolno dokumentacijo, kar je povečalo izpostavljenost bank. Tako financiranje nakupov nepremičnin se je nadaljevalo tudi na drugorazrednem trgu hipotekarnih posojil, v obdobju naraščanja cen nepremičnin. Delež drugorazrednih hipotekarnih posojil se je v ZDA od leta 2002 do 2005 povečal z 8 na 20 odstotkov vseh novo odobrenih hipotekarnih posojil. Cene nepremičnin so od sredine devetdesetih let stalno naraščale. Povečanje vrednosti nepremičninskega premoženja je namigovalo, da se bodo posojila odplačevala z refinanciranjem. Več kot 55 odstotkov novih kreditov, sklenjenih v obdobju med 2001

in 2006 so bili namenjeni k refinanciranju posojil in le preostali delež v nakup nepremičnine. Rast cen nepremičnin v ZDA se je ustavila z letom 2006. Vrednost nepremičnin je padla pod vrednost posojil, kar je povzročilo umik ljudi od nakupa nepremičnin. Dodatna ponudba nepremičnin, ki je tako nastala, je pomenila dodaten pritisk na znižanje cen in sprožila naraščanje zamud ter neplačil pri servisiranju dolga (Rant 2008, 56–59).

Obdobje naraščanja cen nepremičnin je trajalo vse do leta 2006, ko so se cene prvič umirile in prenehale naraščati. Razmere na trgu so se zaostrele aprila 2007 s pokom nepremičninskega balona in bankrotom New Century Financial Corporation, prve večje hipotekarne ustanove v ZDA. To je bil znak za zaostritev pogojev posojanja denarja na finančnem trgu, kar je pobralo vso dodatno likvidnost, ki je bila vbrizgana v sistem po 11. septembru 2001 in je ustvarjala pogoje za napihovanje balona. Začetek padanja cen nepremičnin je pomenil nastanek sedanje finančno-gospodarske krize (Štiblar 2008, 92).

Na začetku ni bilo večjih skrbi, da bi se težave s trga hipotekarnih posojil razširile na druge sektorje. Sprva je bilo videti, da problematika zadeva zgolj trg drugorazrednih hipotekarnih posojil, ki je obsegal le 10 odstotkov vsega hipotekarnega trga posojil. Na poslabšanje razmer je nakazovalo, ko sta sredi pomladi leta 2007 v težave zabredla dva sklada investicijske banke Bear Stearns. Velike izgube sta utrpela ravno na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil (Snoj in Žnidar 2007, 8–9). Ob tem dogodku so bonitetne hiše začele postopno zniževati ocene izvedenih finančnih instrumentov iz drugorazrednih hipotekarnih posojil in povzročile prvi val prodaje slednjih.

6.3.2 Potek finančno-gospodarske krize v ZDA

Do prvega izbruha finančne krize pride na ameriškem trgu avgusta 2007, ko so se zaradi nezmožnosti odplačevanja obveznosti do komitentov v težavah znašli trije skladi BNP Paribas. Čedalje bolj verjeten je postajal sum, da je teh likvidnostnih težav v bankah mnogo več, saj ni bilo jasno, koliko izvenbilančnih obveznosti imajo zaradi kreditiranja drugih podjetij, ki so vlagala na trg drugorazrednih nepremičninskih posojil (Rant 2008, 62).

Poglabljanje finančne krize se je nadaljevalo do poletja 2008, ko so v težave zahajale še mnoge pomembne finančne institucije. Kot prelomni dogodek v finančni krizi je bil

propad investicijske banke Lehman Brothers (Rant 2008, 63). Lehman Brothers je 15. septembra razglasil stečaj zaradi insolventnosti in tako porušil zaupanje na trgu ter ogrozil celotni finančni sistem v državi (Viswanathan 2008). Za njo so se v težavah znašle tudi druge investicijske banke, ki so rešitev iskale v dokapitalizaciji, s pomočjo državne pomoči ali postale predmet prevzema (Rant 2008, 63). Ena izmed prvih, ki se je znašla v likvidnostnih težavah, je bila banka Bear Stearns, ki jo je pred bankrotom z odkupom rešil JP Morgan Chase, ob podpori centralne banke v višini 30 milijard dolarjev. Podobno se je zgodilo z Merrill Lynch, ki jo je odkupil bančni koncern Bank of America. Ameriška vlada je rešila tudi svojo največjo zavarovalnico AIG in dve največji hipotekarni podjetji Freddie Mac in Fannie Mae, ki sta bili vključeni v zavarovanje več kot polovice od dobrega trilijona dolarjev hipotekarnih posojil v ZDA. Država se je hitro odzvala in začela različna pogajanja o sanacijskem načrtu, kjer bi finančne institucije razbremenila slabih naložb v hipotekarne obveznice. Takih naložb naj bi bilo v ZDA slabih pet odstotkov (Vodopivec 2008, 50).

Oktobra 2008 je posojilni krč prizadel najosnovnejši element poslovanja, to so kreditne kartice. Poslovne banke so limite na kreditnih karticah vedno bolj zniževale ter zavračale vse več prosilcev (Krugman 2009, 172). Realni trg je bil v vse večji stiski, razmere na finančnem trgu pa se še vedno niso umirile, zato je bil 3. oktobra 2008 sprejet nov fiskalni paket. Šlo je za 700 milijard dolarjev odobrenih proračunskih sredstev, namenjenih nakupu izvedenih finančnih instrumentov, ki ležijo v nelikvidnih bilancah bank in finančnih ustanov. S tem naj bi se omogočilo oblikovanje cene ter papirjev in s povečanjem zaupanja oživilo denarni in posojilni trg (Štiblar 2008, 93). Centralna banka je za obuditev trga posojil dodatno znižala diskontno stopnjo. Finančna kriza se je začela širiti tudi v Evropo, decembra 2008 pa so ZDA uradno potrdile, da je gospodarstvo v recesiji od decembra 2007. Stopnja brezposelnosti je narasla na najvišjo raven v zadnjih desetih letih, in sicer na 7,2 odstotka (Bureau of Labor Statistics 2011), obseg trgovine se je zmanjšal, pojavili so se pritiski na deflacijo, kar za gospodarstvo pomeni nižje cene in nižje dohodke (New York Times 2011). Kot sem že omenila je centralna banka 16. decembra znižala diskontno stopnjo na najnižjo raven doslej, in sicer na vsega 1 odstotek. Kriza je prizadela skoraj vse gospodarske sektorje, posebej pa avtomobilsko in jeklarsko industrijo, transport, ladjedelnštvo, rudarstvo, proizvodnjo trajnih in luksuznih dobrin, trgovino, turizem ter gradbeništvo (Štiblar 2008, 108).

6.3.3 Širitev krize v Evropo

Kmalu se je dogajanje prek skladov, ki so vlagali na ameriški trg drugorazrednih hipotekarnih posojil, preneslo v Evropo. Težave številnih večjih evropskih bank so naznanjale širitev krize v Evropo. Zaupanje v bančne institucije se je začelo počasi krhati in povzročilo nemire na finančnem trgu (Snoj in Žnidar 2007, 8–9).

Številne izgube in težave z refinanciranjem na kreditnem trgu so povzročile selitev kapitala k varnejšim naložbam, kot so kratkoročni državni vrednostni papirji. Banke in zavarovalnice so, da bi se zavarovale pred izgubami, dvignile premije in pribitke na varne naložbe. Indeksi na borzah so začeli strmo padati. Vrednostni papirji so izgubljali svojo vrednost. Posli na borzi so se po obsegu zmanjšali in se obnovili le za krajši čas. Dodatno so banke zaradi negotovosti pri izpostavljenosti nasprotnih strank na kreditnih trgih in preценjenosti tveganih naložb prenehale trgovati na medbančnem trgu in vzdrževale presežno likvidnost (Snoj in Žnidar 2007, 9–10).

Države so težave posameznih bank poskušale reševati najprej posamično, kasneje pa so se odločile za sistemski pristop. Ta je nudil možnost odkupa problematičnih naložb bank, dokapitalizacijo ali prevzem banke, garancije na medbančne naložbe in povečanje garancije za depozite v bankah. Vsi ukrepi so bili usmerjeni v ohranitev zaupanja med bankami ter bankami in njihovimi komitenti (Rant 2008, 64).

Stanje na finančnem trgu je zahtevalo posredovanje posameznih centralnih bank. Evropska in ameriška centralna banka (ECB in FED) sta začeli dodajati likvidnost na trg, kar je začasno umirilo likvidnostne potrebe. Tako je znašala ključna obrestna mera v ZDA, kot sem že omenila v prejšnjem poglavju, konec leta 2008 le še en odstotek, medtem ko je evropska pristala na 3,25 odstotka. Bank of England je znižala svojo obrestno mero kar za tretjino, na 3 odstotke (Usenik 2008, 10). ECB je v nadaljnjih mesecih ključno obrestno mero še zniževala. Zaradi neposredne povezanosti gospodarstva in finančnega sektorja se je kriza razširila v realni sektor. Države, ki so pričakovale obuditev gospodarstva v letu 2009, je finančna kriza pahnila v recesijo.

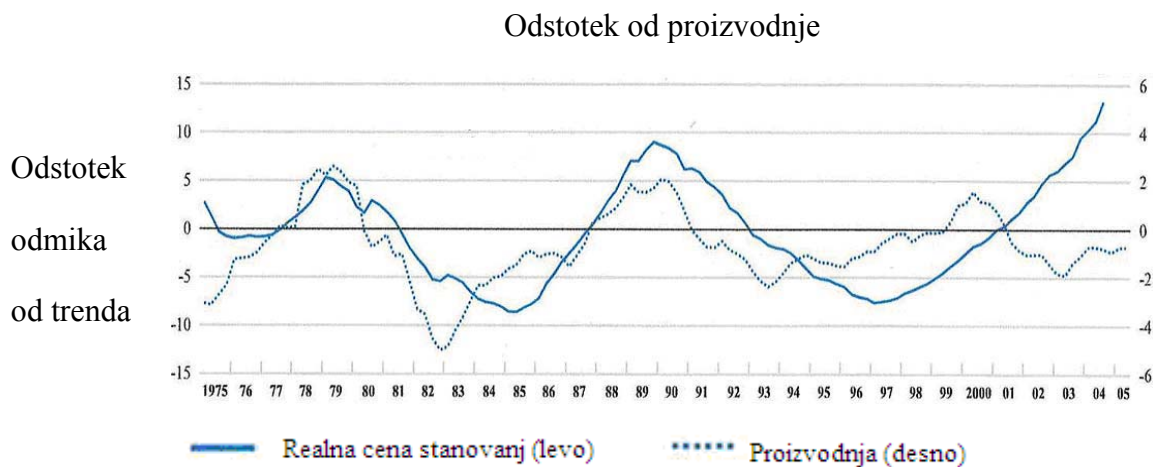
6.3.4 *Nepremičninski balon*

Cene nepremičnin so se od sredine devetdesetih let močno spreminjale. Spremembe v volatilnosti cen so nastale zaradi povečevanja povpraševanja po nepremičninah, izboljšanja pogojev financiranja, rasti populacije, krčenja števila razpoložljivih zazidalnih zemljišč, omejevalne planske politike, kvalitativnih izboljšav in počasne rasti gradbenega sektorja. Kako so cene nihale med leti, pa je razvidno iz nepremičninskih ciklov. Pri opazovanju nepremičninskega cikla se osredotočimo na njegovo rast. Da bi lahko zasledili večji cikel, mora cena večkrat zapored appreciirati (kumulativno narasti za 19 odstotkov do vrha) ali se zvišati za več kot 15 odstotkov naenkrat. (OECD 2005, 125).

Posamezne faze nepremičninskih ciklov so se v zgodovini razlikovale glede na trajanje in intenzivnost spremembe cen nepremičnin. Med letoma 1970 in 2005 je povprečni nepremičninski cikel v državah OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) trajal deset let. V sredini osemdesetih se je pričelo obdobje ekspanzivne faze, ki je trajalo šest let. V tem času se je cena nepremičnin v povprečju povečala za 45 odstotkov. V naslednjih štirih letih je sledila kontrakcija, ko se je cena znižala za 25 odstotkov. Cene so povsod po svetu padale. Padci cen so se gibali od 10 odstotkov v ZDA do več kot 30 odstotkov na Japonskem in v številnih evropskih državah (Lounghani 2008). Od sredine devetdesetih let pa so cene ponovno pričele rasti. Rast cen je v večini držav presegla naraščanje predhodnih ciklov. Bilo je skoraj dvakrat daljše, kar se je poznalo pri cenah na Norveškem, Nizozemskem, Švedskem, v Avstriji in ZDA (OECD 2005, 125).

Če primerjamo nepremičninski cikel s poslovnim, je opaziti, da nepremičninski cikel nekoliko z zamudo dohaja poslovnega. Nepremičninski in poslovni cikel sta sovpadala od leta 1970 do 2000, z manjšo zamudo nepremičninskega cikla ob dvigih cen. Od 37 večjih dvigov cen med sedemdesetim in devetdesetim letom se jih je 24 končalo s proticiklom. Iz slike 6.3 je razvidna odcepitev nepremičninskega in poslovnega cikla po letu 2000. Od tega leta naprej je večina držav doživljala dvige cen nepremičnin. Dvigi cen so bili kombinacija nizkih obrestnih mer in ugodnih posojil finančnih institucij (OECD 2005, 126).

Slika 6.3: Realne cene stanovanj in poslovni cikel držav OECD



Vir: OECD (2005, 126, slika III.2)

Po letu 2000 je bilo po posameznih zahodnoevropskih državah zaznati različne dvige cen nepremičnin. Bile so države, kjer se cene nepremičnin niso bistveno spremenile, države, ki so imele zmerno rast cen in države, kjer so se beležili rekordni dvigi cen. Glede na njihovo realno rast lahko zahodnoevropske države razdelimo v tri skupine.

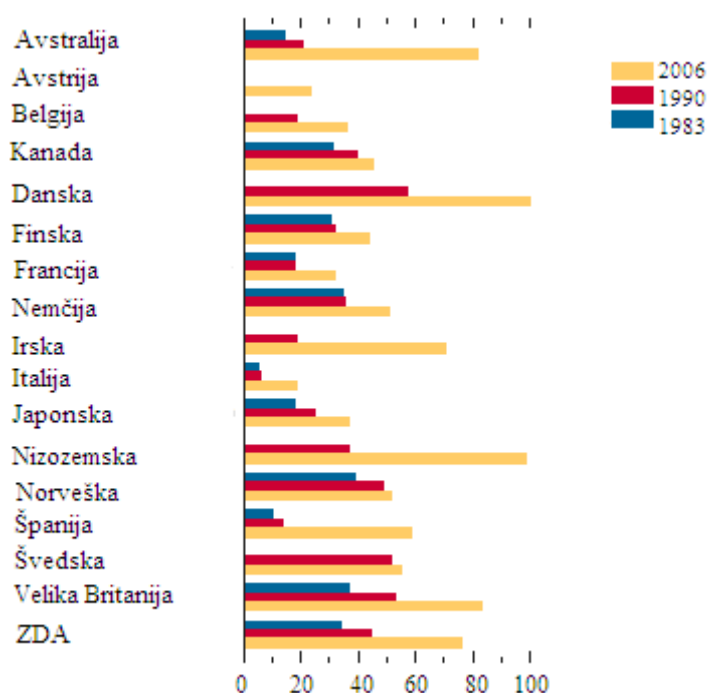
- Prva skupina so hitre države. Te so dosegle največjo realno rast cen nepremičnin v obdobju med 2005 in 2007. Od leta 1985 se je vrednost nepremičnin v tej skupini kamor sodijo Španija, Belgija, Irska, Velika Britanija in Nizozemska, podvojila.
- Druga skupina so povprečne države, ki so dosegle povprečno povišanje realnih cen nepremičnin. V tem primeru so se realne cene nepremičnin dvignile v razponu od 50 do 100 odstotkov glede na leto 1980. To so vse nordijske države, Italija in Grčija.
- V tretjo skupino uvrščamo države, kjer so bile realne cene nepremičnin stabilne ali so padle. Tako gibanje cen nepremičnin je bilo značilno za Nemčijo, Avstrijo, Švico in Portugalsko (Hilbers et al. 2008, 12)

Na Irskem je bila rast cen nepremičnin povezana z močnim gospodarskim razvojem. V obdobju od 1995 do 2000 je bila njena povprečna gospodarska rast 9,8-odstotna (Cruz 2006). Po letu 2000 je bila rast realnega BDP na Irskem še vedno prisotna, vendar ni bilatako močna (Realna rast BDP, 2008). Posledica te močne rasti je bilo tudi 17-letno

obdobje, ko so cene nepremičnin neprestano naraščale. V obdobju med 1995 in 2005 se je cena dvignila za več kot 270 odstotkov. Podobno povezanost med gospodarsko rastjo in cenami nepremičnin kot na Irskem je bilo moč prepoznati še v Španiji in na Danskem. V Franciji in Italiji je bila rast gospodarstva zelo šibka, a so kljub temu zaznali porast cen. V Franciji so cene nepremičnin rasle na račun investicij tujcev. V letu 2003 so tuji investitorji na francoski stanovanjski trg investirali okrog 9,2 bilijona evrov. Podobno se je dogajalo tudi v Španiji. Poleg davčnega sistema, ki spodbuja k lastništvu stanovanj, je v Italiji na povečanje povpraševanja po stanovanjih vplival demografski trend staranja prebivalstva (prisoten je tudi v drugih evropskih državah) (Cruz 2006). K povečanju cen so prispevale tudi številne migracije delavcev, ki so odhajali v razvitejše države in ustvarjali dodatno povpraševanje na njihovem stanovanjskem trgu. Do povečanih migracij je prišlo na Irskem, v Veliki Britaniji, na Nizozemskem, v Španiji in na Norveškem (OECD 2005, 138).

Še en dejavnik, ki je vplival na rast cen, je zagotovo proces liberalizacije finančnih trgov. V sedemdesetih letih je bil trg hipotekarnih posojil močno reguliran. Na njem so prevladovali specializirani posojilodajalci, ki niso imeli prave konkurence. Posebne uredbe so na hipotekarnih trgih določale najvišjo obrestno mero, omejena sta bila tudi višina kredita in obdobje odplačevanja. Liberalizacija, ki se je začela v osemdesetih, je na trg hipotekarnih kreditov prinesla večjo konkurenčnost. Posledica večje konkurence na trgu so bile številne nove storitve in večja dostopnost do posojil za vsa gospodinjstva (IMF 2008, 104). Največje spremembe so nastale v pogojih posojanja, ki so postali bolj prilagodljivi. Povečala se je višina posojil, podaljšala se je ročnost posojil, odpravile so se omejitve na obrestne mere in omejitve glede upravičenosti posojilodajalca (Hilbers et al. 2008, 33). Posledice deregulacije so se kazale v povečanju zadolževanja gospodinjstev (glej sliko 6.4).

Slika 6.4: Masa izdanih hipotekarnih posojil v odstotkih od BDP



Vir: IMF (2008, 104, slika 3.1)

Največje zadolževanje so izkazale države z največjo rastjo cen nepremičnin, ki so imele hipotekarne kredite vezane na variabilno obrestno mero. Med njimi so bile Irska, Španija in Velika Britanija. Tudi izven evropskih meja je veljala povezava med variabilno obrestno mero in rastjo cen nepremičnin, razen v ZDA, kjer je bilo več kot 82 odstotkov hipotekarnih kreditov s fiksno obrestno mero (Cruz 2006).

Večje povpraševanje po posojilih so povzročile nizke obrestne mere. Slednje so se v zadnjih letih znižale zaradi procesa konvergence in vodenja ohlapnejše monetarne politike ECB. To je posledično vodilo v zmanjšanje obrestnih mer na depozite in dodatno povečalo zanimanje za hipotekarne kredite. Od leta 2000 so se povečevale investicije v nepremičnine tudi zaradi slabšega poslovanja na borzah (Hilbers et al. 2008, 14–21). Ugodna posojila so investitorjem omogočala lažji dostop do kapitala, ki so ga vlagali na čedalje donosnejši nepremičninski sektor posredno prek skladov ali neposredno z nakupom nepremičnin.

Pritisk na dvige cen je povzročala počasna odzivnost ponudbe. Do zastojev je prihajalo zaradi stroge gradbene regulacije, dolgega načrtovanja in izvajanja posamezne konstrukcijske faze, neustreznosti prostorskih načrtov, zavirajočih conskih pravil,

omejenega dostopa do zemljišč in dolgih administrativnih postopkov za pridobivanje ustreznih dovoljenj (OECD 2005, 136). Zaradi pomanjkanja ponudbe se je del presežnega povpraševanja preselil na najemniški trg. Najemnine so naraščale v vseh državah. Najmanj so narasle v počasnih državah, nekoliko več v skupini hitrih in povprečnih držav (Hilbers et al. 2008, 22–24).

Tabela 6.2: Premoženjski davki

		Povprečna davčna stopnja na premoženje	Davčna stopnja na kapital	Davčna stopnja na darila	Davčna stopnja na premoženje	Kolkovina
Hitre države:						
	Španija	0,4	30,9	15,6	1,1	n.p.
	Belgija	1,6	21,7	39,4	0,0	11,3
	Irska	0,7	27,5	31,6	0,9	4,5
	Velika Britanija	1,0	26,7	30,0	0,0	3,5
	Nizozemska	0,5	6,3	36,4	0,5	6,0
	Francija	0,7	39,3	44,4	1,0	1,0
Povprečne države:						
	Švedska*	1,4	18,4	21,2	1,8	2,3
	Italija	0,4	32,6	14,6	0,4	4,3
	Grčija	0,8	5,5	28,5	0,0	12,0
	Danska	2,0	24,5	35,5	0,4	4,4
	Finska	0,2	26,8	11,8	0,9	n.p.
Počasne države:						
	Portugalska	0,6	13,5	19,3	0,0	0,8
	Nemčija	1,5	34,8	30,1	0,3	3,5
	Avstrija	1,0	35,0	22,1	0,3	6,0

Opombe: *Švedska je ukinila davek na premoženje s 1. januarjem 2007 n.p. – ni podatka.

Vir: Hilbers et al. (2008, 27, tabela 8)

Države lahko z višino davkov na premoženje vplivajo na povpraševanje po nepremičninah (glej Tabela 6.2). Nezmožnost uveljavljanja olajšav na hipotekarna posojila in visok davek na premoženje sta v Nemčiji onemogočala dvig povpraševanja po nepremičninah in posledično se tudi cene nepremičnin niso bistveno spreminjale. Visoke davčne obremenitve pa niso zaustavile rasti cen nepremičnin v Belgiji in na Danskem. V Franciji, Grčiji in na Irskem je povečanje cen nepremičnin sovpadalo z znižanjem davčnih stopenj premoženjskega davka. V zadnjih dveh omenjenih državah je bil učinek znižanja davka na premoženje izničen z znižanjem deleža hipotekarnih obresti, ki so jih lahko uveljavljali posamezniki kot olajšavo. Cene nepremičnin so najbolj naraščale v državah z nizkimi premoženjskimi davki med katerimi sta bili tudi Španija in Nizozemska (Hilbers et al. 2008, 28).

S povečanjem transakcij na trgu nepremičnin je vedno več ljudi prihajalo do svojega stanovanja. Odstotek lastniških stanovanj se je približal odstotku v ZDA, vendar so med posameznimi zahodnoevropskimi državami obstajale razlike. Lastniški delež se je najbolj povečal v prvi skupini držav. V počasnih državah je bila rast lastniškega deleža manjša. Najvišji delež tovrstnih stanovanj imajo Italija, Grčija in Španija (glej Tabelo 6.3). Te države so sredi osemdesetih let izkusile dvomestno inflacijo, ki je povzročila preusmeritev preferenc prebivalstva v nepremičninski sektor že pred začetkom hitre rasti cen v zadnjem desetletju (Hilbers et al. 2008, 20).

Tabela 6.3: Lastniška struktura stanovanj po posameznih državah (v odstotkih)

		1980	1990	Zadnji podatki
Hitre države:				
	Španija	73	78	82
	Belgija	59	67	71
	Irska	76	79	77
	Velika Britanija	58	65	69
	Nizozemska	42	45	54
	Francija	47	54	55
Povprečne države:				
	Švedska	58	56	61
	Italija	59	68	80
	Grčija	75	76	83
	Danska	52	52	51
	Finska	61	67	58
Počasne države:				
	Portugalska	52	67	64
	Nemčija	41	39	42
	Avstrija	52	55	56
Kot primerjava:	ZDA	65	64	68

Vir: Hilbers et al. (2008, 20, tabela 5)

V mnogih tranzicijskih državah so na cene nepremičnin vplivali tranzicijski dejavniki. Do leta 2000 je bil trg nepremičnin slabo urejen. Najnujnejše so bile reforme zakonodaje in sodstva, da bi olajšale trgovanje z nepremičninami. Skupaj s prestrukturiranjem bančnega sektorja in tujimi prevzemi lokalnih bank so te reforme spodbujale razvoj nepremičninskega trga. Banke so začele ponujati dolgoročne stanovanjske kredite in obrestne mere so začele padati (Balazs in Mihaljek 2007, 6–7).

V devetdesetih pa se je javni sektor v veliki meri umaknil s trga nepremičnin in zmanjšal izdatke za nove zgradbe. Mnoga desetletja je bil javni sektor prevladujoč ponudnik novih stanovanj. Glavno vlogo so tako prevzeli zasebni investitorji in

gradbena podjetja, ki niso uspela zadovoljevati obstoječih potreb na trgu. Številni prostorski načrti so bili neustrezni in so tako onemogočili gradnjo novih zasebnih hiš. Dodaten pritisk na zvišanje cen je poleg omejene ponudbe prinašalo povpraševanje po nepremičninah investorjev iz članic Evropske unije (Balazs in Mihaljek 2007, 7–8).

Prvotne razlike med cenami nepremičnin, ki so obstajale med zahodnoevropskimi in vzhodnoevropskimi državami, so se zapolnile s hitrim razvojem med letoma 1995 in 2005. Realni BDP se je v povprečju povečal za okrog 50 odstotkov na Poljskem, Češkem in Madžarskem ter v Sloveniji, na Hrvaškem in Bolgariji za okrog 40 odstotkov. Več kot 100-odstotno povečanje BDP pa je bilo v Litvi in Estoniji. Poleg rasti BDP so države zaznale padec dolgoročnih obrestnih mer. Te so začele padati že v drugi polovici devetdesetih let kot posledica pristopnih pogajanj vzhodnoevropskih držav v EMU (European Monetary Union). Ugodne obrestne mere in optimistično razpoloženje finančnih institucij, ki so radodarno dodeljevale posojila, so povečali zanimanje za nepremičninski sektor. Medtem, ko je bila rast cen stanovanj v drugi polovici devetdesetih let 6,5-odstotna, se je po letu 2002 dvignila na 9 odstotkov letno (Balazs in Mihaljek 2007, 3–5).

Trend padca obrestnih mer in rasti dohodka se je v letu 2002 nadaljeval. Cene stanovanj so rasle na Hrvaške, Češkem, Madžarskem in v Sloveniji, najbolj pa v Bolgariji, Estoniji in Litvi. Na rast cen je vplivala ohlapna monetarna politika z nizkimi obrestnimi merami (še posebej od leta 2006) in nespremenjena davčna politika. Z rastjo cen nepremičnin so se letno povečevali tudi stanovanjski krediti. Povprečna rast stanovanjskih kreditov se je med letoma 2000 in 2006 povečala za 60 odstotkov letno, od tega je v letih med 2005 in 2006 zasebni sektor prispeval kar 34 odstotkov letno. Rast kreditov je bila za vzhodnoevropske države predvsem pojav, ki je bil prisoten v vseh tranzicijskih državah (Balazs in Mihaljek 2007, 4–5).

6.3.5 Dogajanje na nepremičninskem trgu v obdobju krize

Nestabilnost in pomanjkanje likvidnosti v finančnem sektorju sta pomembno vplivala na dogajanje na nepremičninskem trgu. Po soočenju številnih finančnih institucij z likvidnostnimi težavami in nizkim povpraševanjem po novih posojilih se je upočasnilo izdajanje hipotekarnih kreditov. Pogoji pridobivanja posojil so postali strožji in

obstoječi stroški zadolževanja so se povečevali. Slabše ekonomske razmere so povečale negotovost potrošnikov in njihovih dohodkov. Padec kupne moči potrošnikov je pomenil tudi zmanjšanje povpraševanja po nepremičninah. Tako je obseg transakcij z vsemi vrstami nepremičnin padel.

Nepremičnine, kot so poslovni prostori, trgovine in lokali, so bolj podvržene vplivom sprememb makroekonomskih dejavnikov, saj so imele vpliv na investicijske odločitve podjetja in na njegovo finančno poslovanje. Te nepremičnine se gradijo dlje časa, so dane v zakup ali najem, njihov tok donosov pa je zelo variabilen. Njihova vrednost je določena glede na pričakovane prihodnje donose. S prihodom finančno-gospodarske krize so v segmentu poslovnih prostorov v prvi polovici leta 2008 zabeležili povišanje stopnje nezasedenosti prostorov zaradi zmanjšanja povpraševanja in umirjanja ekonomije. Čeprav se je stopnja nezasedenosti povečala, so najemnine poslovnih prostorov narasle. Največjo rast je bilo zaslediti v večjih poslovnih središčih. Ne glede na slabše gospodarske razmere je ostal trg poslovnih prostorov še vedno priljubljen pri investitorjih, ki so začasno zaustavili gradnjo ali jo preložili v prihodnost. Podobno se je dogajalo na segmentu trgovin in lokalov (*angl. retail market*), kjer je nastopilo obdobje ohlajevanja in padca obsega prodaje. Gradbena podjetja so bila primorana k ponovnemu pregledu načrtov za prihodnja leta. Največje dohodke vseh vrst trgovinskih lokalov so prinašali večji nakupovalni centri v mestih. Kljub temu pa so do sredine leta 2008 beležili zelo nizek obseg prodaje. Pričakovati je bilo, da se bodo obrnili na zunanje trge, iskali nove priložnosti rasti, dokler se domači trg ne bi ohladil. Segment trgovin in lokalov se je usmeril v iskanje novih izdelkov, predvsem v večje nakupovalne centre, ki so postali priljubljeni v zadnjih letih. Do slabšega povpraševanja po nepremičninah je prišlo tudi v segmentu industrijskih stavb. S slabšanjem razmer na trgu ter propadom manjših in srednjih podjetij se je število praznih industrijskih stavb povečalo. Nepričakovano se je industrijska gradnja hitreje skrčila kot drugi segmenti. Trg se bo iz krize pobral, ko se bo gospodarstvo posameznih držav stabiliziralo. Sprememba lokacij in velikosti objekta bosta odvisni od cen nafte na trgu in želje po čim večji učinkovitosti podjetja v izrabi prostora (DeLisle 2008, 205–206).

Na stanovanjskem trgu se bo povpraševanje usmerilo v najemniški sektor in nič čudnega ne bo, če se bodo v prihodnje najemnine stanovanj povečale. Potrošniki se bodo zanimali bolj za najemniška stanovanja, kot da bi postali lastniki. Ker je zdaj večje

število praznih stanovanj, ki ne bodo dobila lastnika, se bodo na trgu tržila kot najemniška. Val povečane ponudbe bo tako tudi številna stanovanja prepustil najemniškemu sektorju. Koliko se bo znižalo povpraševanje po nakupih stanovanj, pa bo odvisno tudi od finančnih institucij. Slabši dostop do kapitala je povečal število praznih stanovanj. Povpraševanje po stanovanjih bo še vedno ostalo visoko, a bodo nakupi preloženi v prihodnost. Mnogi, ki na nepremičnino gledajo kot na investicijsko naložbo, pa bodo to obdobje izkoristili za njen nakup (DeLisle 2008, 206–207).

Leto 2008 je bilo zaznamovano kot leto padca globalnih nepremičninskih trgov. Da je bilo res tako slabo na trgu, nam dokazujejo padci cen stanovanj. Cene stanovanj so v Veliki Britaniji, ZDA in na Irskem med letom 2008 padle za več kot deset odstotkov (glej tabelo 6.4).

Tabela 6.4: Sprememba cen stanovanj popravljena z inflacijo

Država	Sprememba cene v odstotkih med letom 2007 (3. četrletje 2007)	Sprememba cene v odstotkih med letom 2008 (3. četrletje 2008)	Sprememba cene glede na predhodno četrletje (3. četrletje 2008)
Kitajska – Šanghaj	10,74	17,9	0,11
Hong Kong (HKU)	7,07	16,8	-1,81
Slovaška	22,37	14,1	-1,25
Bolgarija	17,46	13,0	1,02
Hong Kong (RVD)	10,39	12,7	-2,42
Ciper	7,46	3,4	0,42
Švica	1,88	2,2	1,93
Singapur	24,18	2,2	-2,94
Ukrajina – Kijev	22,34	-	1,60
Filipini – Makati CBD	10,24	-	-1,47
Nizozemska	3,06	-	0,74
Kanada	4,55	-	-0,91
Avstralija – 8 mest	9,39	-	-2,96
Švedska	9,49	-	0,95
Japonska	-0,59	-	n.p.
Španija	2,84	-	-1,26
Finska	3,29	-	-2,61
Avstrija	3,06	-	1,45
Indonezija – 14 mest	-1,21	-	-2,19
Izrael	-0,41	-	-3,66
Luksemburg	-0,09	-	-1,09
Norveška	11,29	-	-5,71
Malta	-0,19	-	-4,45
Portugalska	-1,54	-	-1,58
US (OFHEO)*	-0,55	-	-3,80
Islandija	6,27	-	-3,28
Nova Zelandija	9,85	-	-4,35
Velika Britanija (zemljiška knjiga)	7,45	- 9,84	-5,78

Država	Sprememba cene v odstotkih med letom 2007 (3. četrletje 2007)	Sprememba cene v odstotkih med letom 2008 (3. četrletje 2008)	Sprememba cene glede na predhodno četrletje (3. četrletje 2008)
Južna Afrika	7,48	-	-3,56
Irska	-6,38	-	-2,60
Velika Britanija (glede na celotno državo)	7,59	- 14,44	-6,67
ZDA (Case-Shillerjev indeks)	-6,62	- 20,75	-4,59

Opombe: HKU – podatki iz Univerze v Hong Kongu. RVD – podatki iz Rating and Valuation Department

Agency. OFHEO – indeks cen stanovanj glede na podatke iz Federal Housing Finance Agency. n.p. – ni podatka.

Vir: The world's 2008 housing markets in review and some forecasts for (2009, 2008)

Padec so zabeležili tudi v Avstriji, Luksemburgu, na Norveškem in Portugalskem. Leta 2007 je do tretjega četrletja Case-Shillerjev stanovanjski cenovni indeks²⁵ v ZDA padel za 6,62 odstotka, medtem ko je leto kasneje v istem obdobju izgubil dodatnih 20,75 odstotka. V evropskih državah sta v letu 2008 največji padec cen stanovanj zabeležili Velika Britanija in Irska. V Veliki Britaniji so cene nepremičnin leta 2008 do tretjega četrletja padle za 14,44 odstotka, medtem ko so v istem obdobju leto poprej cene zrasle za 7,59 odstotka. Samo v tretjem četrletju leta 2008 je cena padla za 6,67 odstotka. Irska je prav tako dosegla največji padec leta 2008, ko je do tretjega četrletja cena stanovanj padla kar za 13,74 odstotka. Pri vzhodnoevropskih državah je bil konec leta 2008 padec cen nepremičnin nekoliko nižji. V letu 2008 sta Bolgarija in Slovaška še vedno beležili rast cen nepremičnin. Do konca tretjega četrletja je bila rast cen v Bolgariji 13,01 odstotka in na Slovaškem 14,15 odstotka. Proti koncu leta 2008 pa so se tudi v teh državah pokazali prvi znaki krize (The world's 2008 housing markets 2011).

V Sloveniji je bilo leta 2008 po podatkih Geodetske uprave Republike Slovenije (GURS) v primerjavi z letom 2007 za tretjino manj prometa s stanovanji (Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2009, 6). Cene stanovanj so v prvi polovici leta 2008 še vedno rasle, ampak je bila rast majhna. V prvem četrletju so se tako oglaševane cene stanovanj v povprečju dvignile za 1,2 odstotka, v drugem četrletju pa le za 0,3 odstotka. Obrat cen stanovanj navzdol se je pokazal šele v drugi polovici leta s prihodom kreditnega krča, ko so se oglaševane cene stanovanj v tretjem četrletju v

²⁵ Meri spremembe cen istih enodružinskih hiš.

povprečju znižale za 0,7 odstotka in v četrtem četrtletju za 2,3 odstotka (SLONEP 2011).

6.4 Vzroki za finančno-gospodarsko krizo v ZDA

Vsi se sprašujemo, kdo so glavni krivci za nastalo finančno-gospodarsko krizo, ki se je iz ZDA preselila v Evropo in zajela skoraj ves svet. Ali bi se lahko gospodarski krizi izognili, zakaj politika ni reagirala prej ipd.? Vzroke za nastanek krize lahko najdemo na strani posameznikov, slabih poslovnih odločitev podjetij, tveganega poslovanja finančnih institucij, slabega vodenja ekonomske politike države ter vplivov iz tujine.

6.4.1 Vzroki na strani posameznikov oziroma gospodinjev

Lahko trdimo, da so zametki krize nastali na ravni posameznika. Male investitorje sta želja po vse večjem premoženju in potrošniški način življenja vodila v življenje preko svojih zmožnosti, sklepanje pogodb z nerazumljivimi instrumenti ter prevzemanje visoko tveganih posojil.

Z razvojem kapitalskih trgov ter novih finančnih produktov je dostop do posojil postal enostavnejši, kar je tudi malim investitorjem omogočilo dostop do posojil, nepremičnin ter luksuznih dobrin. Gospodinjstvom je to zmanjšalo potrebo po prihrankih ter omogočilo življenje preko svojih zmožnosti. Ljudje so se zadolževali za nakup luksuznih dobrin, ki si jih glede na dohodek ne bi mogli privoščiti.

Posledica življenja prek zmožnosti in zaradi enostavnega dostopa do posojil je padec stopnje varčevanja celo do take mere, da je slednja postala negativna (Guidolin in La Jeunesse 2007). Negativna stopnja varčevanja pa ne pomeni, da ljudje nimajo nobenih prihrankov, ampak da so porabili več, kot so ustvarili oziroma zaslužili. Torej so porabili obstoječe prihranke ali se dodatno zadolžili (Samuelson in Nordhaus 2002, 414). K znižanju stopnje osebnega varčevanja je prispeval tudi sistem socialnega zavarovanja, počasna rast dohodkov ter drugi viri. S tem, ko država zbira davke za socialno zavarovanje in izplačuje nadomestila, odpravlja potrebo po varčevanju za pokojnino. Med druge vire pa Samuelson in Nordhaus (2002, 424) štejeta padanje

motivacije za varčevanje – zaradi visokih davčnih stopenj in nizkih donosov od prihrankov – ter demografske strukture.

Soros (2008, 85) prikazuje povezavo med padajočo stopnjo osebnega varčevanja in rastjo cen nepremičnin. Skozi obdobje od leta 1990 do 2007 so se prihranki znatno znižali. Zaradi asimetrije informacij gospodinjstva niso zaznala nastajanja nepremičninskega balona in so še intenzivneje kupovala nepremičnine, katerih cene so že bile previsoke. Nepremičninski balon se je napihoval. Potrošniški način življenja, padanje osebnega varčevanja, naraščanje zadolženosti ter rast cen nepremičnin pa bi morali biti vsaj za državo že skrb vzbujajoči znaki.

Mali investitorji se drugorazrednih hipotekarnih posojil niso branili, saj so jim ponujala nizko fiksno obrestno mero in možnost odloga vračanja posojila. Pri tem pa se niso zavedali, da kakovost posojil vse bolj pada, kar je kazalo na nepreglednost poslovanja finančnih posrednikov ter nerazumevanje novih finančnih produktov. Predvsem strukturirani finančni instrumenti so se za male investitorje izkazali kot najbolj zapleteni ter visoko tvegani finančni produkti.

Gospodinjstva lahko razdelimo na tri razrede: premožni, srednji ter revni razred. Glede na višino premoženja je tudi zadolženost vsakega razreda drugačna. Premožni razred ima velik dolg, vendar je njegova stopnja zadolženosti izjemno nizka, saj znaša le 10 odstotkov. Za srednji razred so raziskave pokazale, da razpolagajo z največjim številom hipotekarnih in avtomobilskih posojil, limitih na kreditnih karticah ter visoko stopnjo zadolženosti (40-odstotna). Za revna gospodinjstva je značilna visoka stopnja zadolženosti, ki znaša 80 odstotkov, čeprav imajo le nekaj limita na kreditnih karticah ter v posameznih primerih avtomobilsko posojilo (Sakazaki 2009).

Pok nepremičninskega balona je prve težave prinesel gospodinjstvom. Zaradi nižjih vrednosti nepremičnin gospodinjstva s previsoko stopnjo zadolženosti niso bila sposobna odplačati hipotekarnega posojila. Temu je sledila izguba nepremičnine. Finančna institucija, ki je gospodinjstvu izdala posojilo, ni dobila enake protivrednosti izdanega posojila zaradi nižje vrednosti nepremičnine. Tako so se težave gospodinjstev prenesle na finančne institucije, ki jim je zaradi vedno pogostejših neplačil začelo primanjkovati likvidnih sredstev. Problem nelikvidnosti se je razširil na celoten finančni

sektor. Poslovne banke so z namenom zaščite lastnih interesov zaostrele pogoje poslovanja ter posojanja.

Finančna kriza je vsak razred gospodinjstev prizadela drugače. Na revnejša gospodinjstva ni imela takojšnjega vpliva. Srednji razred je finančno krizo občutil z največjo intenziteto, saj je prinesla visoke izgube na pokojninskih računih, ki so bili podprti s strani vzajemnih skladov, padec borznih indeksov pa je močno znižal vrednosti finančnih produktov vzajemnih skladov. Za premožna gospodinjstva je finančna kriza navkljub padcu vrednosti premoženja zaradi znižanja cen vrednostnih papirjev, pomenila le nekaj sprememb v namenu in obsegu investicij (Sakazaki 2009).

Pojav gospodarske krize je prizadel tudi revna gospodinjstva. Težave so se pojavile zaradi izgubljenih delovnih mest, kar je še dodatno znižalo dohodke. Končni rezultat je bila izguba nepremičnine in soočenje s še večjo revščino. Najtežji del gospodarske krize so ponovno prevzela gospodinjstva srednjega razreda. Mnogi člani gospodinjstev so izgubili delovno mesto ter nepremičnino, zaradi visoke zadolženosti srednjega razreda pa se postavlja vprašanje, kako dolgo bodo zdržala plačevanje zapadlih obveznosti. Za premožna gospodinjstva gospodarska kriza pomeni le izgubo »denarja« ne grozi pa jim izguba nepremičnin (Sakazaki 2009).

Sklenemo lahko, da bi ob ostrejših pogojih za posojila in zavesti gospodinjstev o lastnih finančnih zmožnostih ne bi prišlo do presežnega povpraševanja po nepremičninah. Tako bi se gospodarstvo morebiti le izognilo poku nepremičninskega balona, finančni krizi ter recesiji.

6.4.2 Vzroki na podjetniški ravni

Z gospodarsko rastjo ter s presežki likvidnostnih sredstev so se tudi podjetja odločala za naložbe v tvegane vrednostne papirje in finančne instrumente ter v projekte, ki niso imeli jasno začrtane prihodnje realizacije. Tako sta največjo rast prihodkov na račun tveganih poslovnih odločitev beležila gradbeni sektor in avtomobilska industrija, na katera se bom podrobneje osredotočila v nadaljevanju.

Za gradbeni sektor so bili značilni visoki investicijski vložki v tvegane projekte. K temu je prispevala tudi država z oblikovanjem nacionalne strategije za lastništvo nepremičnin. Povečanje lastništva nepremičnin je postal ključni dejavnik vzpodbujanja gospodarske dejavnosti, ki je prispeval k večji zaposlenosti in k višji gospodarski rasti (Rupnik in Berk 2009).

Rasti investicij je sledila tudi ponudba nepremičnin. Vrednosti nepremičnin so se povečale, nepremičninski balon pa se je s tem vse bolj in bolj napihoval (Rupnik in Berk 2009).

V povojnem obdobju pa do sredine devetdesetih let prejšnjega stoletja je bila rast cen nepremičnin sprejemljiva – v sorazmerju z rastjo cen v drugih sektorjih. V sredini devetdesetih let 20. stoletja so se cene nepremičnin zvišale za več kot 50 odstotkov, oziroma celo za 100 odstotkov v obalnih predelih države (Baker 2007, 5).

Gospodarska rast je vplivala tudi na poslovne odločitve avtomobilske industrije, za katero je značilna visoka odvisnost od posojilne dejavnosti. Z razširitvijo posojil na kreditno nesposobne stranke so finančne institucije tudi njim omogočile lažji nakup avtomobila. Avtomobilski prodajalci pri prodaji avtomobilov niso preverjali kreditne zgodovine kupcev, ampak težili le k večji prodaji. Tako so prevzeli tveganje neplačil in s tem izgubo prihodka. Kljub temu so bili dobički avtomobilske industrije vse višji. Poslovanje izključno za dobiček ima za posledico zanemarjanje razvojne dejavnosti, predvsem v smeri okolju prijaznih avtomobilov (Webster 2008).

Zaradi padca nepremičninskega trga, nastanka finančne krize in posojilnega krča so se podjetja soočila s pomanjkanjem razpoložljivih novih posojil za dokončanje obstoječih projektov ter financiranje novih. S širitvijo finančne krize na realni trg so podjetja izgubila tudi nekatere tuje investitorje, ki so svoje naložbe raje preusmerili na druga tržišča ali jih opustili. Podjetjem so se zaradi padca prodaje znižali prihodki ter povečale zaloge. To je za gospodarstvo pomenilo padec povpraševanja po delovni sili, naraščanje brezposelnosti, stečaje številnih prezadolženih podjetij ter padec bruto družbenega proizvoda (The Joint Economic Committee Majority Staff 2008).

V primeru bolj premišljenih poslovnih odločitev podjetij ter racionalnega ravnanja glavnih managerjev, bi podjetja lahko prepoznala nastajanje nepremičninskega balona ter kreditno nesposobne kupce. Z omejitvijo tveganih investicijskih projektov in obsega ponudbe, bi se gospodarska rast res nekoliko umirila, vendar pa bi se gospodarstvo lahko izognilo recesiji.

6.4.3 Vzroki na strani finančnih institucij in agencij

Z napihovanjem nepremičninskega balona je povezan tudi finančni trg. S pomočjo ekspanzivne monetarne politike z nizkimi diskontnimi stopnjami je centralna banka finančnim institucijam omogočila pridobivanje poceni likvidnih sredstev. Finančne institucije so večinski delež likvidnih sredstev preusmerile v izdajanje posojil ter spodbujanje le-teh. Tako so spodbujale potrošnjo (avtomobilski krediti, potrošniški krediti) in povpraševanje po hipotekarnih posojilih ter zmanjšale varčevanje v obliki dolgoročnih depozitov (Goljevšček 2009, 12).

6.4.3.1 Visoka zadolženost finančnih institucij

Do ekspanzije posojil je prišlo tudi zaradi visoke zadolženosti finančnih institucij. Na finančnem trgu se je oblikoval začaran krog. Poslovne banke so posojale kreditno nesposobnim posojilojemalcem, ta posojila so nato prodala investicijskim bankam, ki so si potreben denar za nakup teh posojil izposodila pri poslovnih bankah (Viswanathan 2008).

Stopnja zadolženosti petih glavnih investicijskih bank: Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldmann Sachs in Morgan Stanley se je v obdobju od leta 2003 do leta 2007 pri vseh povečala, predvsem zaradi povečevanja obsega izdanih hipotekarnih vrednostnih papirjev in strukturiranih finančnih instrumentov (Wikipedia 2009).

Prve težave zaradi povečanega obsega neplačil, ki so bila posledica padca vrednosti nepremičnin, so občutile investicijske banke. Zaradi visoke stopnje zadolženosti in ob hkratnem upočasnjevanju poslovnih aktivnosti na finančnem trgu je postalo odplačevanje zapadlih obveznosti investicijskih bank vse težje. Številne med njimi so se soočile z likvidnostno krizo, ki se je prenesla na medbančni trg v obliki posojilnega

krča. Banke, ki so bile izpostavljene drugorazrednim hipotekarnim posojilom, so si začele oblikovati likvidnostne rezerve. Banke brez likvidnostnih težav pa zaradi asimetrije informacij niso bile pripravljene posojati denarja (Rant 2008). Zaradi zadrževanja likvidnosti in nepripravljenosti bank sprostiti kreditno dejavnost, se je finančna kriza začela širiti tudi v realni sektor gospodarstva.

6.4.3.2 Drugorazredna hipotekarna posojila

Posojilodajalci so zaradi presežne ponudbe posojil začeli zniževati standarde posojanja. Posojila so razširili na stranke, ki so bile kreditno manj sposobne, brez rednih prihodkov, posojila so bila odobrena brez zadostnih informacij o njihovi kreditni zgodovini ali celo z neustrezno dokumentacijo. Pojavila so se drugorazredna hipotekarna posojila (Moseley 2011). Vzroka za nastanek drugorazrednih hipotekarnih kreditov sta tudi naklonjenost finančnih institucij upravljanju večjih tveganj ter večja donosnost drugorazrednih hipotekarnih posojil od alternativnih tveganih naložb (Rant 2008).

Drugorazredna hipotekarna posojila so bila torej dodeljena strankam, ki niso izpolnjevale pogojev za pridobitev prvorazrednih hipotekarnih posojil, torej tistim z nizko kreditno sposobnostjo. Značilnosti drugorazrednih hipotekarnih posojil so višje obrestne mere, visoke provizije ter nestandardiziranost. Pogodba o najemu posojila in pogojih vračanja posojila je sklenjena glede na kreditno sposobnost posojilojemalca, torej slabša kot je kreditna sposobnost posojilojemalca, dražje je posojilo – zaradi višjih obrestnih mer (Smith 2009). Večina drugorazrednih hipotekarnih posojil je bila hibridnih, kar pomeni, da se je po začetnem obdobju dveh ali treh let fiksna obrestna mera preoblikovala v prilagodljivo obrestno mero. Ta je bila ob naraščajoči ključni obrestni meri nepričakovano visoka in je nekaterim skupinam posojilojemalcev povečala verjetnost zamude ali neplačila (Rupnik in Berk 2009). Dodatni značilnosti drugorazrednih hipotekarnih posojil sta visok končni znesek zadnjega zapadlega obroka posojila, ki ga mnogi posojilojemalci niso bili sposobni plačati, ter zasnova posojila, ki je onemogočala odplačilo dolga pred zastavljenim rokom (Smith 2009).

Posojilodajalci so z izdajanjem drugorazrednih hipotekarnih posojil širili bazo strank ter tako ustvarjali vse večje dobičke. Verjeli so, da bodo tudi kreditno manj sposobni

posojilojemalci sposobni posojilo odplačati, in sicer na račun refinanciranja hipotekarnega posojila prek prodaje nepremičnine, s katero bi si ob naraščajoči vrednosti nepremičnine poleg poravnave dolga zagotovili še nekaj dodatne rezerve (Rupnik in Berk 2009).

S pokom nepremičninskega balona se je povečalo število neplačil zapadlih posojil. Finančnim institucijam je začelo primanjkovati likvidnih sredstev, številne med njimi so se znašle v likvidnostnih težavah. Prvi odzivi na nastalo situacijo so bili zaostreni pogoji posojanja sredstev med finančnimi institucijami. Vsaka med njimi je želela zadržati čim več likvidnih sredstev na lastnem računu v strahu pred vse bolj množičnimi neplačili strank. Posledica je bil padec medbančnega trga, poslovne banke so pri tem še bolj zaostriale pogoje poslovanja, kar pa je končno vplivalo na realni sektor (Goljevšček 2009, 14).

6.4.3.3 Nerazumljivi novi finančni instrumenti

Finančne institucije so z namenom razpršitve tveganja oblikovale nove izvedene finančne instrumente, za katere je značilna majhna začetna pozicija, ki lahko vodi v večje finančno izpostavljanje (Štiblar 2008, 102).

Prvi izvedeni finančni instrumenti so bili terminska pogodba, opcije ter zamenjave (swapi). **Terminska pogodba** je pravno zavezujoč sporazum o nakupu oziroma prodaji standardne količine in kakovosti natančno opisanega sredstva po ceni, za katero se dogovorijo v sedanjosti. V terminski pogodbi morajo biti standardizirani vsi elementi razen cene (Prohaska 2004, 160). Pri **opcijah** gre za prenosljivo pogodbo, v kateri prodajalec v zameno za opcijsko premijo daje kupcu oziroma imetniku pravico do nakupa ali prodaje določenega števila vrednostnih papirjev v določenem obdobju ali na določen dan po vnaprej določeni ceni (Prohaska 2004, 169). Pri **zamenjavi** ali swapu pa gre za dogovor med dvema strankama o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti (Prohaska 2004, 178).

Nadalje so razvili še druge izvedene finančne instrumente. Oblikovali so tako imenovani »credit default swaps²⁶«, s katerim se posojilodajalec zavaruje v primeru neplačila posojilojemalca, torej pred kreditnim tveganjem, ter listninjenjem. Pri listninjenju gre za zbiranje posojil v pakete, ki se nadalje prodajo investitorju, oziroma za združevanje denarnih tokov manj likvidnih finančnih instrumentov in njihovo prepakiranje v nove, likvidnejše izvedene finančne instrumente (Rant 2008, 59). Na podlagi listninjenja so se oblikovali še trije tipi izvedenih finančnih instrumentov. To so:

- a) hipotekarni vrednostni papirji (*angl. mortgage backed securities*), ki temeljijo na danih hipotekarnih posojilih,
- b) zadolžnice, zavarovane z dolgom (*angl. collateralized debt obligations*), ki temeljijo na izdanih hipotekarnih obveznicah in ostalih terjatvah ter
- c) vrednostni papirji, zavarovani z realnim premoženjem (*angl. asset backed securities*), ki temeljijo izključno na ostalih terjatvah, kot so obveznice podjetij, bančna posojila, avtomobilski krediti in kreditne kartice.

Pri izvedenih finančnih instrumentih se finančnim institucijam pogosto očita nepregledno poslovanje v smislu prikrivanja podatkov o strukturi, delovanju in tveganosti posameznega finančnega instrumenta. Investitorji se zaradi asimetrije informacij tveganosti posameznega izvedenega finančnega instrumenta niso zavedali. Ravno na račun kompleksnosti izvedenih finančnih instrumentov so finančne institucije tako uspešno tržile z njimi. Z začetkom padanja finančnega trga so investitorji izgubili zaupanje v finančne institucije. To se je odrazilo v padcu povpraševanja po zapletenih strukturiranih finančnih produktih. Investitorji zaradi nerazumljivosti finančnih instrumentov niso bili sposobni narediti lastne kreditne analize, zato so se preprosto umaknili s trga strukturiranih finančnih produktov. S krčenjem trga se je pokazal likvidnostni pritisk na finančne institucije in tako so se likvidnostne težave zaradi posojilnega krča razširile tudi v realni sektor (Rupnik in Berk 2009).

²⁶ Credit default swaps (CDS) je najosnovnejša oblika kreditnega izvedenega finančnega instrumenta. CDS prenaša tveganje kreditnega dogodka glede izpostavljenosti s kupca zavarovanja (banka) na prodajalca zavarovanja (druga banka, zavarovalnica ipd.). Pri tem se lastništvo nad referenčnim sredstvom ne prenese na prodajalca zavarovanja. V primeru kreditnega dogodka prodajalec zavarovanja poplača izgubo, ki je ob tem nastala. V zameno kupec zavarovanja periodično plačuje provizijo prodajalcu zavarovanja (Jovan 2005, 2)

V primeru nižje stopnje zadolženosti finančnih institucij se torej na trgu ne bi oblikovali presežki likvidnih sredstev. Tako finančne institucije zaradi omejenih razpoložljivih sredstev ne bi bile sposobne odobriti drugorazrednih posojil ter kompleksnih, visoko tveganih izvedenih finančnih instrumentov. Finančni trg bi se tako izognil visokemu obsegu neplačil, pomanjkanju likvidnih sredstev ter posojilnemu krču, ki je za gospodarstvo pomenil padec gospodarske aktivnosti (Goljevšček 2009, 15).

6.4.4 Vzroki na strani države

Tako kot so pogoje za nastanek finančno-gospodarske krize ustvarila gospodinjstva oziroma posamezniki, podjetja, finančne institucije in agencije, tako jih je ustvarila tudi država. Z ekspanzivno monetarno politiko, deregulacijo finančnega trga, s prostim poslovanjem rating agencij ter prilivi iz tujine, je država na trgu ustvarila pogoje, ki so poslovnim bankam omogočili pridobiti poceni denar ter razširiti poslovanje na visoko tvegana področja.

6.4.4.1 Pomanjkljiv nadzor finančnega trga

Prve spremembe v finančnem sektorju so nastale leta 1933 z Glass Steagallovim aktom, ki je poslovne banke ločil od investicijskih. Za utemeljitev je navedel, da so investicijski projekti za poslovanje poslovnih bank preveč tvegani. Investicijske banke so s tem aktom pridobile na pomenu in imele odprto pot pri oblikovanju novih finančnih instrumentov in novih načinov razpršitve tveganja (Viswanathan 2008).

Leta 1999 je začel veljati nov akt, imenovan Gramm–Leach–Bliley akt, ki je poslovnim bankam dovolil razširitev poslovanja tudi na investicijsko bančništvo. Investicijske dejavnosti so se skozi čas izkazale za zelo dobičkonosne, zato so se poslovne banke začele usmerjati predvsem na omenjeni trg. Pri tem so investicijske banke postale posrednik med vlagatelji in investitorji (posojilojemalci). Razlika med poslovanjem bank in investicijskih bank je v tem, da poslovanje poslovnih bank nadzoruje centralna banka, medtem ko je poslovanje investicijskih bank popolnoma nenadzorovano (Viswanathan 2008).

Busheva administracija je leta 2000 še dodatno deregulirala finančni trg s tem, da je določene finančne instrumente izvzela iz sklopa pravil, ki veljajo za vrednostne papirje. To je investicijskim bankam omogočilo ustanavljanje navideznih družb, s katerimi so si razbremenile bilanco tveganih poslov, in veliko špekuliranja (Štiblar 2008, 104).

Zaradi pomanjkanja nadzora na finančnem trgu in liberalizacije finančnih tokov se je povečal pretok kapitala za portfeljske in neposredne investicije. Za investicijske banke je to pomenilo prost dostop do svežega kapitala in investicije, ki so jim prinašale ogromne zasluške. Zaradi presežne ponudbe sredstev so začele investirati tudi v drugorazredna hipotekarna posojila. S pokom nepremičninskega balona in padcem vrednosti nepremičnin so se povečala neplačila. Številne finančne institucije so se zaradi nenadzorovanih izdajanj posojil znašle v likvidnostnih težavah, ki so se odrazile v zaostrenih pogojih posojanja ter posojilnem krču. Slednji je finančno krizo razširil na celotno gospodarstvo (Goljevšček 2009, 16).

6.4.4.2 Vloga rating agencij

H globini finančne krize so veliko doprinesle tudi rating ali bonitetne agencije, saj država ni ustrezno nadzorovala njihovega poslovanja. Osnovna naloga rating agencij je bila ocenjevanje hipotekarnih obveznic, vendar tega niso izvajale same neposredno, temveč na podlagi poročila prvega hipotekarnega posrednika. Končna ocena vrednostnega papirja je bila višja od dejanske, saj je naročnik cenitve tudi plačnik storitev rating agencij (Štiblar 2008, 87). Torej je plačilo rating agencij odvisno od njihovih podanih ocen. V primeru, da naročnik cenitve z oceno ni zadovoljen, lahko storitve ne plača, kar pomeni, da je rating agencija ob zaslužek.

Rating agencije so z oceno vplivale na odločitve investorjev glede politike investiranja. Posledično so tudi izdajatelji vrednostnih papirjev težili k čim višji oceni. To so dosegali z notranjimi in zunanjimi metodami izboljšanja bonitete. Med notranje metode sodi podrejena/nadrejena struktura dolga – razvrščanje posameznih vrednostnih papirjev v tranše. Med zunanje metode sodi zavarovanje vrednostnih papirjev. S tem, ko so investorji zavarovali vrednostni papir (obveznico), so tveganje prenesli na zavarovalnico (Rant 2008, 60).

S pretirano optimističnimi ocenami vrednostnih papirjev ali finančnih instrumentov, so rating agencije na trg pošiljale nepregledne informacije, ki so investitorje zavajale glede varnosti naložb. Na podlagi dobrih ocen so finančne institucije lažje tržile visoko tvegane finančne produkte. Zaradi vsesplošnega zanašanja vlagateljev na bonitetne ocene so, ob zniževanju bonitetnih ocen določenih produktov, ti izgubili zaupanje v bonitetne ocene zapletenih strukturiranih produktov (Rupnik in Berk, 2009). Posledica je bil padec povpraševanja po strukturiranih finančnih instrumentih ter zmanjšanje obsega likvidnih sredstev poslovnih in investicijskih bank. Finančne institucije so se soočile z likvidnostnim krčem, ki je vplival na padec medbančnega poslovanja. To se je odrazilo tudi na realnem trgu, kjer je pomanjkanje novih posojil povzročilo padec gospodarskih aktivnosti (Goljevšek 2009, 16).

6.4.4.3 Neustrezna monetarna politika

Po mnenju Taylorja (2008, 1) je glavni krivec nastanka in poka nepremičninskega balona pretekla ekspanzivna monetarna politika ameriške centralne banke. Ekspanzivna monetarna politika temelji na nizkih diskontnih stopnjah, nakupu vrednostnih papirjev na trgu in nižjih stopnjah obveznih rezerv (Kešeljević 2009, 97).

Leta 2000 se je ameriško gospodarstvo zaradi poka tehnološkega balona soočilo z recesijo, ki se je po terorističnem napadu leta 2001 le še okrepila. Ameriška centralna banka je za vzpodbuditev gospodarstva z ekspanzivno monetarno politiko znižala diskontno stopnjo. Ta se je od leta 2000 do junija 2003 znižala z začetnih 6,5odstotka na en odstotek (Rupnik in Berk 2009). Za poslovne banke je to predstavljalo cenejše posojanje in izposojanje, medtem ko je za investicijske banke pomenilo neposreden dostop do likvidnih sredstev. Medbančni trg je deloval s polno intenziteto. Za finančne institucije je to pomenilo neomejeno izdajanje vedno novih in novih posojil. Ponudbo so razširili celo na posojilojemalce z visoko tveganimi projekti in nizko kreditno sposobnostjo. Za realni trg je to predstavljalo široko ponudbo posojil za nove investicije.

Zaradi neustrezne monetarne politike je prišlo do nastanka in poka nepremičninskega balona, povečanja števila neplačil ter zaostrenih pogojev za pridobitev novih posojil. To

je za finančni trg pomenilo znatno zmanjšanje obsega razpoložljivih likvidnih sredstev. Posledica posojilnega krča je bil padec medbančnega poslovanja. Znak, da je gospodarstvo v gospodarski krizi, pa je bil prenos posojilnega krča v realni sektor. Posledica je bil padec investicij, preusmeritev tujih investorjev na drug trg, padanje obsega proizvodnje, rast presežnih delovnih mest in s tem brezposelnosti ter posledično tudi padec bruto domačega proizvoda (Goljevšček 2009, 17).

6.4.4.4 Fiskalni deficit v ZDA

Zgoraj naštetih vzroki za nastanek finančno-gospodarske krize na ravni države so interne narave, vendar imajo pomemben vpliv na razvoj finančno-gospodarske krize tudi eksterni dejavniki. Eden izmed teh je pripravljenost tujine za financiranje ameriškega fiskalnega deficita.

ZDA se že dolga leta soočajo z visokim fiskalnim deficitom. Država za financiranje išče tuje vire financiranja z izposojanjem pri državah z visokimi plačilnobilančnimi presežki (npr. Kitajska, Japonska). Za ameriški trg to predstavlja povečanje povpraševanja po netveganih finančnih instrumentih, kot so ameriške državne obveznice. To vpliva na masovno in presežno porast likvidnosti, kar sočasno izzove vlagatelje k iskanju instrumentov, ki ponujajo večjo donosnost in s tem tveganje (Rupnik in Berk 2009). Zaradi visokih prilivov tujega kapitala so ZDA največja neto uvoznica kapitala. S tem, ko je tujina pripravljena financirati ameriški deficit, to omogoča ohranjanje relativno nizkih obrestnih mer v ZDA (Kimberly 2009).

Nizke obrestne mere so bankam in ostalim finančnim institucijam omogočale ugodno medsebojno izposojanje na medbančnem trgu ter s tem pridobivanje vse večje količine likvidnih sredstev. Na finančnem trgu so se tako ustvarili odlični pogoji za razširitev ponudbe posojil ter razvijanje novih finančnih produktov.

Zaradi »dobrega ugleda« in zaupanja, ki so si ga ZDA pridobile skozi zgodovino, so novi finančni produkti ter perspektivna investicijska politika privabili tuje neposredne in portfeljske investicije. Visoki prilivi tujega kapitala so na ameriškem trgu povečali obseg denarja v obtoku. Slednje se je odrazilo na realnem trgu v povečanem obsegu

investicij ter konstantni rasti bruto domačega proizvoda. Visoka likvidnost pa je omogočila tudi ekspanzijo ponudbe posojil. Finančne institucije so ponudbo razširile na stranke z nizko kreditno sposobnostjo. To je finančni sektor in gospodarstvo pripeljalo v recesijo (Goljevšček 2009, 18).

Poglavje lahko končam z ugotovitvijo, da bi v primeru nepripravljenosti tujine za financiranje ameriškega fiskalnega deficita ZDA morale zvišati obrestno mero. To bi omejilo investicijsko dejavnost ter ekspanzijo posojil. K slednjemu bi pripomogla tudi ustrezna regulativa in nadzor finančnega trga, posebno rating agencij. Tako finančne institucije ne bi bile sposobne pridobiti tolikšnih sredstev za visoko tvegana posojila, rating agencijam pa bi se onemogočilo prirejanje bonitetnih ocen vrednostnih papirjev in finančnih instrumentov. Gospodarstvo bi se tako počasi ohladilo in po vsej verjetnosti izognilo finančno-gospodarski krizi.

7 POJEM NEPREMIČNINE IN TRG NEPREMIČNIN

7.1 Opredelitev pojma nepremičnina

Slovenski stvarnopravni zakonik (v nadaljevanju SPZ) opredeljuje pojem nepremičnine kot *prostorsko odmerjen del zemeljske površine, skupaj z vsemi sestavinami*, torej z vsem kar je z njim trdno in trajno spojeno. Vse druge stvari pojmuje kot premičnine (Uradni list RS, št. 87/02, 18. člen).

Definicija, ki je izpeljana iz načela *superficies solo credit*, določa kot nepremičnino le zemljišče. Vse, kar je po namenu trajno povezano z nepremičnino ali se nahaja bodisi na njej, pod ali nad njo (na zemljišču, pod ali nad njim), je njena sestavina. Sestavine so stvari, sestavljene iz različnih delov, ki v trenutku spojitve izgubijo samostojnost in postanejo del sestavljene stvari. Dokler posamezne sestavine ne ločimo od glavne stvari, torej zemljišča, ta ne more biti samostojen predmet stvarnih pravic. V razmerju do nepremičnine je sestavina le pravica in ne stvar. Sestavine pa moramo ločiti od pritiklin. Slednje so premične stvari, ki so funkcionalno namenjene glavni stvari in so z njo prostorsko in gospodarsko povezane. Z njimi lahko samostojno razpolagamo (Kožar in Marinšek 2003, 75–76).

Nepremičnine so torej stvari, ki jih brez poškodb njihove tvarine v prostoru ne moremo premakniti. Zakon o zemljiški knjigi (Uradni list RS, št. 58/1995) v 2. členu opredeljuje tri vrste nepremičnin:

- zemljišča,
- stavbe in posamezne dele stavb,
- druge objekte, če to določa zakon.

V trenutno veljavnem Zakonu o zemljiški knjigi (Uradni list RS, št. 58/2003) v 11. členu pa so te tri vrste združene v dve, in sicer se v zemljiško knjigo (v nadaljevanju ZK) vpisujejo naslednje nepremičnine:

- zemljiška parcela,
- objekt oziroma njegov posamezni del, če zakon določa, da je lahko samostojen predmet stvarnih pravic.

Poslovanje z nepremičninami zajema vse človeške aktivnosti povezane z nepremičninami. Tri definicije, ki se pojavljajo v literaturi (Cirman et al. 2000, 2):

- »Nepremičnina je zemljišče in vse, kar je na njem zgrajeno, raste ali je nanj pritrjeno. Pridelki, ki zahtevajo letno obdelavo, niso vključeni v to definicijo« (Unger 1991, 162).
- »Nepremičnina je zemljišče ter vse, kar zemljišču pripada in je po zakonu nepremično« (Miller in Gallagher 1998, 14).
- »Nepremičnina je premoženje, dobrina ali vrsta imetja, ki se prične z zemljiščem in vsebuje vse stalne izboljšave zemljišča« (Ring in Dasso 1985, 636).

7.1.1 Lastnosti nepremičnin

Nepremičnine se od ostalih proizvodov ločijo po določenih lastnostih. Lastnosti nepremičnin kot tržnih proizvodov lahko razvrstimo v naslednje skupine (Cirman et al. 2000, 3):

- Fizične lastnosti

Osnovna lastnost nepremičnine je **nepremičnost**, vendar le za zemljišča lahko trdimo, da so dobesedno nepremična. Zemljišča ne moremo premikati, nemogoče ga je fizično uničiti. Nasprotno lahko zgradbe in druge izboljšave premikamo, vendar pa je vsak tak premik velik ekonomski zalogaj, predstavlja ogromne stroške, zato se to zgodi le izjemoma. Podobno velja tudi za **neuničljivost** nepremičnin, vendar pa neuničljivost zemljišč omogoča dolgo življenjsko dobo tudi zgradbam in drugim izboljšavam. Ločiti moramo med fizično neuničljivostjo in ekonomsko trajnostjo, ki je lahko drugačna zaradi spremenjenih okoliščin. **Heterogenost** ali raznovrstnost nepremičnin velja za vse nepremičnine, saj ni mogoče najti dveh popolnoma enakih zemljišč, dveh identičnih zgradb ali ostalih izboljšav.

- Ekonomske lastnosti

Eno izmed osnovnih ekonomskih vprašanj povezanih z nepremičninami je **redkost** nepremičnin oziroma njihova nezadostna ponudba, ki nastane zaradi fiksne fizične ponudbe zemljišč. V primeru povečanja povpraševanja z večjo in intenzivnejšo uporabo zemljišč in prostora lahko povečamo njihovo ponudbo,

zato gre le za relativno redkost zemljišč. Na različno uporabo in vrednost nepremičnin vplivata njena **fizična** in predvsem **ekonomska lokacija**. Tako na odločitve posameznikov in skupin glede lokacij nepremičnin vplivajo predvsem njihova dostopnost, izpostavljenost lege in osebne preference. S soodvistnostjo nepremičnine vplivamo na uporabo, izboljšave in vrednost. Pomembna ekonomska karakteristika je tudi **dolga doba vračanja investiranih sredstev**.

– Institucionalne lastnosti

Močan vpliv na nepremičnine imajo **nepremičninski zakoni** in različne **regulacije**, kot so lokalni in regionalni prostorski načrti, nadzori najemnin, nadzor razparceliranja in podobno. Poleg tega lahko na vrsto, izgled in uporabo nepremičnin vplivajo tudi lokalne in regionalne **navade** oziroma značilnosti. Na poslovanje z nepremičninami in razvoj skupnosti pa bolj ali manj vplivajo še razna **nepremičninska združenja in organizacije**.

7.1.2 Vrste nepremičnin

Trge nepremičnin lahko v grobem razdelimo na (Cirman et al. 2000, 4):

- **Trg stanovanjskih nepremičnin** vključuje eno- ali večdružinske stanovanjske zgradbe in stavbna zemljišča za stanovanja.
- **Trg poslovnih nepremičnin** so trgovine in trgovski centri, pisarniške zgradbe, gledališča, hoteli, moteli, stavbna zemljišča za poslovno dejavnost in druge.
- **Trg industrijskih nepremičnin** delimo na tovarne, skladišča, rudnike, stavbna zemljišča za industrijsko dejavnost in druge.
- **Trg kmetijskih nepremičnin** so vse kmetije in živinorejske farme, razne rekreacijske nepremičnine, neuporabljena razvita zemljišča ob urbanih območjih in druge.
- **Trg nepremičnin s posebnim namenom** vključuje izobraževalne in religiozne institucije, bolnišnice, pokopališča, domove za upokojence, igrišča za golf in druge.
- **Javne nepremičnine** pa so avtoceste, pošte, parki, upravne zgradbe, šole in številne druge nepremičnine, namenjene javni uporabi.

Na nepremičninskem trgu je najbolj dejavno poslovanje s stanovanjskimi nepremičninami.

Znotraj posameznega trga pa lahko nepremičnine delimo glede na (SLONEP 2010):

- **vrsto nepremičnine** (zazidljiva, nezazidljiva parcela),
- **lego nepremičnine** (orientiranost glede na strani neba, ravninskost),
- **velikost in obliko nepremičnine** (velika, majhna, kvadratna, podolgovata),
- **območje nepremičnine** (urbano, neurbano naselje).

7.2 Trg nepremičnin in njegove značilnosti

Trg predstavlja stičišče kupcev in prodajalcev, ki si želijo izmenjati blago, storitve in denar. Na trgu nepremičnin gre torej za interakcijo med ljudmi, ki trgujejo s pravicami na nepremičninah (Cirman, Poslovanje z nepremičninami – Osnovni pojmi). V splošnem ločimo trg nepremičnin, kjer se trguje s prostorom, in trg nepremičnin kot premoženje (DiPasquale in Wheaton 1996).

Na trgu nepremičnin kot prostoru (*angl. space market*) v vlogi povpraševalcev nastopajo uporabniki nepremičnin, bodisi lastniki, najemniki, gospodinjstva, podjetja ali druge institucije, kot ponudniki pa lastniki nepremičnin. Podjetja potrebujejo nepremičnine kot prostor kot enega izmed produkcijskih faktorjev in povpraševanje po njem je odvisno od obsega produkcije in relativnih cen prostora. Gospodinjstva razporejajo svoj dohodek med potrošnjo prostora in potrošnjo ostalih dobrin v odvisnosti od dohodka in relativne cene prostora v primerjavi s cenami ostalih dobrin. Na tem trgu se oblikuje cena uporabe prostora – *najemnina*. Za najemnike je to cena, ki jo plačujejo za uporabo prostora, pri lastnikih pa oportunitetni strošek, povezan z lastništvom nepremičnine.

Na trgu nepremičnin kot premoženju (*angl. asset market*) se trguje z lastninskimi pravicami na nepremičnine. Po nepremičninah kot premoženju povprašujejo kupci nepremičnin, ponudbeno stran pa predstavljajo prodajalci nepremičnin. Tu se oblikuje cena nepremičnin.

Oba trga sta med seboj tesno povezana. Najemnina, ki se oblikuje na trgu nepremičnin kot prostoru, je ključnega pomena za povpraševanje po nepremičnini kot premoženju. Z lastništvom nepremičnine namreč njen kupec pridobi pravico do pobiranja prihodnjih najemnin. Povezava velja tudi v drugi smeri. Če se zaradi novogradenj ponudba nepremičnin kot premoženja poveča, se poveča obseg razpoložljivega prostora, kar vpliva na najemnino.

V splošnem lahko za oba trga rečemo, da se ponudniki in povpraševalci srečujejo med seboj na različnih področjih in z različnimi motivi. V ta namen trg nepremičnin razdelimo na manjše dele, ki so bolj homogeni in jih zato tudi lažje proučujemo. Ne glede na razdelitev pa obstajajo določeni dejavniki, ki zaznamujejo celoten trg – obnašanje, motivacija in interakcija med kupci in prodajalci.

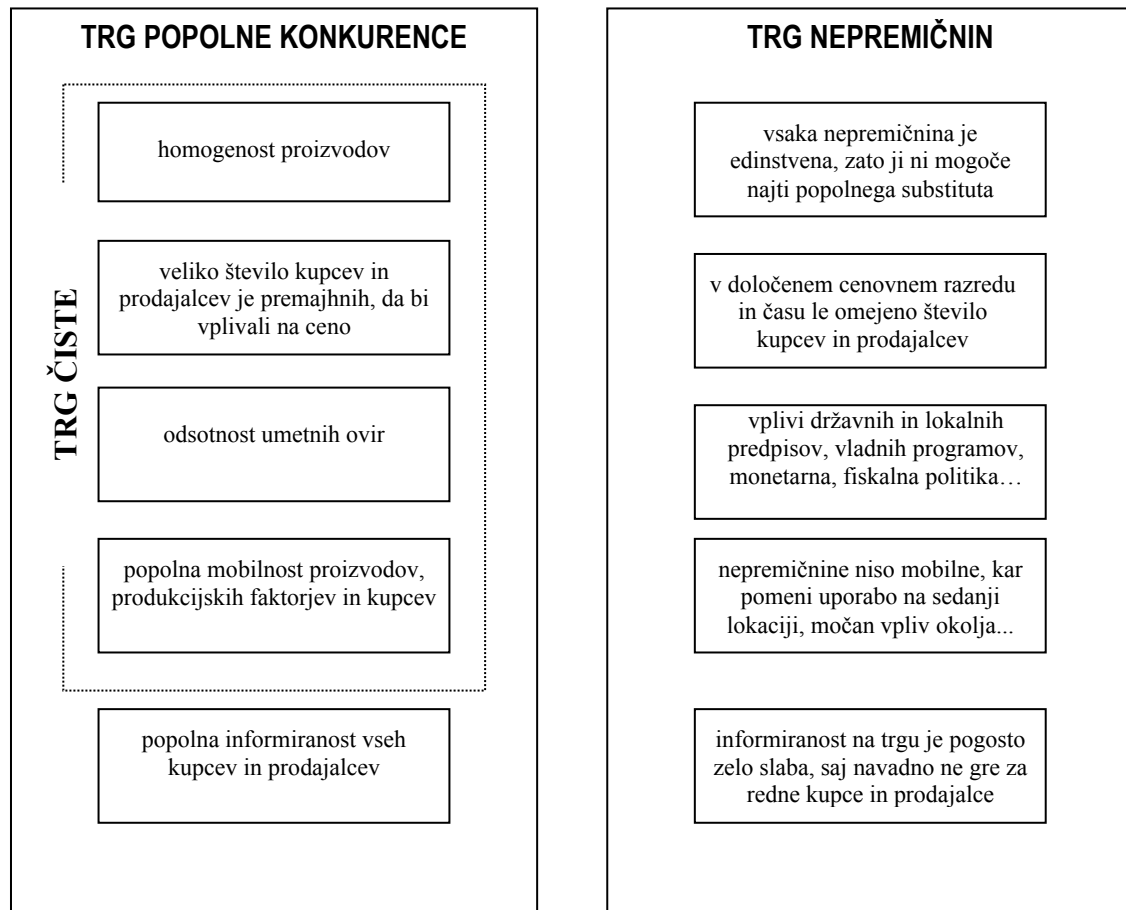
Osnovne funkcije, ki jih nepremičninski trg opravlja so (Cirman et al. 2000, 8):

- **Menjava** lastništva ter prerazporejanje zemljišč in obstoječih prostorov upoštevajoč preference finančno sposobnih uporabnikov. Gre za prodajne, najemne in davčno vzpodbujene transakcije.
- **Informiranje** o cenah in vrednostih nepremičnin ter ostalem dogajanju na nepremičninskih trgih je izrednega pomena za odločanje investitorjev, posojilodajalcev, upravljalcev, gradbenih in razvojnih podjetij, posrednikov, cenilcev in drugih tržnih udeležencev. Zato je naloga trga, da jim takšne informacije posreduje, zelo pomembna. Gre za podatke o doseženih cenah nepremičnin, vrednostih primerljivih posesti in njihovih uporabah, višinah najemnin ipd.
- **Prilagajanje** kakovosti in količine prostora spremembam socialnih in ekonomskih potreb je tretja pomembnejša funkcija trga nepremičnin. S spremembami uporabe nepremičnin se njihovi lastniki odzivajo na različne tržne priložnosti in pritiske.

Zaradi edinstvenih značilnosti nepremičnine kot tržne dobrine, se trg nepremičnin razlikuje od trgov popolne konkurence. Na trgu popolne konkurence velja, da podjetja proizvajajo homogene proizvode, nastopa veliko kupcev in prodajalcev, ki ne morejo vplivati na oblikovanje cen, udeleženci na trgu imajo vse potrebne informacije, obstaja popolna mobilnost proizvodov, proizvodnih dejavnikov ter kupcev in ni prisotnih

umetnih ovir za pretok blaga (Cirman et al. 2000, 9). Na trgu nepremičnin pa veljajo nekatere posebnosti.

Slika 7.1: Primerjava med trgom popolne konkurence in trgom nepremičnin



Vir: Cirman (2000)

Po Hibersu et al. (2008, 6) se trg nepremičnin razlikuje od ostalih trgov tako po izdelku, ki ga ponuja, kot po transakcijskih procesih. Ključni dejavniki nepremičninskega trga so:

- **Heterogenost.** Vsaka nepremičnina dosega določeno ceno glede na različne lastnosti, ki jih ima (vrsta, lega, velikost, oblika, lokacija ipd.). Največji vpliv na ceno pa ima predvsem lokacija nepremičnine. Tudi na slovenskem trgu se trgovanje močno razlikuje glede na območje, na katerem je nepremičnina. Povpraševanje po nepremičninah je razumljivo največje v urbanih središčih, zato je temu primerna tudi cena nepremičnine.

- **Visoki transakcijski stroški in nizek obseg prodaje.** Običajno so transakcijski stroški visoki zaradi slabega pretoka informacij na trgu. Obseg prodaje posameznih vrst nepremičnin je nizek. Oba dejavnika pa predstavljata oviro za ocenjevanje gibanja cen.
- **Toga ponudba.** Ponudba na nepremičninskem trgu lahko zaostaja za povpraševanjem. To je rezultat omejenosti ponudbe zemljišč. V primerih, ko so ta dostopna, pa se lahko pojavijo težave pri pridobivanju gradbenih dovoljenj in odobritvi kredita. Toga ponudba se pojavi tudi v primeru nenadnega padca povpraševanja po že dokončanih nepremičninah.
- **Spremenljivi pogoji financiranja.** Na finančnem trgu obstaja veliko specializiranih hipotekarnih finančnih institucij in hipotekarnih trgov (*angl. mortgage backed securities markets*), ki omogočajo različne pogoje financiranja ali refinanciranja posojil z uporabo nepremičnine kot zavarovanja v primeru neodplačila posojila. Omogočajo tudi razvit nadzorni in regulativni okvir, ki pokriva sektor stanovanjskega financiranja.
- **Vpliv davkov in subvencij.** Davčne olajšave ali finančne spodbude v smeri povečanja števila lastniških stanovanj lahko močno vplivajo na trg nepremičnin. Poseben vpliv imajo lahko davki na nepremičnine, davčne olajšave (davčne olajšave na obresti stanovanjskih posojil) in stanovanjske subvencije.

7.2.1 Ponudba in povpraševanje

Čeprav se trg nepremičnin razlikuje od drugih trgov, velja, da so na trgu nepremičnin kot prostoru in premoženju razmere odvisne od povpraševanja in ponudbe (Cirman, Poslovanje z nepr. – Osnovni pojmi).

Povpraševanje se oblikuje glede na značilnosti prebivalstva in njegovo kupno moč. Višina povpraševanja bo odvisna od stanja gospodarstva in blaginje posameznika. Povpraševanje značilno niha in je običajno večje od ponudbe. Na kratek rok je zelo težko, da sta povpraševanje in ponudba usklajena (Balazs in Mihaljek 2007, 2). Povpraševanje po nepremičninah ni povsod enako in tako se oblikujejo posamezni lokalni nepremičninski trgi.

Na povpraševanje vplivajo faktorji, kot so (Hibers et al. 2008, 10):

- razpoložljivi dohodek gospodinjstva,
- obrestna mera,
- stroški financiranja posojila,
- rast populacije,
- število in velikost gospodinjstev,
- višina najemnin ter njihov nadzor,
- sofinanciranje.

S temi faktorji na strani povpraševanja opazujemo povpraševanje po nepremičninah, stroške financiranja, dosegljivost stanovanj, demografske trende in oportunitetne stroške lastništva in najema. Kako in kje se bo povpraševanje oblikovalo, je odvisno tudi od ponudbe delovnih mest in prometnih povezav.

Ponudba se na potrebe trga odzove v daljšem časovnem obdobju. Na odzivnost ponudbe lahko vplivajo (Hibers et al. 2008, 8–10):

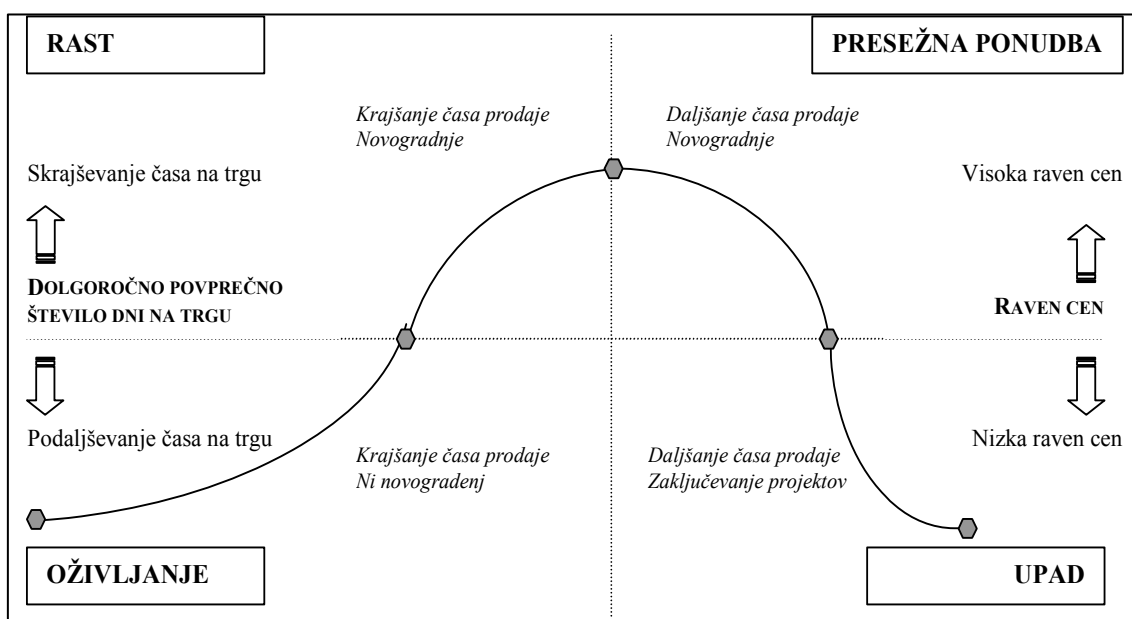
- urejanje in sprostitev novih zemljišč, ki so podvržena conskim pravilom, zakonskim predpisom in lokalnim omejitvam,
- hitrost uradniških postopkov v smislu pridobivanja gradbenih dovoljenj,
- urejenost prostorskih načrtov,
- dostopnost do dolgoročnih posojil,
- cena dela,
- cena materiala in novih tehnologij, uporabljenih za novogradnje.

V stičišču ponudbe in povpraševanja se izoblikuje cena. Ta pa se zaradi številnih lastnosti, kot so lokacija, gradbeni materiali, velikost, povezanost z urbano infrastrukturo in dolge življenjske dobe, izoblikuje počasneje kot na ostalih trgih. Predvsem zaradi ugodnih gospodarskih razmer, davčne spodbude v smeri nakupa lastniških stanovanj, lažje dostopnosti do posojil in povečanega povpraševanja po nepremičninah smo bili v zadnjem desetletju priča hitri rasti cen nepremičnin.

7.2.2 Cikličnost na trgu

Heterogenost nepremičnin, lokacijska vezanost in njihova trajna narava zaznamujejo tudi gibanja na trgu. Navedene lastnosti in povezanost s trgom kapitala, ki nastaja zaradi potreb po dolžniškem financiranju dobrin visokih vrednosti, so razlog, da so na trgu prisotna pogosta neravnovesja in da je prilagajanje dolgoročnemu ravnovesju postopno in dolgotrajno. Posledica postopnosti in zamikov v prilagajanju ponudbe in povpraševanja na spremenjene razmere na trgu so ciklična gibanja na trgu (Cirman – Poslovanje z nepremičninami – Osnovni pojmi). Posamezen nepremičninski cikel običajno traja več let in se po raziskavi Muellerja in Lapose iz leta 1994 deli v štiri faze: v fazo **oživljanja**, **rasti** oziroma **ekspanzije**, **presežne ponudbe** in **upada** oziroma **recesije** (Pyhr et al. 1999, 30). Cikle na trgu nepremičnin lahko v grobem opazujemo prek dveh indikatorjev – gibanja cen (oziroma zasedenost) in gibanja povprečnega časa, ki je potreben, da se ponujena nepremičnina proda (*angl. days on the market*).

Slika 7.2: Faze nepremičninskega cikla



Vir: povzeto po Mueller (1999, 134, slika 1)

V **fazi oživljanja**, na najnižji točki, je na trgu presežna ponudba nepremičnin, ki izvira iz gradbene aktivnosti – presežka novogradenj iz preteklega obdobja ali iz zelo šibkega povpraševanja po nepremičninah. Trg je v najnižji točki takrat, ko nanj preneha pritekati

ponudba novih stanovanj. Čas, ki je potreben, da se določena nepremičnina proda, je v tej točki najdaljši. V obdobjih, ki sledijo, se presežna ponudba postopoma absorbira, povprečen čas prodaje se skrajšuje in cene se pričnejo povečevati vse dokler čas prodaje ne doseže dolgoročnega povprečja in cene ne dohitijo rasti inflacije.

Torej, ko stopnja zasedenosti naraste prek dolgoročne povprečne zasedenosti, preidemo v **fazo rasti** oziroma ekspanzije. Naraščanje cen in krajšanje povprečnega časa prodaje se nadaljuje tudi v fazi rasti. Povpraševanje začne rasti hitreje od ponudbe, vendar se gradbena podjetja aktivirajo šele, ko jim stopnja ravni cen zagotavlja pokritje vseh stroškov gradnje novih objektov. Gradbena podjetja ne morejo nemudoma zagotoviti novih objektov, ker so ti dokončani z zamikom. Cene posledično naraščajo in čas prodaje se skrajšuje. Cikel doseže svoj vrh v točki, v kateri se rast povpraševanja in rast ponudbe medsebojno izenačita.

Ko ponudba začne rasti hitreje od povpraševanja, nastopi **faza presežne ponudbe**. Običajno ne opazimo, kdaj je trg na vrhu cikla, dokler ni ta že mimo. Sprva je raven cen in stopnja zasedenosti stanovanj še vedno visoka, časi prodaje pa relativno kratki. Kljub temu novogradnje postopoma vstopajo na trg kot nova ponudba. Sčasoma povpraševanje čedalje bolj zaostaja za ponudbo in hkrati se zmanjšuje tudi stopnja zasedenosti stanovanj. Cene se znižujejo in pogoji prodaje se poslabšujejo. Tržni udeleženci spoznajo, da so se tržna gibanja spremenila in zato zmanjšajo ali celo zaustavijo gradbene aktivnosti.

Če ponudba raste hitreje kot povpraševanje tudi po točki dolgoročnega ravnovesja pri času prodaje oziroma, ko stopnja zasedenosti pade pod dolgoročno povprečno zasedenost, trg preide v **fazo upada** ali fazo recesije. Likvidnost trga je po tej točki slaba in med ponudbenimi in povpraševanimi cenami je velik razkorak. Trg doseže svojo najnižjo točko takrat, ko na trg preneha vstopati nova ponudba oziroma preden se ponovno okrepi povpraševanje, ki bi pognalo trg v fazo oživljanja (Mueller 1999, 136–138; Cirman 2000).

Tako kot opazujemo dogajanje na stanovanjskem trgu, lahko počnemo tudi na trgu najemnin. Najemnine so na začetku faze oživljanja zelo nizke. Njihova rast se prične, ko trg postopoma absorbira presežno ponudbo in tako povečuje stopnjo zasedenosti. Ob

povečanem povpraševanju ponudniki počasi zvišujejo najemnino do točke, ko najemnine presežejo dolgoročno povprečno zasedenost. V naslednji fazi, fazi rasti, pomanjkanje ponudbe na trgu povzroči hitrejšo rast najemnin do stroškovno dosegljive meje, ki omogoča trženje novih nepremičnin. V tem obdobju naraščanja povpraševanja in šibke ponudbe so najemniki pripravljeni plačati višjo najemnino zaradi pomanjkanja razpoložljivih najemnih stanovanj. Rast najemnin se nadaljuje do vrha cikla, kjer dosežejo najvišjo rast. Da smo z vrha cikla prešli v fazo presežne ponudbe, nam pokaže povečana stopnja nezasedenosti stanovanj. Nastajanje presežne ponudbe in padec povpraševanja postopoma znižujeta najemnine na trgu. Ko slednje padejo pod točko dolgoročne povprečne zasedenosti, pridejo v obdobje recesije. V tem obdobju najemnine še vedno padajo, saj je na trgu veliko ponudnikov najemnih stanovanj, ki znižujejo najemnine, da bi obdržali svoje najemnike. Najemnine lahko padejo do te mere, da komaj pokrivajo fiksne stroške nepremičnine (Mueller 1999, 136–138).

7.3 Vloga države na nepremičninskem trgu

Pomemben dejavnik na nepremičninskem trgu je država. Čeprav se trguje z lastninskimi pravicami, si država kljub zasebnemu lastništvu nepremičnin pridržuje določene pravice, s katerimi lahko odločujoče vpliva na dogajanje na posamičnih trgih:

- **Pravica lokalnega obdavčevanja nepremičnin.** Lokalne skupnosti nepremičnine na svojem področju običajno obdavčujejo. Osnovo za obdavčevanje predstavlja vrednost nepremičnine, lahko pa je osnova določena tudi kako drugače. Nepremičninski davki skupaj z ostalimi davčnimi in nedavčnimi prihodki financirajo delovanje lokalne skupnosti in omogočajo preskrbo z javnimi dobrinami. Ob razumni uporabi teh davčnih prihodkov s strani države se lahko vrednost nepremičnin s tem tudi povečuje (na primer priklop na kanalizacijsko omrežje, izgradnja cest ipd.).
- **Pravica prisilnega odkupa.** Da bi se skupnost lahko prilagajala spreminjajočim se socialnim in ekonomskim potrebam, si država, brez obveznega pristanka lastnika, a ob pravični odškodnini, pridržuje pravico prisilnega odkupa nepremičnine ali razlastitve za javno uporabo.
- **Pravica zagotavljanja reda** z zakonodajo, ki določa, kaj lastnik sme in kaj ne sme početi z nepremičnino, in tako uvajajo red, pospešujejo varnost, zdravje, moralo in blaginjo.

- **Pravica do vrnitve posesti.** Država to pravico uveljavlja v primeru smrti lastnika, ko bi nepremičnina ostala brez dedičev ali drugih pravnih upravičencev. V tem primeru lastnik avtomatično postane država.

Med nepremičninskimi trgi je v razvitih državah značilna posebno močna vloga države in njenih institucij na stanovanjskem trgu. Državno poseganje na stanovanjski trg vpliva na razpoložljivost stanovanjskih rešitev, na njihovo dostopnost ter na razmerje med prednostmi in slabostmi obstoječih alternativ. Z različnimi ukrepi se spreminja količina, kakovost, cena, dostopnost in nadzor nad razpoložljivimi stanovanji (Doling 1997).

7.3.1 Razlogi za poseganje države na stanovanjsko področje

Država ima na nepremičninskem trgu pomembno vlogo, posebej pa je ta izrazita na stanovanjskem področju. Stanovanja so v primerjavi z ostalimi potrošniškimi dobrinami deležna verjetno največje stopnje regulacije. Pri tem se v veliki večini srečujemo s subvencijami, ki jih v najširšem pomenu besede opredelimo kot ukrepe, ki zmanjšujejo stroške stanovanja. Vključujejo fiskalne in nefiskalne instrumente ter zakonodajo, ki ureja trg zemljišč, alokacijo nepremičnin in delovanje finančnih trgov (Haffner 2000). Subvencije v ožjem pomenu besede pa so opredeljene kot ukrepi s katerimi država znižuje stroške določeni dobrini glede na ceno, ki bi jo dobrina sicer dosegla na trgu. Utemeljitev za državno poseganje najdemo v razlogih učinkovite alokacije, v pravičnosti ter v socialnih in političnih motivih (Rosen 1985; Harshman in Quigley 1991):

- Med razlogi za **doseganje učinkovite alokacije** najpogosteje naletimo na argument eksternalij, ki jih povzroča stanovanjska potrošnja. Z vzdrževanjem in obnavljanjem stanovanj posamezniki ohranijo oziroma zvišujejo vrednost svoje nepremičnine, hkrati pa se s tem ohranja in povečuje tudi vrednost nepremičnin v okolici. Pri določanju obsega investicij v izboljšave posameznik upošteva le svoje koristi in ne koristi bližnje okolice. Vendar pa so zaradi prisotnih pozitivnih eksternalij mejne družbene koristi dodatne enote izboljšav stanovanj večje od zasebnih mejnih stroškov. Posledično se racionalni lastnik stanovanja odloči za manjši obseg investicij v izboljšave, kot bi bilo učinkovito za družbo kot celoto.

- Druga eksternalija, ki jo najdemo v literaturi, je **negativna eksternalija povezana z družbenimi stroški siromašnih in zloglasnih delov mesta** (*angl. slums*). Slabe stanovanjske razmere ne vplivajo negativno le na cene nepremičnin v okolici, temveč se tam pogosteje pojavlja tudi prestopništvo, kriminal, požari, raznovrstne bolezni in podobno. Vendar pa se ob tem postavlja vprašanje, ali ni morda razlog za tovrstne pojave revščina in ne le slabe stanovanjske razmere.
- Tretji argument z vidika učinkovitosti je, da skuša država s subvencijami popraviti **negativni učinek na stanovanjsko potrošnjo, ki je posledica lokalnega obdavčevanja nepremičnega premoženja**. Trdnost tega argumenta je odvisna od tega, kako gledamo na vlogo lokalnih nepremičninskih davkov. Navedeni razlog ima določeno težo, če na lokalni davek gledamo kot na obliko trošarine. V primeru, ko pa je lokalni davek zgolj plačilo za storitve in infrastrukturo lokalne skupnosti, distorzije ni in zato argument kot tak ne vzdrži.
- Stanovanje ima tudi značilnost **meritorne dobrine**. Meritorne dobrine opredelimo kot dobrine, za katere je značilna sistematična podcenjenost s stališča potrošnika (Musgrave 1959). Potrošnik nima dovolj izkušenj oziroma je življenjska doba stanovanja tako dolga, da potrošnik ne more v celoti ovrednotiti vseh koristi (predvsem dolgoročnih), povezanih s tovrstno dobrino. Posledica tega je prenizko povpraševanje, zato skuša država s subvencijami povečati potrošnjo. Stanovanjska politika ima svoje razloge torej tudi v določenem paternalizmu države.
- Subvencioniranje stanovanjskega sektorja lahko predstavlja tudi enega izmed načinov **prerazdeljevanja dohodka**. To velja predvsem za subvencioniranje stanovanj revnejšemu sloju prebivalstva, nekoliko težje pa ta razlog podpira subvencioniranje lastniškega sektorja, katerega delež se z rastjo dohodka povečuje. Ob tem ekonomisti pogosto poudarjajo, da bi bile za doseganje prerazdelitvenih ciljev namesto subvencij »v naravi« veliko bolj učinkovite subvencije v denarju.
- Poseganje države na stanovanjsko področje ima lahko svoje razloge tudi v želji po **doseganju specifične izenačenosti** v preskrbljenosti z določenimi nujno potrebnimi dobrinami.

- Seveda pa je prisotna tudi politična razlaga za subvencioniranje stanovanj, saj tovrstne subvencije ne koristijo le prejemnikom, temveč tudi gradbeni industriji, ki v zameno podpira vladni program.

Vsaka država ima svojo stanovanjsko politiko, ki se tega problema loteva z različnimi prijemi. Zadovoljitev stanovanjskega problema ni povezana samo z zadovoljstvom, temveč tudi z velikimi stroški. Na eni strani so to visoki stroški na ravni nacionalne ekonomije, na strani posameznika pa predstavljajo stanovanjski stroški največji delež izdatkov v gospodinjstvu. Za posameznike z nizkimi dohodki predstavlja pridobitev primerne stanovanja nedosegljivo dobrino, zato je del stanovanjske politike vsake države namenjen pomoči tej skupini ljudi, da se jim omogoči dostop do primerne stanovanja. Vedno je bil osnovni cilj oblikovanja vsake stanovanjske politike, da razvije shemo, ki bo pravična, stroškovno učinkovita in zasnovana tako, da ne bo omogočala goljufanja in moralnega hazarda.

Stanovanjska politika predstavlja obliko javnega poseganja na stanovanjsko področje (Mandič 1996, 2006). Vendar ni le del socialne, ekonomske in urbanistične politike, temveč se sestavine stanovanjske politike medsebojno integrirajo, kjer je zelo pomemben njihov sinergični učinek. Dostop do cenovno primerne stanovanja je temeljno vprašanje, ki ga rešuje vsaka stanovanjska politika. Urbana politika zmanjšuje monopolno zemljiško rento in s tem omogoča lažjo in cenejšo oskrbo z gradbenimi zemljišči. Gospodarska politika naj bi na področju stanovanjske oskrbe odpravljala monopole, spodbujala rast produktivnosti, odpravljala ciklična nihanja in zmanjševala tveganje naložb. Vse to naj bi znižalo ceno stanovanja, kar zmanjšuje potrebe po kasnejši prerazporeditvi v okviru socialne politike. Stanovanjska politika je tista, ki omogoča povezovanje teh treh področij ukrepov v koherentno celoto z optimalnimi učinki. Ciljno usmerjena in razumljena stanovanjska politika omogoča, da namesto celostne državne regulacije govorimo o notranje razčlenjeni in selektivni dejavnosti države, ki se lahko usmerja le k izbranim subjektom in le v izbrane faze storitvenega cikla (Cirman in Čebul 2000).

7.4 Zgodovina slovenskega trga nepremičnin

O slovenskem nepremičninskem trgu lahko govorimo od leta 1990, ko se je začela oblikovati nova država oziroma bolje rečeno od leta 1991 dalje, ko Slovenija končno postane samostojna država. Do takrat je sicer obstajal slovenski nepremičninski trg, vendar pa je le-ta deloval znotraj jugoslovanskega. Bili smo v času socializma in pogoji njegovega delovanja so bili ljudem mnogo bolj prijazni. Nepremičnine so bile nacionalizirane in prevladovala so družbena neprofitna najemna stanovanja z relativno nizkimi najemninami. Država je omogočala, da je lahko vsakdo živel v solidnem stanovanju, ne da bi si moral trgati od ust. Veliko ljudi je gradilo tudi lastne hiše. Jugoslavija je z ugodnimi posojili in visoko inflacijo, ki je razvrednotila posojila, omogočala zelo poceni gradnjo širokim ljudskim množicam.

S samostojnostjo Slovenija prevzame tudi model kapitalističnega trga po vzoru zahodnih držav. Kapitalistična družbena ureditev pa ne dopušča javne oziroma državne lastnine v takšnem obsegu in takšni obliki, kot jo je omogočala socialistična družbena ureditev. Družbena lastnina je bila tako denacionalizirana. Država si je na začetku zadala nalogo, da v največji možni meri olastnini nepremičnine in nepremičninski trg. Tako je z razpinitim Jazbinškovim zakonom vsem, ki so stanovali v družbenih stanovanjih, omogočila, da so stanovanja odkupili po nenavadno nizkih cenah, ki so bile daleč pod tržnimi, s čimer je dosegla hitro privatizacijo družbenih stanovanj.

To, da so ljudje za majhen denar prišli do lastnih nepremičnin, je torej glavna pozitivna posledica njegovega zakona. Nizke cene naj bi nekako opravičevale dejstvo, da so bila stanovanja zgrajena z družbenim prispevkom, torej tudi s prispevkom ljudi, ki so ta stanovanja uporabljali. Na ta način je država podarila državljanom lastnino, ki je osnova kapitalizma, in jih s tem materialno pripravila na novo družbeno ureditev. Odras socialistične zapuščine se kaže v današnjem večinskem deležu lastniških stanovanj.

Po drugi strani pa je imel zakon tudi veliko negativnih posledic. Ljudje so prišli do lastnine, nihče pa jih ni poučil, kako morajo ravnati z lastnino. Stanovanja so odkupili tudi ljudje, ki niso imeli dovolj sredstev za njihovo vzdrževanje, kar je vodilo v propadanje celotnih zgradb, ki so kazile mesta. Med lastniki je prihajalo tudi do sporov v zvezi z upravljanjem s skupno lastnino, saj niso razumeli pomena skupne lastnine.

Ena izmed glavnih napak zakona je bila, da ni enakovredno obravnaval vseh najemnikov družbenih stanovanj. Nekatere skupine, kot so najemniki hišniških stanovanj in najemniki denacionaliziranih stanovanj, niso mogle kupiti stanovanj. S tem so bili diskriminirani, saj jim zakon ni zagotovil drugih primernih možnosti za dostop do lastnih stanovanj.

Čeprav je Jazbinškov zakon državljane »opremil« za nov družbeni sistem, pa je bil zakon pripravljen prehitro in povsem nepremišljeno. Posledice tega pa so močno vplivale na trg skozi vsa devetdeseta leta 20. stoletja in v začetek 21. stoletja.

V prvi polovici devetdesetih let se je nepremičninski trg šele dobro oblikoval. Ustvarili so se prvi mehanizmi, začele so se kazati prve zakonitosti ponudbe in povpraševanja. Država ni imela izoblikovane ustrezne zakonodaje in na trgu so se začele dogajati nepravilnosti, zaradi katerih so bili prizadeti navadni državljani, kupci nepremičnin. Najprej so se nepravilnosti dogajale pri delovanju nepremičninskih agencij, kjer je prihajalo do goljufanja kupcev. Ker so bili prizadeti le posamezni kupci, te nepravilnosti niso bile tako odmevne. Bolj odmevne so bile nepravilnosti pri nakupu oziroma prodaji novogradenj, saj je bilo prizadetih več ljudi. Nepravilnosti so se dogajale zaradi neurejene in pomanjkljive zakonodaje. Država je zaradi velike medijske odmevnosti v začetku 21. stoletja sprejela ustrezno zakonodajo, ki je zaščitila kupce pred zlorabami pri nakupu novogradenj. Zakonsko je uredila tudi dejavnost nepremičninskih agencij in agentov, ki morajo imeti ustrezno izobrazbo in licenco za nepremičninskega agenta. Poleg tega pa morajo agencije svojo dejavnost zavarovati pri zavarovalnici za primer zlorab.

V drugi polovici devetdesetih let so se začele kazati razlike med posameznimi lokalnimi nepremičninskimi trgi. Največji pritisk je bil v Ljubljani, zato so cene začele rasti. Poleg tega se je država morala začeti pripravljati na vstop v EU in ena izmed zahtev EU je bila, da mora država spodbuditi dolgoročno varčevanje svojega prebivalstva. Zato je država oblikovala nacionalno stanovanjsko varčevalno shemo, v kateri bi lahko vsak prebivalec varčeval pod ugodnimi pogoji. Država je varčevanje še dodatno spodbujala z nagrajevanjem v obliki dodatnih premij varčevalcem. Shema ni imela nobenih varoval, ki bi varčevalce prisilila k porabi denarja za nepremičnine, kljub temu pa je država shemo promovirala kot varčevanje za nepremičnine. V drugi polovici devetdesetih let se

je zmanjševalo število novozgrajenih stanovanj. Najbolj so bili prizadeti trgi, kjer je bilo povpraševanje največje (npr. Ljubljana) in posledično so se začele dvigovati cene. Ves čas trajanja nacionalne stanovanjske varčevalne sheme se je shema predstavljalo kot varčevanje za nakup nepremičnin. Leto dni pred iztekom prve sheme (2003) so se v medijih pojavile špekulacije o številu varčevalcev, ki bodo kupovali nepremičnine. Te špekulacije so vplivale na trg nepremičnin in cene so se začele močno dvigovati. Po izteku prve sheme je rast zastala, saj je bilo kupcev le petino toliko, kot so napovedovala špekulativna ugibanja. Shema je v letu 2006 doživela prenovo in varčevalci, ki so vstopili v novo shemo, bodo privarčevana sredstva morali uporabiti za nakup ali prenovo nepremičnin.

Sama nacionalna stanovanjska varčevalna shema je primer zavajanje prebivalstva, ki je imelo za posledico nenormalno velik dvig cen na račun špekulacij. Čeprav je shema imela namen povečati delež dolgoročnega varčevanja, in ji je to tudi uspelo, pa je zaradi zavajajočega promoviranja negativno vplivala na trg nepremičnin v celotni Sloveniji, predvsem pa v Ljubljani in njeni okolici. Najbolj prizadeti pa so bili državljani, ki so v shemi varčevali z namenom nakupa stanovanja v prestolnici. Cene nepremičnin v Ljubljani so v petih letih zrasle toliko, da so povsem razvrednotile privarčevana sredstva. Bolj smiselno je bilo namesto varčevanja v shemi najeti posojilo in kupiti stanovanje, ter mesečno odplačevati posojilo.

Na nepremičninskem trgu so leta 2004 začeli aktivno delovati tudi tujci, ki so z vstopom Slovenije v EU pridobili pravico do nakupa nepremičnin pri nas. Sprva je bilo veliko špekulacij, koliko nepremičnin bodo tujci dejansko pokupili in kakšen bo njihov vpliv na trg. Izkazalo se je, da so tujci vplivali zgolj na omejen segment trga, in sicer se zanimajo predvsem za stare in propadajoče stavbe in kmetije, ki jih kupijo in preuredijo v svoja bivališča. Gre za nepremičnine, ki Slovencev za zdaj ne zanimajo. Tisti tujci, ki so želeli kupovati nepremičnine, po katerih tudi Slovenci najbolj povprašujejo, pa so ugotovili, da so cene večinoma tako visoke, da si jih ne morejo privoščiti. Večji vpliv tujcev na trg se bo pokazal čez nekaj let, ko se bodo pri Slovencih želje po nepremičninah spremenile in bodo iskali starejše hiše izven mest. Takrat bodo ugotovili, da je velik del teh hiš v rokah tujcev, in ker bo povpraševanje večje od ponudbe, bodo cene poskočile (SLONEP 2010).

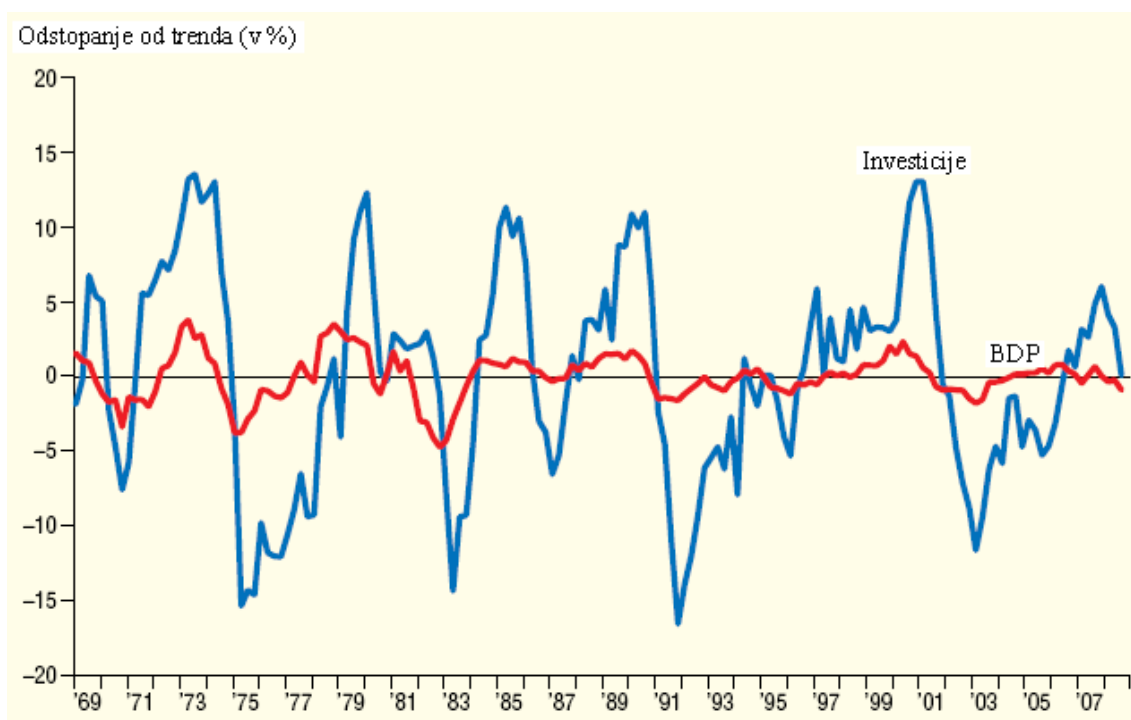
8 TRG NEPREMIČNIN V ZDA V OBDOBJU SVETOVNE EKONOMSKE KRIZE

Kot sem že nekajkrat omenila, se je finančno gospodarska kriza začela prav v ZDA in je prizadela celotni finančni sistem in gospodarstvo ter s tem tudi številna podjetja, ki so bila v vse hujših težavah in jim je zato država pomagala na različne načine. Nepremičninski trg je bil eden najbolj prizadetih, saj so se cene močno znižale, gradnja novih nepremičnin pa se je precej upočasnila.

8.1 Investicije v nepremičnine v času krize

Nepremičninski trg je odvisen od finančnega trga in od razpoložljivosti posojil in je zato v času krize močno prizadet. Cene nepremičnin v tem času padajo, donosnost investicij v nepremičnine se znižuje in zato investitorji ne investirajo na nepremičninske trge. Poleg tega so zelo prizadete tudi poslovne banke, ki začnejo ustvarjati izgube, saj se številna posojila izkažejo kot slaba. Taka posojila niso povrnjena in zato so banke postale vse bolj previdne in zahtevne glede pogojev odobritve posojila. To še dodatno omeji vlaganja in investitorji ostanejo brez virov financiranja za nove projekte. Na sliki 8.1 vidimo, da se je obseg investicij s pojavom finančne krize v ZDA v letu 2007 zelo zmanjšal, čemur pa je sledilo tudi zmanjšanje BDP.

Slika 8.1: Investicije in BDP od leta 1969 do 2008

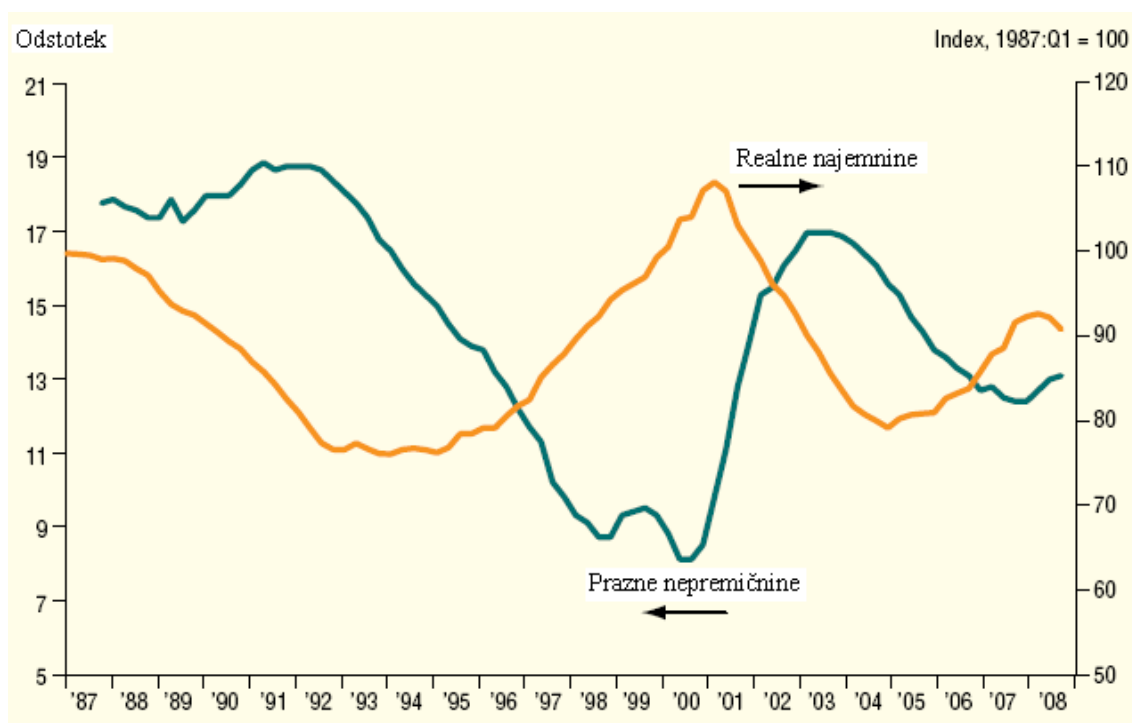


Vir: Meeks, Financial Crisis Casts Shadow Over Commercial Real Estate (2008, 3)

8.2 Povečanje števila praznih nepremičnin in višina najemnin

Za ZDA je bila zaradi izjemno nizkih obrestnih mer značilna zelo hitra gradnja nepremičnin, kar je povzročilo oblikovanje presežne ponudbe. Vse več praznih nepremičnin povzroči znižanje najemnin, saj lastniki raje oddajo nepremičnino v najem po nižji ceni, kot da ta ostane neizkoriščena. Na sliki 8.2 je prikazano gibanje odstotka praznih nepremičnin in višine realnih najemnin v ZDA. Odstotek praznih nepremičnin se je od leta 2001 do 2004 zelo povečal, nato pa se je zmanjšalo saj se je povpraševanje po nepremičninah povečalo zaradi ugodne obrestne mere za posojila. V letu 2008 se je zaradi finančne krize in posledično manjšega povpraševanja, začel odstotek praznih nepremičnin ponovno povečevati. Realne najemnine se v obdobju rasti odstotka praznih nepremičnin znižujejo, v obdobju zmanjševanja le-tega pa se najemnine zvišujejo.

Slika 8.2: Število praznih nepremičnin in višina najemnin

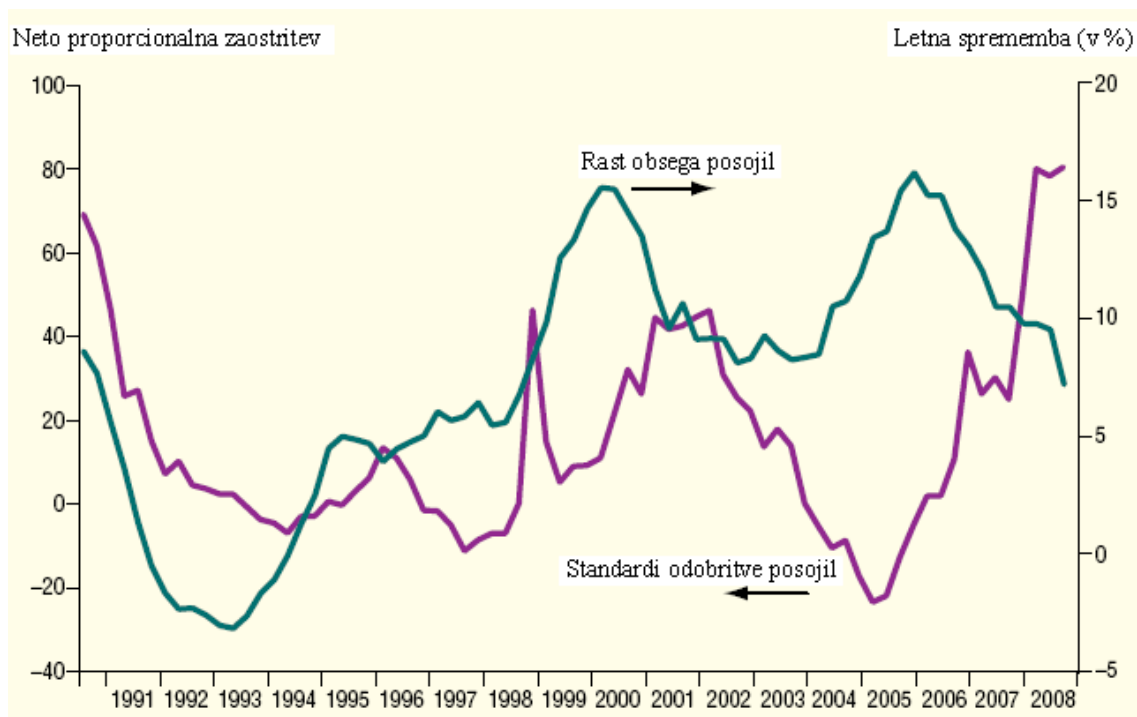


Vir: Meeks, Financial Crisis Casts Shadow Over Commercial Real Estate (2008, 4)

8.3 Posojilni krč in vpliv na nepremičnine

Hipotekarna posojila predstavljajo eno pomembnejših dejavnosti poslovnih bank. Z nastopom ekonomske krize so poslovne banke zaostrole pogoje odobritve posojil, kar je prispevalo k zmanjševanju kreditne aktivnosti. Slika 8.3 prikazuje, da se je število hipotekarnih posojil od leta 2004 do 2006 precej povečalo zaradi ugodnih obrestnih mer za posojila. Z začetkom krize pa se je rast obsega posojil začela zmanjševati, saj so se standardi odobritve posojil povečali.

Slika 8.3: Standardi odobritve posojil in rast posojil



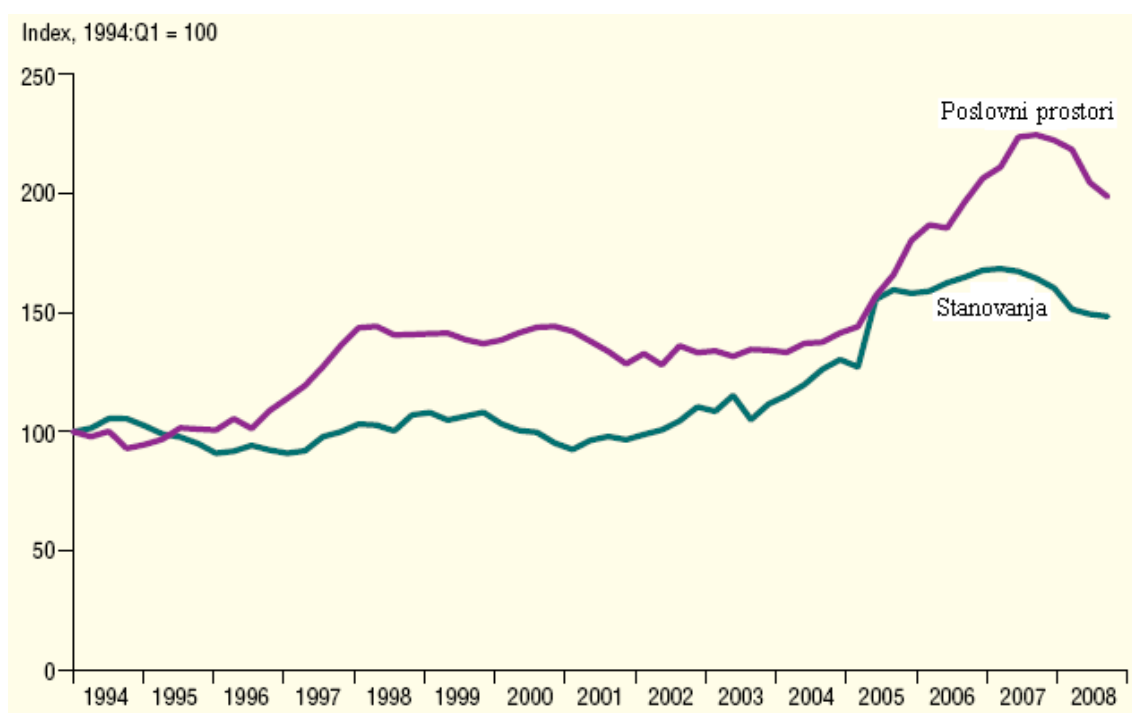
Opomba: Neto proporcionalna zaostritev odobritve posojil, je razlika med zaostrenimi in ohlapnejšimi standardi odobritve posojil.

Vir: Meeks, Financial Crisis Casts Shadow Over Commercial Real Estate (2008, 6–7)

8.4 Vpliv finančne krize na cene poslovnih prostorov in stanovanj

Cene stanovanj v ZDA so se od leta 2001 povečevale (glej sliko 8.4). Do največjega povečanja je prišlo med letoma 2004 in 2006. Še bolj pa so se – v primerjavi s cenami stanovanj – povečale cene pisarn. Z nastopom krize se je trend obrnil, saj so tako cene stanovanj kot poslovnih prostorov začele padati.

Slika 8.4: Cene pisarn in stanovanj v ZDA



Vir: Meeks, Financial Crisis Casts Shadow Over Commercial Real Estate (2008, 2)

9 TRG NEPREMIČNIN V SLOVENIJI V OBDOBJU SVETOVNE EKONOMSKE KRIZE

9.1 Struktura slovenskega nepremičninskega trga

Po podatkih popisa prebivalstva iz leta 2002 je bilo v Sloveniji 684.847 gospodinjstev in obenem 777.772 stanovanj za stalno ali občasno rabo, od tega je bilo naseljenih le 665.111 (Popis prebivalstva 2002). Iz teh podatkov lahko sklepamo, da je v Sloveniji dovolj stanovanj za vsa gospodinjstva, vendar so se zaradi nemobilnosti prebivalstva gospodinjstva zgostila le na določenih lokacijah. Povpraševanje po stanovanjih je največje v večjih mestnih središčih, kjer so večje možnosti za zaposlitev in dobre prometne povezave. Ker so najbolj zaželenе lokacije v mestnih središčih in okolici že močno zasedene, so ljudje začeli kupovati tudi manj primerna zemljišča. Tako se je povpraševanje postopoma preusmerilo tudi v širšo okolico. Ta pojav se najbolj opazi v Ljubljani, Celju, obalnih krajih in na Gorenjskem. Po razvitosti in obsegu transakcij je največji stanovanjski trg (v obdobju 2005–2006 je bilo 14.110 transakcij), sledi trg zemljišč za izgradnjo hiš (3663 transakcij) in družinskih hiš (3667), na četrtem mestu je trg poslovnih prostorov (lokali 1371 in pisarne 1244 transakcij) (Perovšek in Smodiš 2007, 213–215)

V Sloveniji v nasprotju z Nemčijo, kjer so na trgu nepremičnin najpomembnejša najemniška stanovanja, prevladujejo lastniška stanovanja, ki jih je dobrih 82 odstotkov. To ne preseneča, saj je najemniški trg še vedno zelo majhen in neurejen. Razlog za prevlado lastniških stanovanj so tudi dolge čakalne dobe za neprofitna najemniška stanovanja. V preostalem delu strukture stanovanjske oskrbe je še osem odstotkov lastniških stanovanj, ki jih uporabljajo drugi uporabniki in zanje ne plačujejo najemnine, dva odstotka zasebnih najemnih stanovanj, sedem odstotkov neprofitnih/socialnih najemnih stanovanj in nekaj manj kot odstotek službenih najemnih stanovanj (SURS 2002).

Na najemniškem trgu je predvsem problem nepreglednost in odsotnost evidenc, ki bi omogočale spremljanje tržnih najemnin. Zaradi pomanjkanja nadzora se večina stanovanj fizičnim osebam oddaja na črno. V preteklosti je bilo stanovanje dobra

kapitalska naložba, ki jo je bilo mogoče izboljšati z oddajo v najem (Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2008, 2009, 12). Zelo vprašljiv je tudi 8-odstotni delež lastniških stanovanj, ki ga uporablja nekdo drug, ki zanj ne plačuje najemnine. Tu se seveda lahko skriva tudi del sive ekonomije, pretežno pa gre za stanovanja, ki so v lasti starejših generacij. Nekateri iz starejše generacije so v obdobju denacionalizacije prišli do večjega števila stanovanj, kot so jih dejansko potrebovali, in jih zdaj dajejo v uporabo mlajšim generacijam (Mandič 2007, 305).

Kljub pospešeni gradnji, ki smo jo videli v preteklih letih, se še vedno srečujemo s starimi problemi, ki se z leti niso uredili. Neučinkoviti prostorski načrti kot rezultat prikazujejo slabo pozidano pokrajino z nizko izkoriščenostjo prostora (Perovšek in Smodiš 2007, 208).

Stanovanjska gradnja je še vedno domena fizičnih oseb, zato je delež lastniških stanovanj izredno velik, kar pa ovira razvoj najemnega trga, ki bi bil za Slovenijo ugoden pri umirjanju cen nepremičnin.

9.2 Financiranje

Nepremičnine so povezane s kapitalskim trgom, najbolj prek trga dolgoročnih posojil. Zlasti posojila posameznikom in podjetjem, ki so zavarovana z nepremičninami (Zveza potrošnikov Slovenije 2008).

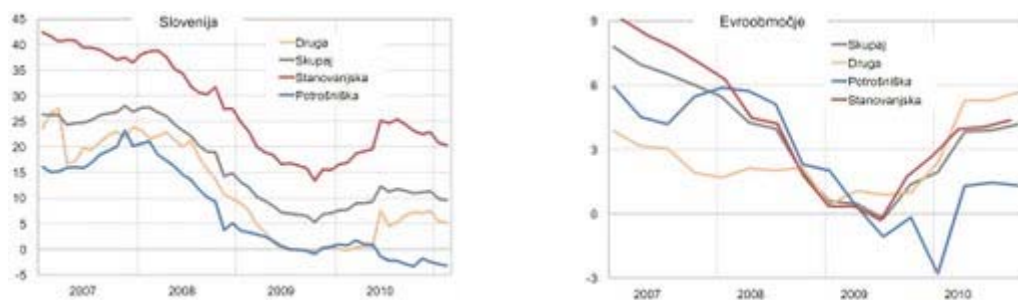
Slovenci se največ poslužujejo naslednjih oblik dolžniškega financiranja za reševanje stanovanjskega vprašanja ali kot možnost financiranja večjih popravil na nepremičninah (Gosar 2007, 26):

- najem klasičnega stanovanjskega posojila pri poslovnih bankah,
- najem stanovanjskega posojila na podlagi sodelovanja v Nacionalni stanovanjski varčevalni shemi,
- najem hipotekarnega posojila,
- finančni lizing.

V Sloveniji je osnova za pridobitev hipoteke kreditna sposobnost posojilojemalca in vpis nepremičnine v zemljiško knjigo. Hipoteka pri nas služi le kot ena oblika zavarovanja kredita, višina slednjega pa se določa glede na kreditno sposobnost posojilojemalca in vrednost nepremičnine. Kredit lahko znaša od 60 do 80 odstotkov vrednosti nepremičnine. V primerjavi z ostalimi evropskimi državami, po obsegu in različnosti produktov nepremičninskega financiranja, je slovenski hipotekarni trg slabo razvit (Frank 2007, 8).

Finančni dolg gospodinjstev se je leta 2010 povečal za 6,5 odstotka, predvsem kot posledica povečanja stanovanjskih posojil. V strukturi posojil gospodinjstev se delež stanovanjskih posojil povečuje in je konec februarja 2011 že dosegel 53 odstotkov (povečanje za 20 odstotnih točk v primerjavi z letom 2005). V strukturi posojil gospodinjstev evroobmočja, kjer se je delež od leta 2005 povečal za dve odstotni točki, stanovanjska posojila dosegajo okoli 70 odstotkov. Leta 2010 se je v Sloveniji pri novosklenjenih posojilih delež stanovanjskih posojil povečal na 40 odstotkov, kar je posledica nizke rasti potrošnje gospodinjstev. Z rastjo stanovanjskih posojil je naraščala tudi ročnost posojil, in sicer je februarja 2011 dosegla 15,5 leta. Podaljševanje ročnosti stanovanjskih posojil omogoča posojilojemalcem pridobitev večjega obsega posojila in hkrati dostop do posojil tudi tistemu delu gospodinjstev z nižjimi prejemki. Pri novih posojilih se povečuje delež posojil z ročnostjo nad 20 let, ki je lani presegel 50 odstotkov vseh novoodobrenih stanovanjskih posojil. Povečuje se delež posojil z variabilno obrestno mero (prevladujejo posojila, vezana na EURIBOR), ki v stanjih stanovanjskih posojil dosega 95 odstotkov, medtem ko pri potrošniških posojilih dosega 58 odstotkov. Povečanje je opazno od leta 2009 naprej, ko so referenčne obrestne mere dosegle zelo nizke ravni in so bila zato posojila z variabilno obrestno mero privlačnejša od tistih s fiksno. S pričakovanim zviševanjem obrestnih mer se bo breme servisiranja dolga za gospodinjstva povečevalo. V strukturi stanj stanovanjskih posojil znašajo posojila, vezana na CHF, še vedno 22 odstotkov. Z apreciacijo CHF do EUR narašča breme servisiranja dolga za imetnike teh posojil (Poročilo o finančni stabilnosti 2011, 12–14).

Slika 9.1: Letne stopnje rasti posameznih vrst posojil gospodinjstvom Slovenije (levo) in evroobmočja (desno) v odstotkih



Vir: Banka Slovenije (2011)

Novo odobrenih stanovanjskih posojil prebivalstvu je bilo leta 2010 za 1.215 milijonov evrov, kar je 26,1 odstotka več kot leto prej in za slabo polovico več od leta 2007, ko je bilo tudi za 55 odstotkov več transakcij z rabljenimi stanovanji in za 36 odstotkov več z novimi v primerjavi z letom 2010 (Poročilo o finančni stabilnosti 2011, 23).

V zadnjih letih je torej v Sloveniji zadolženost naraščala, vendar je bila ta še vedno dvakrat nižja kot v preostalem evroobmočju. Obseg vseh stanovanjskih posojil je v letu 2010 znašal 4,84 milijarde evrov, kar predstavlja 13,4 odstotka BDP Slovenije (Poročilo o finančni stabilnosti 2011, 14).

Poseben problem slovenskega bančnega sektorja je pomanjkanje poceni dolgoročnih virov in neurejenost sekundarnega hipotekarnega trga. V Sloveniji je sekundarni hipotekarni trg kreditov še vedno zelo slabo razvit, predvsem zaradi neurejenih nepremičninskih evidenc, pomanjkanja dolgoročnih virov financiranja in počasnih izvršilnih postopkov (Frank 2007, 9–10). Leta 2006 je začel veljati zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, 11. avgusta 2009 pa še novela zakona, z namenom, da bi vplival na razvoj hipotekarnega bančništva in možnost uglednejšega financiranja gradnje stanovanj. Hipotekarne in komunalne obveznice sodijo med varnejše naložbe, ki investitorjem omogočajo vlaganje prostih dolgoročnih sredstev, zbrana sredstva pa naj bi banke vlagale v financiranje stanovanj. Žal pa pri nas tovrstne obveznice, v nasprotju z npr. Nemčijo še niso zaživele (Rančigaj 2010, 15–18).

Gradbena podjetja so bila največkrat tudi v vlogi investorjev s pretežno dolžniškim financiranjem pri bankah. Zaradi znižanja bonitetnih ocen oziroma likvidacije imajo

banke posledično višje stroške odobritev. Vzporedno se enak proces odvija v lizinških podjetjih, ki so v fazi konjunktura podobno podcenjevala tveganja nepremičninskih projektov (Poročilo o finančni stabilnosti 2011, 17).

9.3 Finančno-gospodarska kriza v Sloveniji

Po tem, ko se je leta 2006 v ZDA iz hipotekarne krize razvila finančna kriza, ki se je nato postopoma razširila po ostalih državah sveta in tako postala svetovna gospodarsko-ekonomska kriza, so se leta 2007 začeli kazati prvi znaki krize tudi v Sloveniji. To je bilo opaziti tako v finančnem kot tudi v realnem sektorju.

Slovenski finančni sektor je imel na ameriškem finančnem trgu malo naložb, zato finančna kriza ni imela neposrednega vpliva na slovenske banke, tako kot je vplivala na banke v Evropi in ZDA. Prizadelo pa jih je povečanje tveganja, pomanjkanje likvidnosti in nezaupanje na mednarodnem denarnem trgu, kar je vplivalo na zmanjšanje financiranja slovenskih bank s strani tujih. Z največjimi težavami se soočajo posamezniki in podjetja, ki so se zadolževali za nakup vrednostnih papirjev ali so vlagali v investicijske sklade. Manj težav imajo tisti, ki so s posojili financirali nakup nepremičnin. Slovenske banke in zavarovalnice so na začetku krize zatrjevale, da še niso zašle v težave in da ne potrebujejo finančne pomoči od države ali centralne banke, vendar so kasneje same iskale finančno podporo. Zavarovalnica Triglav se je dokapitalizirala, prav tako tudi Nova kreditna banka Maribor, ki se je dokapitalizirala s pomočjo skladov KAD in SOD, kar pomeni, da je šlo pravzaprav za posredovanje države (Štiblar 2008, 137).

V letih od 2000 do 2005 je rast BDP v Sloveniji nihala med 2,8 in 4,5 odstotka (slika 9.2). Leta 2005 je dosegla najvišjo raven v tem obdobju, tj. 4,5 odstotka, razlog za to pa je bil predvsem močno povečan izvoz in ohranjanje visoke rasti domače potrošnje. Leta 2006 se je gospodarska rast povečala na 5,8 odstotka, predvsem po zaslugi povečanega tujega povpraševanja in povečanih investicijah v osnovna sredstva. Tudi v prvih treh četrtinah leta 2007 je bila gospodarska rast visoka, vendar se je v zadnjem četrtletju leta zmanjšala, kar pa ni imelo velikega vpliva na letno raven, ki je znašala 6,8 odstotka. Glavni razlog za to sta bila povečan izvoz in investicije. Za povečanje izvoza sta bila pomembna predvsem ugodna konjunktura gibanja v mednarodnem okolju in močno

povečana proizvodnja v avtomobilski industriji, za visoko investicijsko aktivnost pa so bile pomembne predvsem investicije v infrastrukturo ter stroje in opremo. V letu 2008 se je rast BDP v Sloveniji v primerjavi s predhodnim letom skoraj prepolovila in je znašala 3,5 odstotka. Na padec BDP v tem letu sta najbolj vplivali upočasnjena izvozna in investicijska aktivnost, znižala pa se je tudi rast končne potrošnje. Po nekajletni pospešeni gospodarski rasti je leta 2009 v Sloveniji prišlo do 7,8-odstotnega znižanja BDP, predvsem zaradi vpliva svetovne gospodarske krize. Leta 2009 sta se še bolj poglobila padca izvoznega povpraševanja ter investicij, zaradi zaostrenih razmer na trgu dela pa se je zmanjšala tudi zasebna potrošnja. Največ, kar tretjino, je k padcu BDP prispevalo znižanje obsega zalog (Poročilo o razvoju 2005–2009). Realna rast BDP-ja v odstotkih je bila leta 2010 1,4, lani pa -0,2, kar kaže na to, da bo okrevanje slovenskega gospodarstva počasno in nestabilno ter močno odvisno tudi od gibanj na mednarodnih trgih (SURs).

Slika 9.2: Gibanje stopnje rasti realnega BDP in povprečne letne stopnje inflacije v Sloveniji v obdobju 2000–2011 v odstotkih



Vir: OECD Country statistical profiles 2009; Eurostat Country profiles; European Commission, European Economic Forecast – autumn (2009)

Stopnja inflacije je med letoma 2000 in 2004 postopoma padala z 8,9 na 3,7 odstotka. Tudi leta 2005 se je inflacija postopoma še naprej umirjala in je v povprečju leta znašala 2,5 odstotka. V letu 2006 je bila povprečna letna inflacija enaka kot predhodno leto, medletna pa se je nekoliko povišala. Poleg stabilnega tečaja danes že bivšega tolarja je k vzdržnemu zniževanju inflacije v zadnjih letih prispevala tudi restriktivna politika

poviševanja reguliranih cen ter nadaljevanje izvajanja politike zmerne rasti plač. Povprečna letna inflacija se je v letu 2007 povišala na 3,8 odstotka predvsem zaradi hitrejše rasti cen nepredelane in predelane hrane ter tekočih goriv. Povprečna letna inflacija leta 2008 se je ustalila na ravni 5,5 odstotka, medletna pa na 2,1 odstotka. V prvi polovici leta 2008 je naftni šok povišal inflacijo, v drugi polovici leta pa je znižanje cen nafte povzročilo padanje inflacije. Tudi cene hrane so v prvi polovici močno naraščale, v drugem delu leta pa so se umirile. Po tem, ko se je inflacija umirila že leta 2008, se je v letu 2009 še naprej umirjala in ob koncu leta znašala 1,8 odstotka. Povprečna letna inflacija je tako v letu 2009 znašala 0,9 odstotka in je bila najnižja do zdaj. Zmanjšanje gospodarske aktivnosti je močno vplivalo tudi na gibanje cen, saj se je rast cen upočasnila kar pri sedmih od dvanajstih skupin indeksa cen življenjskih potrebščin. (Poročilo o razvoju 2005–2009). Inflacija je bila v letu 2010 je bila 1,9-odstotna, povprečna letna pa 1,8-odstotna (SURS).

V letih od 2000 do 2004 je Slovenija zabeležila primanjkljaj, ki je bil najvišji leta 2001, ko je znašal 4,3 odstotka BDP, in se je do leta 2004 zmanjšal za dve odstotni točki. Tudi v naslednjih letih je sledilo postopno zmanjševanje primanjkljaja. Leta 2006 je le-ta znašal 1,3 odstotka BDP in se je glede na predhodno leto za malenkost izboljšal, kar je bila posledica zmanjšanja prihodkov ob hkratnem zmanjšanju odhodkov sektorja države. V letu 2007 je bil javnofinančni položaj Slovenije uravnan, kar je bila posledica visoke gospodarske rasti. Leta 2008 je prišlo do upočasnitve gospodarske rasti, ki je vplivala na poslabšanje javnofinančnega položaja države, saj se je primanjkljaj začel povečevati. V tem letu so se zmanjšali prihodki in povečali izdatki države. Leta 2009 se je primanjkljaj v Sloveniji še poslabšal, in sicer za 3,8 odstotne točke v primerjavi z BDP, ter je tako znašal 5,5 odstotka BDP. V letu 2009 so se prihodki države izraženi relativno povečali za 1,8, izdatki države pa za 5,6 odstotne točke. Na padec javnofinančnih prihodkov je vplivala predvsem sprememba makroekonomskega okolja, kar je posledica mednarodne finančne krize, medtem ko je na povečanje državnih izdatkov vplivala plačna reforma in sprejetje protikriznih ukrepov (Poročilo o razvoju 2005–2009). V letu 2012 bo po napovedi Ministrstva za finance primanjkljaj sektorja država znašal 1.265 milijonov EUR ali 3,5 odstotka BDP (SURS).

V obdobju od 2000 do 2002 se je javni dolg Slovenije povečeval, od leta 2003 do leta 2008 pa se je javni dolg kot delež BDP postopoma zniževal in leta 2008 dosegel

najnižjo vrednost v zadnjih desetih, tj. 22,5 odstotka BDP. Nominalno se je leta 2006 javni dolg povečal, leta 2007 pa se je zopet zmanjšal in konec leta znašal 8.071,1 milijona evrov. K nominalnemu znižanju dolga je v letih 2007 in 2008 največ prispevalo znižanje dolga centralne ravni države, dolg na lokalni ravni in dolg skladov socialnega zavarovanja pa sta ostala enaka. Po večletnem relativnem zniževanju javnega dolga se je, predvsem zaradi rasti javnofinančnega primanjkljaja in zaradi blaženja posledic krize, javni dolg v letu 2009 povečal na 35,9 odstotka (Poročilo o razvoju 2005–2009). Bruto konsolidirani dolg naj bi bil konec letošnjega leta 18.500 milijona evrov ali 51,9 odstotka BDP (SURS).

9.3.1 Ukrepi proti gospodarski krizi v Sloveniji

Sedanja finančna in gospodarska kriza je močno prizadela tudi slovensko gospodarstvo, zato se je slovenska vlada odločila ublažiti njene posledice. Vlada Republike Slovenije je v luči reševanja težkih razmer že novembra 2008 ustanovila t.i. krizno skupino ključnih ministrov za aktiven boj proti finančni in gospodarski krizi. V začetku je bila njena temeljna naloga oblikovanje ukrepov za ublažitev vpliva krize na slovensko gospodarstvo, v zadnjem času pa se posveča predvsem strategiji izhoda iz krize in okrevanju gospodarstva po krizi.

Skupino sestavljajo ključni (zdaj že nekdanji) ministri. Vodil jo je minister za razvoj in evropske zadeve mag. Mitja Gaspari, njeni člani pa so bili minister za finance dr. Franci Križanič, ministrica za gospodarstvo mag. Darja Radić, minister za delo, družino in socialne zadeve dr. Ivan Svetlik ter minister za visoko šolstvo, znanost in tehnologijo Gregor Golobič. Skupina je oblikovala dva svežnja ukrepov za ublažitev posledic finančne in gospodarske krize. Sprejeta je bila serija ukrepov, namenjenih finančnemu sektorju, gospodarstvu ter javnemu sektorju. Pripravljene so bile tudi smernice za izboljšanje črpanja sredstev kohezijskih politik. Ob oblikovanju ukrepov se je skupina zavedala, da morajo le-ti s svojimi učinki pomagati ljudem in so zamišljeni tako, da državljanom Republike Slovenije nudijo pomoč pri preživljanju finančne in gospodarske krize (Ukrepi Vlade Republike Slovenije proti finančni in gospodarski krizi 2012).

Prvi in drugi sveženj ukrepov za ublažitev finančne in gospodarske krize

Prvi paket ukrepov za blažitev posledic finančne in gospodarske krize je bil sprejet decembra leta 2008. Usmerjen je bil v zagotavljanje dodatnih spodbud gospodarstvu, tako posrednih kot tudi neposrednih, s tem pa posledično tudi v ohranjanje delovnih mest. Vključeval je tudi ukrepe, ki so usmerjeni v povečevanje likvidnosti v bančnem sistemu. Ključni ukrep iz prvega svežnja je subvencioniranje polnega delovnega časa ob zagotavljanju dela za krajši delovni čas (Aktivno proti finančni in gospodarski krizi 2009).

Drugi sveženj ukrepov je bil sprejet februarja 2009, vsebinsko pa predstavlja nadgradnjo predhodnih vladnih aktivnosti v boju proti finančni in gospodarski krizi v Sloveniji. Glavna značilnost drugega paketa je njegova razvojna naravnost, vključuje pa dodatne ukrepe s področja financ in likvidnosti podjetja, ukrepe s področja trga dela, vseživljenjskega učenja in socialne varnosti. Poleg teh so tu še ukrepi za spodbujanje trajnostnega razvoja ter ukrepi za izboljšanje koriščenja kohezijskih sredstev (Aktivno proti finančni in gospodarski krizi, Ukrepi Vlade Republike Slovenije proti finančni in gospodarski krizi 2009).

Ukrepi, ki sestavljajo prvi in drugi sveženj, so razdeljeni v šest večjih skupin (Ukrepi Vlade Republike Slovenije proti finančni in gospodarski krizi 2009):

- (1) ukrepi, namenjeni finančnemu sektorju,
- (2) ukrepi, namenjeni gospodarstvu,
- (3) ukrepi, namenjeni javnemu sektorju,
- (4) ukrepi, namenjeni prebivalstvu,
- (5) ukrepi za izboljšanje črpanja evropskih sredstev in
- (6) varčevalni ukrepi.

Zaradi poslabšanih gospodarskih razmer se je Slovenija ob ukrepih za omilitev finančne in gospodarske krize lotila tudi korenitejših strukturnih ukrepov. Vlada Republike Slovenije je 1. oktobra 2009 sprejela gradivo o strukturnih prilagoditvah v letih 2010 in 2011 v začetku februarja 2010 pa je še Slovensko izhodno strategijo 2010–2013.

Slovenska izhodna strategija 2010–2013

Finančni in gospodarski krizi, ki je zajela ves svet, se tudi Slovenija ni mogla izogniti. Vlada je v oktobru 2008 ustanovila skupino kriznih ministrov za aktiven boj proti krizi, ki je oblikovala ukrepe, s katerimi je želela blažiti vplive na gospodarstvo. Prvi znaki okrevanja so v ekonomski politiki v ospredje postavili proces prilagajanja gospodarstva po krizi. Okrevanje po krizi mora biti temeljito in temu primerno so neizogibne korenite strukturne spremembe slovenskega gospodarstva. Zato je Vlada Republike Slovenije v začetku februarja 2010 sprejela Slovensko izhodno strategijo 2010–2013.

Slovenska izhodna strategija 2010–2013 je zasnovana kot kombinacija ukrepov ekonomske politike, strukturnih sprememb in institucionalnih prilagoditev. S strategijo želi vlada spodbuditi gospodarsko aktivnost, zagotoviti postopno odpravo makroekonomskih neravnovesij in ob upoštevanju socialnih in okoljskih vidikov razvoja omogočiti postopno povečevanje gospodarske rasti. Cilj izhodne strategije je **dolgoročno vzdržna gospodarska rast**, ki jo bomo dosegli z ukrepi ekonomske politike, strukturnimi ukrepi in institucionalnimi prilagoditvami.

Slika 9.3: Prikaz koncepta izhodne strategije



Ukrepi ekonomske politike

Vodilo za oblikovanje ukrepov ekonomske politike je konsolidacija javnih financ, ki jo bomo dosegli s krčenjem izdatkov in ne s povečanjem davčnih obremenitev. Pogoj za uspešno konsolidacijo je določitev obsega javne potrošnje s fiskalnim pravilom in

strukture javne potrošnje na podlagi državnih razvojnih prioritet. Te so usmerjene k ustvarjanju novih delovnih mest in znanja, spodbujanju in ustvarjanju inovativnih podjetij, k večji zaposljivosti, aktivnosti in usposobljenosti posameznikov ter k razvojni prometni in energetske infrastrukturi.

Strukturne spremembe

Ena ključnih nalog strategije je zagotoviti skladnost kratkoročnih protikriznih ukrepov s cilji dolgoročnih strukturnih sprememb. S tem bo vlada prek spodbujanja ustvarjalnosti in inovativnosti zagotovila prehod v konkurenčno, socialno in okoljsko odgovorno, na znanju temelječe gospodarstvo ter posledično omogočila dvig kakovosti življenja. Med strukturnimi spremembami so poglobitve prilagoditve, načrtovane za pokojninski sistem, dolgotrajno oskrbo ter v sistemu zdravstvene dejavnosti in zdravstvenega zavarovanja.

Institucionalne prilagoditve

Institucionalne prilagoditve predvidevajo spremembe za boljše delovanje trgov in učinkovitejše gospodarjenje z javnim premoženjem. Zaradi prilagoditev na področju upravljanja javnih institucij in javne uprave bodo ustanovljene nove institucije, nekatere že obstoječe pa bodo preoblikovane. V strategiji je posebno poglavje namenjeno tudi prilagoditvam v prometni in energetske infrastrukturi za učinkovito okoljsko in podnebno politiko.

Odprava administrativnih ovir in zniževanje administrativnih bremen

S programi ukrepov za odpravo administrativnih ovir in poenostavitev upravnih postopkov izboljšujemo položaj slovenskega gospodarstva. Pomembni prihranki, ki so posledica administrativnih razbremenitev, se pozitivno odražajo tudi v konkurenčnosti gospodarstva ter domačih in tujih investicijah (Slovenska izhodna strategija 2010-2013, Ukrepi Vlade RS proti finančni in gospodarski krizi 2012).

9.4 Trg nepremičnin v Sloveniji

9.4.1 Usodno leto 2008

Kot sem podrobneje opisala že v poglavju o finančni in gospodarski krizi, je leto 2008

zaznamovala prihajajoča svetovna finančna in gospodarska kriza. Pok nepremičninskega balona v ZDA je prek razpada sistema hipotekarnih finančnih instrumentov zamajal zaupanje v bančni sistem in posledično privedel do propada nekaterih največjih bank. Hkrati so močno padli tečaji vrednostnih papirjev na newyorški borzi in ZDA je zajela finančna kriza, ki so ji kmalu sledili še prvi znaki gospodarske krize. V drugi polovici leta 2008 se je finančna kriza začela širiti v Evropo in pričela dobivati globalne razsežnosti. Skoraj vse svetovne borze so leto 2008 končale v rdečih številkah. Zaupanje v bančne sisteme se je porušilo, medsebojne obrestne mere bank so začele naraščati, obseg kreditiranja gospodarstva in prebivalstva pa upadati. Prva evropska žrtev krize je bila Islandija, ki je doživela pravi kolaps finančnega sistema. Kljub ukrepom centralnih bank in vlad je postalo jasno, da se bo finančna kriza slej ko prej odrazila tudi v realnem sektorju posameznih držav. To se je v resnici tudi zgodilo proti koncu leta 2008, ko so se nekatere gospodarsko najmočnejše države (Nemčija, Velika Britanija, Francija, Italija) tudi uradno znašle v gospodarski recesiji.

Finančna kriza in recesija sta se v vsej Evropi odrazili tudi na nepremičninskih trgih. V nekaterih državah (Baltske države, Velika Britanija, Irska, Španija) lahko govorimo celo o poku nepremičninskega balona, saj so cene nepremičnin padle tudi za 30 odstotkov. V drugih državah (Portugalska, Malta, Norveška, Luksemburg, Avstrija, Finska, Švedska, Nizozemska) so cene v letu 2008 letu občutno padale, vendar pa padci niso bili tako hudi. Ponekod je prišlo do občutnejših padcev cen predvsem na trgu poslovnih nepremičnin (Nemčija, Italija). Skoraj v vseh evropskih državah pa je prišlo do upada prometa ali vsaj stagnacije cen na nepremičninskih trgih.

Slovenija sodi v kategorijo držav, ki so usodno leto 2008 končale s pozitivno gospodarsko rastjo in uradno še niso bile v recesiji. Na nepremičninskem trgu pa smo na letnem nivoju tako za stanovanjske kot poslovne nepremičnine zabeležili rast okoli pozitivne ničle.

Že v prvem polletju 2008 je postalo jasno, da je na našem nepremičninskem trgu prišlo do bistvene spremembe v razmerju med ponudbo in povpraševanjem in do spremembe tržnih pričakovanj tržnih subjektov, predvsem na strani povpraševanja. Povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah se je naenkrat začelo močno zmanjševati. Vpliv svetovne finančne krize se je odrazil tudi na manjši dostopnosti stanovanjskih kreditov

v naših bankah. Relativno visoka inflacija in rast efektivnih obrestnih mer v prvi polovici leta sta dodatno najedali kupno moč prebivalstva. Proti koncu leta je le-ta – kljub statističnemu naraščanju realnih plač zaradi padajoče inflacije in nominalnemu padanju obrestnih mer – dejansko ostala nizka zaradi vse hujših znakov gospodarske krize (naraščanje brezposelnosti, zmanjševanje gospodarske rasti). Ob že dosežnih visokih nivojih cen je to pomenilo vse manj plačilno sposobnega povpraševanja na trgu. Poleg tega so se spremenila tudi tržna pričakovanja potencialnih kupcev glede nadaljnjega gibanja cen, ki so bila vzpodbujena z napovedjo poglobljanja gospodarske krize in ugibanji o napihnjenosti cen nepremičnin. Neposredna posledica je bila bistveno podaljševanje časa prodaje in močno upadanje prometa s stanovanjskimi nepremičninami. Na drugi strani pa se je ponudba novozgrajenih nepremičnin povečevala, saj naj bi bil prav v letu 2008 in 2009 dosežen vrh gradbenega cikla, ki je bil vzpodbujen z večletnim obdobjem visokih rasti cen nepremičnin. Ni šlo za to, da bi ponudba stanovanjskih enot v Ljubljani, njeni okolici ali v drugih regionalnih središčih dejansko preseгла stanovanjske potrebe prebivalstva. Pač pa za to, da velik del ponudbe pri obstoječih ponudbenih cenah ni več našel plačilno sposobnih kupcev oziroma kupcev, ki bi bili glede na špekulativne napovedi padanja cen pripravljeni investirati v nakup nepremičnin. Vedno bolj neugodne gospodarske razmere so vplivale tudi na trg poslovnih nepremičnin. Trg nezazidanih stavbnih zemljišč pa ima povsem svojo logiko, na katero ciklična gibanja na relativno majhnem trgu, kot je slovenski, ne vplivajo preveč. Prosta zazidljiva zemljišča na najbolj zaželenih lokacijah so izredno redka. Zato na trgu vedno obstaja veliko povpraševanje po njih, ponudniki pa diktirajo cene. Izrazit padec števila realiziranih transakcij s stanovanjskimi in poslovnimi nepremičninami v letu 2008 je bil najbolj očiten znak recesije na slovenskem nepremičninskem trgu, čeprav le-ta uradno še ni bila potrjena (Poročilo o slovenskem trgu nepremičnin 2008).

9.4.2 Trg nepremičnin v letu 2009

V letu 2009 se je svet še vedno spopadal z gospodarsko krizo, okrevanje naj bi bilo počasno. Dogajanje na svetovnem nepremičninskem trgu je bilo močno povezano s potekom finančne in gospodarske krize. Čeprav je bilo vzporedno z okrevanjem gospodarstev proti koncu leta 2009 v mnogih državah že zaznati pozitivna gibanja cen nepremičnin, pa je bil tudi nadaljnji razvoj dogodkov na nepremičninskih trgih še negotov.

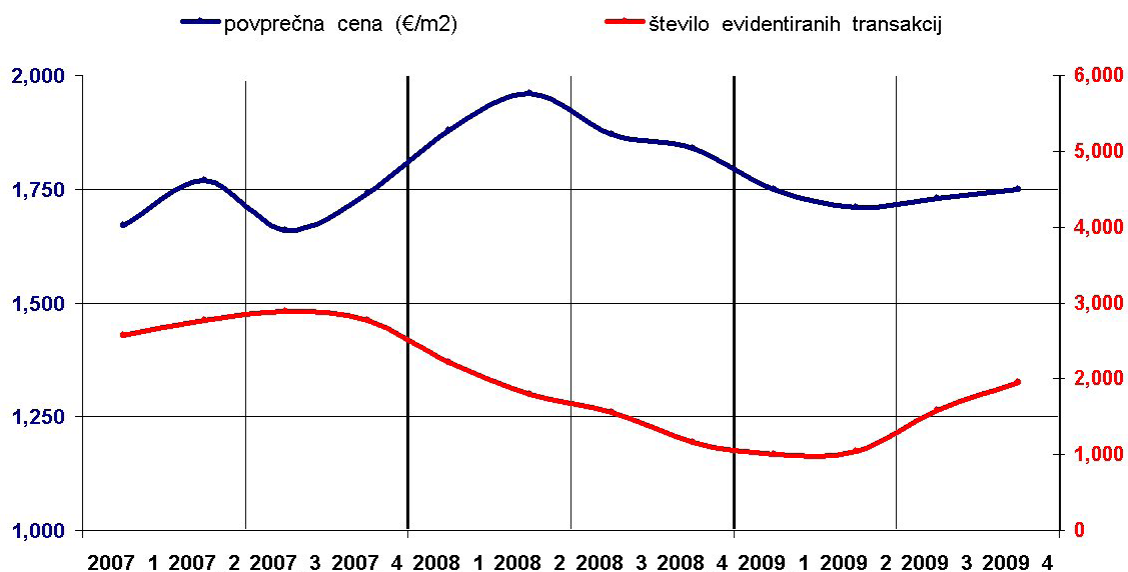
V ZDA je nepremičninska kriza še vedno trajala, govorilo se je celo o prihajajočem drugem valu. V Evropi so nekatere države, v katerih so v letu 2008 padle cene nepremičnin (Norveška, Finska, Švedska, Francija, Luksemburg, Portugalska) in celo Velika Britanija, za katero je bil, tako kot za baltske države, Islandijo, Irsko in Španijo, govor o poku nepremičninskega balona, imele v letu 2009 že pozitivno rast cen. V nekaterih drugih (Nemčija, Nizozemska, vzhodnoevropske in balkanske države) se je kriza na nepremičninskih trgih v letu 2009 šele pokazala. V Bolgariji smo bili priča poku še enega nepremičninskega balona. Enaka usoda kot posledica finančno-gospodarske krize pa je lahko čakala še kakšno državo v tem delu Evrope²⁷.

Slovenija, ki je imela leta 2008 še pozitivno gospodarsko rast, se je v letu 2009 znašla med državami, ki jih je kriza najhuje prizadela. Gospodarska dejavnost se je v primerjavi z letom prej močno znižala, BDP je realno upadel za 7,8 odstotka. Občutno se je znižal obseg tujega in domačega povpraševanja. Zmanjšalo se je število delovno aktivnih prebivalcev, število brezposelnih pa je v letu 2009 že preseglo sto tisoč. Povprečna plača na zaposlenega je bila decembra ob 1,8-odstotni letni inflaciji realno skoraj enaka kot ob koncu leta 2008²⁸. Slovenija spada med države, v katerih so šele v letu 2009 padle povprečne cene nepremičnin na letni ravni. Glede na obseg realiziranega prometa pa lahko leto 2009 tudi za nepremičninski trg označimo kot izrazito krizno leto. Potek krize na slovenskem nepremičninskem trgu najbolje ponazarja gibanje povprečnih cen in števila evidentiranih prodaj stanovanj.

²⁷ Gibanje cen po državah je povzeto po spletnem portalu Global Property Guide: (www.globalpropertyguide.com).

²⁸ Gibanje gospodarskih kazalnikov v Sloveniji je povzeto po UMAR: Ekonomsko ogledalo – februar 2010.

Slika 9.4: Gibanje povprečne cene (v €/m²) in števila evidentiranih prodaj stanovanj po četrtletjih v obdobju 2007–2009 v Sloveniji



Iz slike 9.3 je razvidno, da so bile cene stanovanj v tretjem četrtletju 2007, ki je sledil poku nepremičninskega balona v ZDA, prvo opozorilo o možnosti krize na našem trgu. Ta se je v začetku leta 2008 tudi dejansko pokazala. Najprej se je začel zmanjševati promet s stanovanjskimi nepremičninami, cene pa so statistično še naraščale. Razlog naraščanja povprečnih cen v tem obdobju gre iskati v tem, da so se uspešno prodajale le »boljše« in s tem relativno dražje nepremičnine, medtem ko so »slabše« zaradi nerealno visokih ponudbenih cen že ostajale neprodane. Promet se je še naprej močno zmanjševal, cene pa so začele padati šele v tretjem četrtletju 2008. Padanje se je nadaljevalo vse do prve polovice leta 2009, ko so cene in promet na slovenskem nepremičninskem trgu statistično dosegli najnižjo raven. Presenetljivo je nato promet z nepremičninami poskočil v tretjem četrtletju 2009, ko se je občutno povečal evidentirani promet z vsemi vrstami nepremičnin. Večjo dejavnost nepremičninskega trga je spremljala tudi ustavitev padanja cen stanovanjskih in poslovnih nepremičnin oziroma celo njihovo zmerno poviševanje proti koncu leta. Na splošno sta dogajanje na slovenskem nepremičninskem trgu v letu 2009 zaznamovala mrtvilo v prvi polovici in oživljanje v drugi polovici leta.

Splošna značilnost leta 2009 je bila tudi velika presežna ponudba stanovanjskih novogradenj. Zaloge neprodanih nepremičnin so že močno bremenile investitorje, ki so gradili pretežno s posojili. Kljub temu pa dolgo pričakovane razprodaje novih stanovanj

še ni bilo. Prve razprodaje stanovanj velikih gradbenih podjetij so bili bolj ukrepi za pospeševanje prodaje, saj so bile njihove prodajne cene objektivno še vedno precenjene. Relativne cene so bile v resnici višje, kot to običajno izhaja iz oglaševanih cen, ki so lahko zavajajoče. Nekateri investitorji sicer razne prodajne akcije in popuste ponujajo že od začetka nepremičninske krize, kar je tudi povzročilo padec povprečne prodajne cene novih stanovanj. Investitorji se poskušajo prilagoditi spremenjenim tržnim razmeram z zmanjšanjem naložb v novogradnje in nočejo povečevati ponudbe, dokler se ne rešijo obstoječih zalog. Gradbena dejavnost se je zato v letu 2009 močno znižala. Vrednost gradbenih del za stanovanja je bila decembra 2009 v primerjavi z decembrom 2008 manjša za več kot polovico. Poleg zmanjševanja novih naložb je značilno tudi upočasnjevanje že začelih projektov. Dodatni razlog za zmanjšanje gradbene dejavnosti je tudi rast stroškov gradnje, ki smo mu bili priča v Sloveniji. Visoki stroški gradnje pa so eden od razlogov, da investitorji, kljub skromni realizaciji, tako dolgo vztrajajo pri tržno nesprejemljivih cenah novih stanovanj. Težko se sprijaznijo z izgubo oziroma prodajo novogradenj pod ceno.

Kljub jamstvenim shemam države se kreditiranje realnega sektorja in prebivalstva v prvi polovici leta 2009 ni prav razmahnilo. Predvsem je bilo majhno povpraševanje prebivalstva po stanovanjskih kreditih. Najpomembnejši dejavnik, ki je bil vzrok za mrtvilo na nepremičninskem trgu, pa so bila vendarle pričakovanja morebitnih kupcev. Glede na krizo nepremičninskega trga so vsi pričakovali nadaljnje padanje cen. Tisti, ki imajo aktualen stanovanjski problem, ne morejo poljubno dolgo čakati na nakup, še posebno, ker na trgu v nobenem trenutku ni zagotovila, da bodo cene še padale. To in večja posojilna dejavnost komercialnih bank oziroma dostopnost dolgoročnih posojil²⁹ po relativno nizkih obrestnih merah, ki so bile posledica zniževanja medbančne obrestne mere EURIBOR, sta najverjetnejša razloga za nenadno oživitev trga v drugi polovici leta 2009.

Glede na evidentirano število prodaj je promet z nepremičninami dosegel najnižjo raven v prvi polovici leta 2009. To je veljalo za promet prav vseh vrst nepremičnin, ki ga na geodetski upravi sistematično spremljajo od leta 2007 dalje.

²⁹ Po podatkih Banke Slovenije so gospodinjstva v tretjem četrtletju 2009 povečala obseg posojil za 293 milijonov evrov, medtem ko je v prvem polletju 2009 povečanje znašalo le 180 milijonov evrov.

Razsežnost krize morda najbolje pokaže primerjava najnižjega četrtnega prometa posameznih vrst nepremičnin z rekordno evidentiranim. Promet s hišami se je zmanjšal kar za 86 odstotkov, s stanovanji za 65 odstotkov, z zemljišči pa za več kot polovico.

Šele v drugi polovici leta 2008, ko je postala kriza na trgu stanovanjskih nepremičnin očitna, je začel upadati tudi promet z zemljišči za gradnjo stavb. To je razumljivo, saj je zmanjšanje povpraševanja po zazidljivih zemljiščih običajni odziv investorjev na že zaostrene razmere na prodajnem trgu. Glede na tržne razmere je bila zato presenetljiva rast evidentiranega prometa z zemljišči za gradnjo v tretjem četrtletju 2009. Sledil mu je sicer ponoven padec, ki je vendarle nakazoval pričakovano umirjanje gradbene dejavnosti vsaj do odprodaje zaloga stanovanj.

Na geodetski upravi ocenjujejo, da so v letu 2009 cene vseh vrst stanovanjskih in poslovnih nepremičnin realno padle, medtem ko je rast cen zemljišč glede na predhodno leto 2008 stagnirala oziroma bila blizu pozitivne ničle. Tudi po oceni spletnega portala SLONEP, ki temelji na analizah oglaševanih cen nepremičnin, so cene stanovanj v preteklem letu padle. Po njihovih podatkih je bila na primer v Ljubljani povprečna oglaševana cena trisobnega stanovanja, z upoštevanjem inflacije v primerjavi z letom 2008 manjša za 4,4 odstotka, v okolici Ljubljane pa kar za 14,1 odstotka.

Pregled dogajanja na nepremičninskih trgih po posameznih območjih države za leto 2009 pokaže, da se nikjer niso izognili krizi in da posebnih odmikov od splošnih gibanj prodaje in cen nepremičnin na ravni države ni bilo. Skupna značilnost je bila tudi povečevanje zaloga neprodanih novogradenj in zmanjševanje gradbene dejavnosti investorjev (Poročilo o slovenskem trgu nepremičnin 2009).

9.4.3 Trg nepremičnin v letu 2010

Na svetovni ravni lahko leto 2010 označimo kot leto okrevanja po gospodarski krizi. Po letu 2009, ko je bruto svetovni proizvod še upadel za 0,6 odstotka, je bila svetovna gospodarska rast v letu 2010 spet pozitivna, vendar je bilo okrevanje po državah zelo neenakomerno. Visoke stopnje rasti so bile značilne predvsem za hitro vzpenjajoča se azijska gospodarstva, ki so kazala rast že v letu 2009 (predvsem Kitajska in Indija z 10,3- oziroma 9,7-odstotno rastjo bruto domačega proizvoda (BDP)). Japonska je imela

4,3-odstotno rast, v ZDA je znašala 2,8 odstotka, v evrskem območju, v katerem je prednjačila Nemčija s 3,6-odstotno rastjo, pa je bila skupna rast le 1,8-odstotna³⁰.

Čeprav so različni davčni in ekonomski ukrepi vlad nedvomno pomagali stabilizirati finančne trge in ustvariti razmere za ponovno gospodarsko rast, so dejavniki povišanega tveganja za počasnejše okrevanje ali celo ponovno poglobitev krize v večini držav še vedno prisotni. To lahko vidimo tudi danes, ko je kriza v večini držav še kako prisotna. Med te dejavnike lahko štejemo visoke stopnje nezaposlenosti, visoko svetovno rast cen surovin (v letu 2010 je bila več kot 23-odstotna) in povečane inflacijske pritiske, predvsem pa pešanje fiskalnih spodbud gospodarstvom zaradi povečevanja zadolženosti držav. V Evropi je največje tveganje prav nevarnost širitve dolžniške krize, ki je v letu 2010 že prizadela Grčijo in nato Irsko, še vedno pa ogroža tudi druge gospodarsko šibkejše države evrskega območja.

Tudi Sloveniji se v letu 2010 ni uspelo izvit iz objema krize. Rast BDP je bila 1,2-odstotna, kar je manj, kot je bilo povprečje evrskega območja, in kar je po 8,1-odstotnem padcu v letu 2009 še vedno precejšen zaostanek za ravno iz leta 2008³¹. Počasno prodiranje na nove trge, kreditni krč bančnega sistema, stečaji podjetij, kriza v gradbeništvu in naraščajoča brezposelnost kažejo, da je okrevanje slovenskega gospodarstva v prihodnosti še negotovo.

Dogajanje na svetovnem nepremičninskem trgu je bilo v letu 2010 po različnih območjih in državah zelo različno. V ZDA so realne cene stanovanjskih nepremičnin po poku nepremičninskega balona, ki je v letu 2007 sprožil val svetovne finančne krize in posledično gospodarske recesije, na letni ravni padle še tretje leto zapored. Padle so za dobrih 5 odstotkov, kar je več kot v letu 2009. V Evropi sta največji padec cen doživeli žrtvi dolžniške krize, Irsko in Grčija (realno 12 oziroma 10 odstotkov). Baltske države so v letu 2009 doživele pok nepremičninskega balona, v letu 2010 pa sta bili Latvija (Riga +19 odstotkov) in Estonija (Talin +8 odstotkov) že med državami z največjo realno rastjo cen stanovanjskih nepremičnin. V Litvi so njihove cene padle za nekaj manj kot 7 odstotkov, v Bolgariji, kjer je nepremičninski balon počil že leta 2008, pa za približno 9,5 odstotka. Nekoliko večji realni padci cen stanovanjskih nepremičnin so

³⁰ Kazalniki gospodarske rasti po državah so povzeti po IMF World Economics Update Outlook, januar 2011.

³¹ Kazalniki za Slovenijo so povzeti po UMAR, Ekonomsko ogledalo, februar 2011.

bili statistično zapisani še v Španiji (- 6 odstotkov), na Portugalskem (-4,5 odstotka) in na Islandiji (-4 odstotke), medtem ko je bilo gibanje cen v drugih zahodnoevropskih državah lani okoli ničelne stopnje³². Slovenija spada med države, v katerih so se realne cene nepremičnin v letu 2010 nekoliko znižale, tržna aktivnost pa se je v primerjavi s kriznim letom 2009 bistveno povečala (Poročilo o slovenskem trgu nepremičnin za leto 2010).

Promet z nepremičninami v letu 2010 se je ustalil na ravni, ki potrjuje oživitev nepremičninskega trga po krizi, ki je dno dosegla v prvi polovici leta 2009. Trg stanovanjskih nepremičnin se je močno razslojil, tako po lokacijah kot po kakovosti nepremičnin. Kakovostne nepremičnine na dobrih lokacijah so se dobro prodajale, nepremičnine slabše kakovosti pa ne, kar kaže, da so se jim cene premalo znižale. Želena razprodaja novozgrajenih stanovanj se ni zgodila, saj so banke reprogramirale posojila investitorjem, namesto da bi zasegle nepremičnine in jih prodale po nižjih cenah. Močno se je zmanjšala gradbena dejavnost in dotok novih nepremičnin na trg. Pričakovano se je zaradi nezmožnosti realizacije na trgu in poravnavanja obveznosti do bank v letu 2010 poglobila kriza v gradbeništvu in nekatera velika gradbena podjetja, ki so bila pomembni izvajalci in investitorji v nepremičnine, so morala v stečaj.

Glavna značilnost ponudbe stanovanj na trgu rabljenih stanovanj je bila, da so stanovanja prodajala gospodinjstva, ki so želela kupiti nova stanovanja. Zaloge novih stanovanj so se nekoliko zmanjšale, vendar pa so še vedno velike na tistih območjih, kjer so cene najvišje. Prodajajo se novogradnje, ki imajo trgu prilagojene cene, neprodane pa ostajajo novogradnje, ki so precenjene glede na mikrolokacijo in uporabno velikost.

Tretje leto zapored se je zmanjšal obseg gradnje stanovanjskih in poslovnih nepremičnin. Zmanjšuje se število novih nepremičninskih projektov, nekateri že začeti pa so zamrli. Na nove naložbe vplivajo tudi banke, ki so močno omejile financiranje novih nepremičninskih projektov. Zmanjšalo se je tudi število izdanih gradbenih dovoljenj.

³² Gibanje cen nepremičnin po državah je povzeto po spletnem portalu Global Property Guide (www.globalpropertyguide.com).

Razvoj dogajanja na področju povpraševanja je bil v preteklem letu nekoliko presenetljiv. Plačilno sposobno povpraševanje in posledično obseg prometa na trgu stanovanjskih nepremičnin sta bila razmeroma velika kljub naraščanju brezposelnosti in nesorazmerno majhni rasti realnih plač oziroma celo njihovi ničelni stopnji rasti v javnem sektorju. Nekoliko se je zmanjšal obseg stanovanjskih posojil z ročnostjo nad 10 let, kar kaže, da so gospodinjstva nakupe financirala večinoma s prodajo starih stanovanj in manjšim zadolževanjem za morebitno razliko v ceni. Banke so začele podaljševati ročnost kreditov nad 20 let in s tem povečevati kreditno sposobnost prosilcev za kredite.

Geodetska uprava RS je ugotovila, da je bilo leta 2010 zabeleženih 30 odstotkov več prodaj stanovanj kot v letu 2009 in 56 odstotkov več prodaj eno- in dvostanovanjskih hiš. Po letu 2009 je naraščala prodaja poslovnih prostorov in največji promet je bil dosežen ob koncu leta 2010. Promet z zazidljivimi zemljišči se je povečal za 5 odstotkov. Število evidentiranih transakcij s kmetijskimi zemljišči se je zmanjšalo za 10 odstotkov, z gozdnimi zemljišči pa se je povečalo za 20 odstotkov.

Cene so na ravni države v letu 2010 realno padle. Najbolj so se znižale cene hiš (8,9 odstotka), gozdnih zemljišč (7,3 odstotka) in kmetijskih zemljišč (5,1 odstotka). Cene lokalov so se znižale za 2,0 odstotka, pisarn za 3,4 odstotka, zazidljivih zemljišč za 1,6 odstotka in rabljenih stanovanj za 1,8 odstotka.

Tabela 9.1: Ocena realne* spremembe cen nepremičnin v letu 2010 v Sloveniji

Vrsta nepremičnine	2010_4 / 2009_4
stanovanja	-1,8 %
hiše	-8,9 %
pisarne	-3,4 %
lokali	-2,0 %
zemljišča za gradnjo	-1,6 %
kmetijska zemljišča	-5,1 %
gozdna zemljišča	-7,3 %

* Upoštevana je decembrska medletna inflacija, ki je znašala 1,9 odstotka

Vir: Statistični urad RS (2011)

V letu 2010 je torej prišlo tudi do izrazitega razlikovanja med »dobrimi«, kakovostnimi nepremičninami na kakovostnih mikrolokacijah in »slabimi«, kamor sodijo tista stanovanja in hiše s slabšo lokacijo, neustrezno funkcionalnostjo, velikostjo ali kakovostjo gradnje. Prve so se ob ustrezno prilagojenih cenah dobro prodajale, druge pa tudi po (premalo) znižanih cenah slabo ali sploh ne. Dolgo pričakovanega velikega padca cen nepremičnin ni bilo. Tudi napovedovanega posega države na nepremičninski trg in odkupovanja presežkov stanovanj ter s tem reševanja krize v gradbeništvu in posredno bank v letu 2010 ni bilo. Po drugi strani tudi ni bilo svežega denarja, niti motiva za nove nepremičninske projekte, gradbena dejavnost se je zmanjšala in dotok novih nepremičnin se je močno upočasnil (Poročilo o slovenskem trgu nepremičnin za leto 2010).

9.4.4 Trg nepremičnin v letu 2011

Po preobratu dolgoročnega trenda cen nepremičnin, ki je sledil svetovni finančni in gospodarski krizi v letih 2008 in 2009, se je splošni svetovni trend padanja cen nepremičnin nadaljeval tudi lani. Padanje cen stanovanjskih nepremičnin v večini največjih svetovnih gospodarstev je bilo odraz gospodarskih razmer, restriktivnosti fiskalne in monetarne politike ter vse bolj prisotne grožnje ponovne svetovne recesije, ki jo predstavlja naraščanje svetovnih cen surovin in negotov razvoj dolžniške krize v evrskem območju.

Izjemo sta predstavljali Indija in Brazilija, kjer so se realne cene stanovanjskih nepremičnin v preteklem letu močno zvišale. Tako Indija kot Brazilija v zadnjih dveh letih sodita med najhitreje rastoča gospodarstva, s stimulatивно fiskalno in monetarno politiko, kar v obeh državah ugodno vpliva tudi na naraščanje povpraševanja po nepremičninah in razvoj nepremičninskega trga. Na skoraj vseh azijskih nepremičninskih trgih, ki so po kriznem letu 2009 hitro okrevali in prednjačili v rasti cen stanovanj, je prišlo v letu 2011 do zmanjšanja rasti oziroma celo do padanja cen (Tajvan, Kitajska, Japonska). Na Japonskem je bilo padanje cen nepremičnin v veliki meri posledica potresa, cunamija in jedrske nesreče, ki so jo prizadeli v prvi polovici preteklega leta. V ZDA so cene stanovanjskih nepremičnin realno padle še četrto leto zapored, in sicer podobno kot v letu 2010, za nekaj več kot 5 odstotkov. Proti koncu

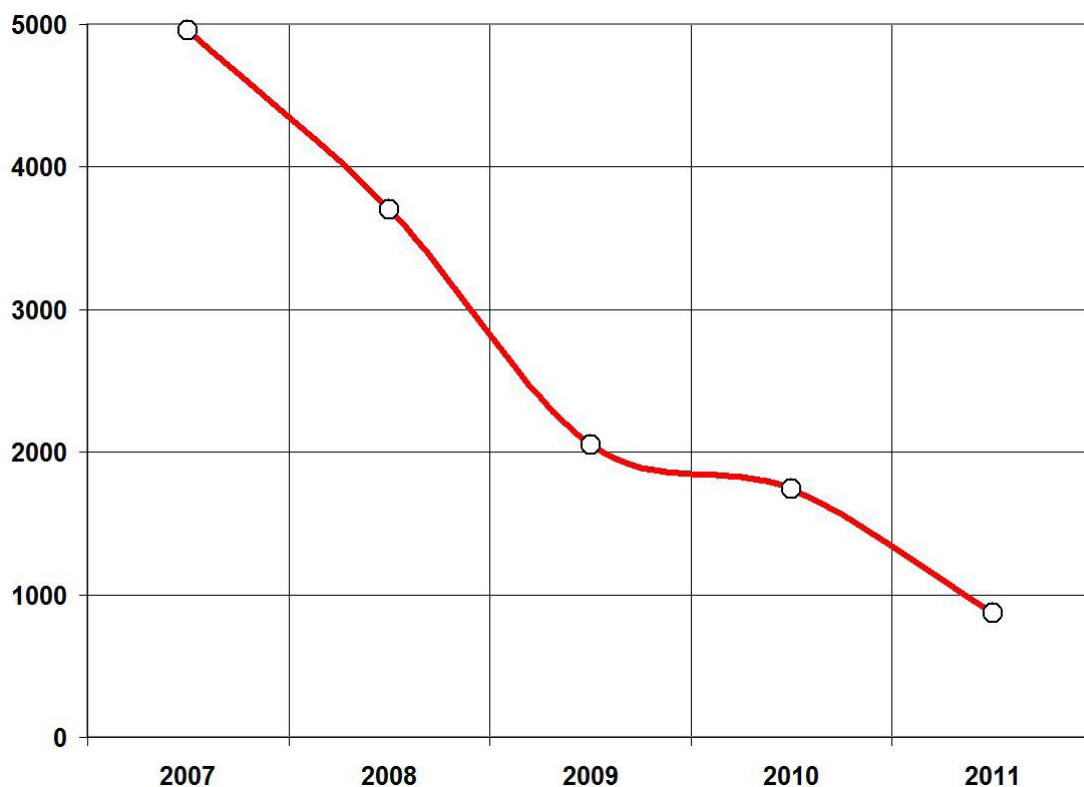
preteklega leta je bilo vendarle zaznati znake oživljanja trga in rahlo rast cen stanovanjskih nepremičnin, vendar krizi nepremičninskega trga še ni videti konca.

Cene nepremičnin so lani realno padle tudi v večini evropskih držav. Poglobljanje dolžniške krize v evrskem območju, varčevalni ukrepi držav, slabitev bančnega sistema in visoka nezaposlenost so negativno vplivali na zaupanje potrošnikov in okrevanje gospodarstev, kar se je odrazilo tudi na nepremičninskih trgih. Največjih padcev povpraševanja in posledično cen stanovanjskih nepremičnin so bile deležne prav države, ki jih je prizadela dolžniška kriza (Irska -18 odstotkov, Grčija -10 odstotkov, Španija -9 odstotkov, Portugalska -8 odstotkov). V nekaterih državah, kjer so v letu 2010 cene še rasle, so v preteklem letu že beležili njihov padec (Švedska -5 odstotkov, Finska -2 odstotka). Cene so padle tudi v Veliki Britaniji (-3 odstotke) in pri naši sosedni Hrvaški (-3 odstotke). V Nemčiji so cene stanovanjskih nepremičnin zrasle za skromnih 1,5 odstotka, le redke države (Norveška 7 odstotkov in Švica 5 odstotkov) pa so leto zaključile z opaznejšo pozitivno rastjo cen.

Slovenija spada med države Evropske unije, ki jih je gospodarska kriza najbolj prizadela. Po medtem okrevanju v letu 2010 je bila gospodarska rast v preteklem letu spet negativna, vendar se zaostrene gospodarske in socialne razmere še niso odrazile na nepremičninskem trgu. V letu 2011 so po naši oceni cene stanovanjskih nepremičnin realno padle za okoli 3 odstotke, približno toliko pa se je zmanjšal tudi promet z njimi.

Ponudbo na nepremičninskem trgu je v preteklem letu zaznamovalo slabšanje investicijskega okolja. Nadaljeval se je val prisilnih poravnjav in stečajev gradbenih podjetij, ki so v preteklosti nastopala kot investitorji v večje nepremičninske projekte. Visoka zadolženost in insolventnost gradbenega sektorja, slaba dostopnost bančnih kreditov za nepremičninske projekte, visoke cene zazidljivih zemljišč in visoki gradbeni stroški ter zaloge neprodanih stanovanj iz preteklih let so vplivali na nadaljnje zmanjševanje obsega načrtovanih novogradenj.

Slika 9.5: Število izdanih gradbenih dovoljenj pravnim osebam za stanovanja v večstanovanjskih stavbah, 2007–2011*



* Podatki za leto 2011 so začasni.

Vir: Statistični urad RS

Intenzivno krčenje obsega stanovanjske gradnje za trg dodatno potrjujejo podatki o načrtovanem številu stanovanj v izdanih gradbenih dovoljenjih za večstanovanjske stavbe, ki jih običajno pridobijo veliki investitorji. Od leta 2007, ko je bil pri nas dosežen vrh nepremičninskega cikla, se je število stanovanjskih enot v izdanih gradbenih dovoljenjih pravnim osebam zmanjšalo za več kot 80 odstotkov. Po strmem padcu v letih 2008 in 2009 in umiritvi v letu 2010 je njihovo število zopet močno padlo v letu 2011, ko je zaradi poslabšanja gospodarskega okolja optimizem potencialnih investorjev iz prehodnega leta očitno splahnel in je število načrtovanih stanovanjskih – enot, po sicer še začnih podatkih za leto 2011 – celo padlo pod tisoč. Draga zazidljiva zemljišča, visoki gradbeni stroški in težka dostopnost bančnih kreditov negativno vplivajo tudi na obseg gradnje v lastni režiji.

Zaloge novozgrajenih stanovanj se kljub slabi prodaji – zaradi močno zmanjšanega priliva novih stanovanj na trg – počasi vendarle zmanjšujejo. Glavni razlog za slabo

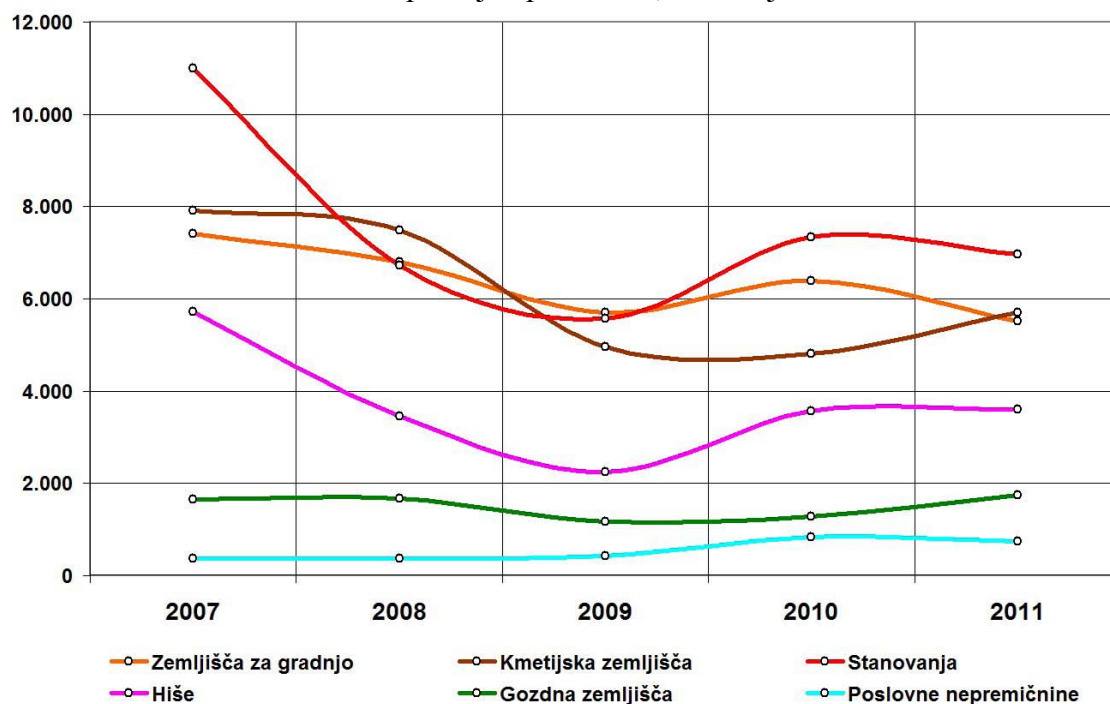
prodajo novogradenj ostajajo previsoke cene. Ob koncu preteklega leta je bila povprečna ponudbena cena novega stanovanja na kvadratni meter uporabne površine v Ljubljani, ki je najdražja, 3.700 evrov, medtem ko je stal kvadratni meter rabljenega stanovanja 2.400 evrov. Na ravni države je bilo to razmerje 2.650 proti 1.650 evrov.

Medtem ko se na slovenskem trgu stanovanjskih nepremičnin nadaljuje proces prilagajanja ponudbe z zmanjševanjem obsega gradnje, je povpraševanje vse bolj elastično in se hitro odziva na gibanje cen. Po krizi nepremičninskega trga se je vzpostavil vzorec, po katerem promet s stanovanji z majhnim zamikom sledi cenam. Ko te zanihajo navzdol, začne promet naraščati in obratno. Časi prodaje so še vedno razmeroma dolgi, saj so kupci očitno pripravljeni čakati dokler prodajalci ne spustijo cene. V letu 2011 je bilo povpraševanje na trgu stanovanjskih nepremičnin, ne glede na ekonomske okoliščine in padanje kupne moči, relativno veliko, predvsem na sekundarnem trgu. Na primarnem stanovanjskem trgu je bilo pri obstoječih ponudbenih cenah povpraševanja precej manj, tako da se je promet ponovno skrčil. Tudi povpraševanje po stanovanjih propadlih gradbincev, ki so se začela ponujati na dražbah oziroma z javnim zbiranjem ponudb, je bilo pri izhodiščnih cenah zanemarljivo. Na večjo realizacijo prodaj stanovanj iz tega naslova bo treba verjetno počakati vsaj leto ali dve, ko se bodo izklicne cene ustrezno znižale. Po podatkih Banke Slovenije se je dostopnost dolgoročnih stanovanjskih posojil v preteklem letu močno zmanjšala. Obseg novih bančnih posojil se je v primerjavi z letom 2010 zmanjšal kar za 24 odstotkov, hkrati so se povečevale tudi obrestne mere. V decembru leta 2011 je povprečna efektivna obrestna mera za dolgoročna posojila znašala 4,21 odstotka, medtem ko je bila leto prej 3,63 odstotka.

Evidentirani promet stanovanjskih nepremičnin je bil v letu 2011 za okoli 3 odstotke manjši kot leto poprej, pri čemer se je promet s hišami celo nekoliko povečal. Skupno število evidentiranih prodaj stanovanj in hiš je bilo tako še vedno za 35 odstotkov večje kot v letu 2009, ko je bila kriza nepremičninskega trga v Sloveniji največja. Po drugi strani pa je bilo skupno število evidentiranih prodaj še vedno za 37 odstotkov manjše kot v rekordnem letu 2007. Opazneje, za skoraj 10 odstotkov, se je v letu 2011 zmanjšal tudi evidentirani promet s poslovnimi nepremičninami, kar je prav tako svojevrsten pokazatelj negotovih gospodarskih razmer. V nasprotju s stanovanjskimi in poslovnimi nepremičninami je število evidentiranih prodaj kmetijskih in gozdnih zemljišč v

preteklem letu močno poskočilo. V primerjavi z letom 2010 se je prodaja kmetijskih zemljišč povečala za 19 odstotkov, gozdnih pa kar za 37 odstotkov. Verjetno je tak skok deloma tudi posledica urejanja lastniških razmerji, ki ga je vzpodbudilo obveščanje lastnikov o poskusnem izračunu tržnih vrednostih nepremičnin s koncem leta 2010. Deloma je verjetno vplivalo tudi večja privlačnost nepozidanih zemljišč kot še vedno zelo varne in zanesljive kapitalske naložbe.

Slika 9.6: Število evidentiranih prodaj nepremičnin, Slovenija 2007–2011



Ocene realnih sprememb cen, ki temeljijo na primerjavi povprečnih razmerij med prodajno ceno in ocenjeno tržno vrednostjo prodanih nepremičnin med leti, z upoštevanjem letne stopnje inflacije, kažejo, da so v letu 2011 na ravni države realno padle cene vseh obravnavanih vrst nepremičnin. Cene stanovanjskih in poslovnih nepremičnin so realno padle že tretje leto zapored. Po večjem padcu cen stanovanj in hiš v letu 2009, ko je kriza nepremičninskega trga v Sloveniji dosegla dno, so njihove cene sicer še naprej postopoma padale, vendar ne tako hitro kot je bilo glede na krizne razmere in zmanjševanje plačilno sposobnega povpraševanja pričakovati. Podobno velja za cene poslovnih nepremičnin, pri katerih pa se je trend padanja cen v letu 2011 skoraj ustavil. Cene zemljišč za gradnjo, ki se v letu 2010, ko je med investitorji začasno zavladalo nekoliko več optimizma, praktično niso spremenile, so v preteklem letu padle celo bolj kot v kriznem letu 2009. Padec cen je bil predvsem posledica poglobitve krize

v gradbeništvu in zmanjšanega povpraševanja po zemljiščih za večje nepremičninske projekte.

V letu 2011 smo evidentirali okoli 7000 tržnih prodaj stanovanj oziroma 5 odstotkov manj kot v letu 2010. Povprečna prodajna cena rabljenega stanovanja je znašala 1.730 €/m². V primerjavi z letom 2010 je bila nižja za 1,7 odstotka. V zadnjem četrtletju je znašala 1.670 €/m² in je bila v primerjavi z zadnjim četrtletjem 2010 nižja za 4,6 odstotka. Raven cen rabljenih stanovanj je bila v preteklem letu najvišja v **Ljubljani**. Povprečna cena je znašala 2.500 €/m². V glavnem mestu je bil vpliv krize nepremičninskega trga na cene rabljenih stanovanj največji. Povprečna cena je v letu 2009 padla za 11 odstotkov in tudi po oživitvi trga ni bistveno zrasla. Po ravni cen Ljubljani sledi Koper. Relativno visoko raven cen v **Kopru** vzdržuje vseskozi prisotno povpraševanje po stanovanjih za počitniške namene. **Nova Gorica** z okoliškimi naselji, ki je bila v času pred krizo, na račun razcveta igralniškega turizma in s tem povezane pospešene gospodarske rasti, deležna najbolj strme rasti cen, se zdaj sooča z največjim padanjem cen. Povprečna cena rabljenega stanovanja je v letu 2011 znašala nekaj manj kot 1.800 €/m². **Kranj** je zadnje izmed mest, kjer so cene stanovanj še nad povprečjem države. Povprečna cena se tu že dve leti ni spremenila in znaša 1.800 €/m².

V **Celju**, kjer so cene stanovanj v kriznem letu 2009 poleg Ljubljane najbolj padle, je bila v letu 2011 povprečna cena rabljenega stanovanja 1.250 €/m² in je bila enaka kot v letu 2009 oziroma za 11 odstotkov nižja kot pred krizo. V primerjavi z letom 2010 je bila nižja za 1,6 odstotka in je ob koncu leta kazala močan trend padanja. **Maribor**, poleg Nove Gorice in Kopra sodi med mesta, kjer so se cene stanovanj po nastopu krize vsako leto znižale. V letu 2011 je povprečna cena rabljenega stanovanja znašala 1.200 €/m² in je bila že 12 odstotkov nižja kot leta 2008 (Poročilo o slovenskem trgu nepremičnin za leto 2010).

9.5 Primerjava ZDA in Slovenija

V ZDA so po nastopu finančne krize cene nepremičnin strmo padle, v Sloveniji pa se kljub začetku finančne krize cene niso začele takoj zniževati. V Sloveniji se je padanje cen nepremičnin začelo v letu 2009 in verjetno bo to zniževanje trajalo vse dokler se ne bo zopet vzpostavilo ravnotežje na slovenskem trgu nepremičnin in na splošno v

gospodarstvu. Nepremičnine so po mojem mnenju v Sloveniji precenjene, ponudba pa presega povpraševanje, zaradi česar bi se morale cene znižati. Na primerjavo dejanskih učinkov finančne krize v Sloveniji in ZDA bo potrebno še počakati, ker se je kriza v Sloveniji začela s časovnim zamikom in še vedno traja.

Za slovenski trg nepremičnin je značilna rigidnost, trg nepremičnin v ZDA pa je manj rigiden. V Sloveniji je obseg segmenta »*buy to let*« manjši kot v ZDA, saj ljudje kupujejo stanovanja z namenom rešitve stanovanjskega problema in manj z namenom oddajanja stanovanj v najem. V ZDA pa je ta segment bolj razširjen, ker ljudem nakup stanovanja predstavlja vrsto naložbe. Stanovanja kupujejo za oddajanje v najem, kar jim prinese dohodek v obliki najemnina. Z začetkom finančne krize so se naložbe v nepremičnine izkazale kot slabe.

Med slovenskim finančnim in nepremičninskim trgom ni tako neposredne povezave kot v ZDA, kjer sta ta dva trga bolj povezana. Pomembna razlika med Slovenijo in ZDA je, da v Sloveniji ni segmenta drugorazrednih hipotekarnih posojil, kar pomeni, da imajo poslovne banke boljši kreditni portfelj pri hipotekarnih posojilih. V ZDA je segment drugorazrednih hipotekarnih posojil prisoten in prav ta je eden glavnih krivcev za nastalo finančno krizo, saj se drugorazredna hipotekarna posojila odobravajo kreditno manj sposobnim posojilojemalcem. Slednji niso bili sposobni povrniti posojila in poslovne banke so zašle v likvidnostne težave.

ZDA, kjer se je kriza začela in je tam tudi najdlje prisotna, so občutile hude posledice, saj je propadlo že nekaj pomembnih podjetij, s čimer se je brezposelnost precej povečala. Tudi v Sloveniji se razmere vseskozi slabšajo, saj se brezposelnost povečuje, veliko podjetij pa ima likvidnostne težave. Za Slovenijo je poleg tega značilno, da so mnogi verjeli v kratkotrajnost finančne krize, kar pa se je izkazalo za precej napačno. Kriza se je le še poglobila in že precej zmanjšala gospodarsko aktivnost ter še povečala negotovost. Za povečanje gospodarske aktivnosti in zmanjšanje negotovosti bo zato potreben čas. Pravzaprav ogromno časa.

10 ZAKLJUČEK

Za tržna gospodarstva je značilna cikličnost, kar pomeni, da se izmenično soočajo z ekspanzijo in recesijo. Zelo nizka obrestna mera povzroči povečevanje inflacije. Centralne banke z namenom zaustavitve inflacije zvišajo obrestne mere, čemur sledi manjša potrošnja in proizvodnja ter posledično začetek krize. Oktobra 1929 se je v ZDA začela gospodarska kriza z najhujšimi posledicami doslej. Glavni razlog te krize je bil v zmanjšanju potrošnje zaradi zvišanja obrestnih mer. Sedanja svetovna ekonomska kriza se je razvila na ameriškem nepremičninskem trgu, natančneje na trgu sekundarnih hipotekarnih posojil. Z ameriških tal se je razširila tudi drugam po svetu, v Evropo in tudi k nam. In danes lahko že govorimo o depresiji, saj kriza traja in traja in ji niti ni videti konca. Ne v ZDA in ne pri nas.

In ker me je ta kriza izjemno zanimala, je bil moj cilj magistrske naloge prikazati in analizirati samo ozadje krize, njen potek ter kakšen je bil končni vpliv na nepremičninski trg v posameznih državah oziroma kako je finančno-gospodarska kriza vplivala na trg nepremičnin.

Za prvo raziskovalno vprašanje sem si postavila: »Kako je nepremičninska kriza v ZDA, Svetu in Sloveniji povezana s svetovno ekonomsko krizo?«

Dejstvo je, kot sem že večkrat omenila, da se je sama kriza začela prav na trgu nepremičnin. Nepremičninski trg je v zadnjem desetletju prispeval veliko h gospodarski rasti posameznih držav. Vplival je tako na večje zadolževanje prebivalstva kot na večje zaposlovanje. Države so se z ugodno gospodarsko rastjo v zadnjih letih pretežno zadolževale, zato so bile stopnje varčevanja nizke. Visoka gospodarska rast in nizke obrestne mere so za mnoga gospodinjstva pomenila primeren trenutek za najem posojila. Trg posojil je ponujal strankam različne produkte, s katerimi so lahko prišli do želenega posojila. Dogajalo se je, da so banke in hranilnice odobravale kredite, ne da bi preverile, ali se tako izpostavljajo dodatnemu tveganju. Zlasti tveganju, povezanemu z morebitno spremembo obrestnih mer ali servisiranjem dolga. Banke in hranilnice so skupaj z nepremičninskimi agenti odobravale posojila ljudem brez rednega dohodka, brez ustreznih informacij o njihovi kreditni zgodovini ali z nepopolno dokumentacijo, kar je povečalo izpostavljenost bank. Tako financiranje nakupov nepremičnin se je

nadaljevalo tudi na drugorazrednem trgu hipotekarnih posojil, v obdobju naraščanja cen nepremičnin. Rast cen nepremičnin v ZDA se je ustavila z letom 2006. Vrednost nepremičnin je padla pod vrednost posojil, kar je povzročilo umik ljudi od nakupa nepremičnin. Dodatna ponudba nepremičnin, ki je tako nastala, je pomenila dodaten pritisk na znižanje cen in sprožila naraščanje zamud ter neplačil pri servisiranju dolga. Začetek padanja cen nepremičnin je pomenil nastanek sedanje finančno-gospodarske oziroma svetovne ekonomske krize, ki se je iz nepremičniškega trga preselila na celotno gospodarstvo. In tako, kot so ljudje prej lahko kupovali nepremičnine na račun ugodnih gospodarskih razmer, tako se danes za nakup odločajo le redki, saj je gospodarstvo praktično na dnu. Nizka gospodarska rast, visoka zadolženost držav, posledično nižje plače, visoki stroški, vse prej kot ugodni pogoji za kreditiranje – vse to so razlogi, da se ljudje danes po večini ne odločajo za nakup nepremičnine oziroma ga odlagajo v prihodnost. Tu lahko potrdim, da je nepremičninska kriza še kako povezana s svetovno ekonomsko krizo.

Kot drugo raziskovalno vprašanje pa sem si postavila »Kako so razmere na finančnih trgih vplivale na nepremičninski trg in obratno?«

Finančni in nepremičninski trg sta med seboj povezana in zato poslabšanje razmer na enem poslabša razmere na drugem in obratno. Večina nepremičnin se namreč kupuje s hipotekarnimi posojili, ki pa v času finančne krize postanejo težje dostopna, ker poslovne banke zaradi večje negotovosti zaostrujejo pogoje odobritve posojil. Zaradi večje negotovosti se zvišajo tudi obrestne mere, kar podraži posojila, povpraševanje po njih pa se zmanjša. Težje dostopna in dražja posojila posledično povzročijo manjše povpraševanje po nepremičninah in rast deleža praznih nepremičnin. Vse večje število neprodanih nepremičnin prisili ponudnike nepremičnin k zniževanju cen. V ZDA se je zaradi ekspanzivne monetarne politike razvila tudi sedanja ekonomska kriza. Zelo nizke obrestne mere med letoma 2003 in 2005, ki so spodbudile rast gospodarstva, so povzročile pospešeno gradnjo nepremičnin. Razširila se je uporaba drugorazrednih hipotekarnih posojil, ki niso bila povrnjena, poslovne banke so zato zasegale nepremičnine in tako se je presežna ponudba nepremičnin še povečala. Na sekundarnem trgu hipotekarnih posojil se je trgovanje zaustavilo in zaradi nezaupanja, ki vlada na trgu ni večjega povpraševanja. Zaradi poslabšanja poslovanja so finančne institucije začele omejevati dostopnost do posojil in zaustavile gospodarsko dejavnost v državah. Posledično so začele cene nepremičnin v ZDA strmo padati. Finančna kriza vpliva na

slovenski trg nepremičnin prek obrestnih mer in dostopnosti hipotekarnih posojil. Dostopnost slednjih se je zmanjšala, ker so poslovne banke zaostrele pogoje za odobritev. Zaradi višje obrestne mere pa se je povišala cena hipotekarnih posojil. Propad ali krizne situacije bank so pokazale šibkost in odvisnost finančnega trga od stanja na trgu nepremičnin. Preohlapen nadzor nad posojanjem denarja in nedosledno spremljanje dogajanj sta pripeljala do današnje situacije, ki je po mnenju mnogih najtežja doslej.

Povpraševanje po nepremičninah se je v Sloveniji močno zmanjšalo, zaradi česar se je tudi število novogradenj začelo zmanjševati. Rast oglaševanih cen stanovanj se je leta 2008 v Ljubljani močno zmanjšala, v letu 2009 pa so cene začele padati in tudi dosegle dno. Promet se je praktično ustavil, cene stanovanjskih nepremičnin so sicer padle za okoli deset odstotkov, vendar premalo, da bi lahko govorili o poku slovenskega nepremičninskega balona. V letu 2010 je ponovno prišlo do povečevanja prometa, saj potencialni kupci, ki so reševali svoje stanovanjske potrebe, niso mogli v nedogled čakati na občutnejši padec cen. Časi prodaje so kljub temu ostali dolgi in prihajalo je do vse večje diferenciacije trga. Kupci so se pogajali dlje in so postali zahtevnejši. Glede na lokacijo in kakovost se »slabša« stanovanja niso več prodala za vsako ceno. Situacija je ostala podobna tudi v letu 2011. Cene nepremičnin so še vedno rahlo padale, vendar prepočasi glede na njihovo precenjenost in obseg realnega povpraševanja. Predvsem je bil vzrok na strani velikih investitorjev, med katerimi so prednjačila gradbena podjetja, ki so trajanje nepremičninske krize podcenila in se niso spustila v cenovno konkurenco pri razprodaji zalog novozgrajenih stanovanj. Računali so tudi na pomoč države in občin z odkupom stanovanj za socialne namene, vendar so se stanovanja zaradi previsokih cen slabo prodajala. To je pripeljalo do propada skoraj vseh gradbenih velikanov, ki so nastopali kot investitorji pri največjih nepremčnininskih projektih.

Vpliv finančne krize na cene nepremičnin v ZDA in Sloveniji se razlikuje, saj je v ZDA kriza prisotna dalj časa in so tudi zato tam posledice hujše. V ZDA so cene nepremičnin z začetkom krize začele padati, medtem ko so se v Sloveniji začele zniževati šele v začetku leta 2009. Pomembna razlika med ZDA in Slovenijo je tudi ta, da v Sloveniji poslovne banke nimajo tako slabega kreditnega portfelja, saj za razliko od ameriških poslovnih bank niso odobravale drugorazrednih hipotekarnih posojil. V Sloveniji se stanovanja kupujejo za reševanje stanovanjskega problema, v ZDA pa bolj kot

kapitalska naložba. Razen, če ste zaspali ali se skrivali nekje za gorami zadnjih pet let, potem veste, da ZDA preživlja najhujšo krizo nepremičninskega trga v zgodovini. Cene stanovanj so glede na najvišjo raven padle za približno 33 odstotkov, preden je nepremičninski balon dokončno počil. Si predstavljate, da ste med letom 2005 in 2006 kupili hišo, ki je bila takrat vredna 400.000 dolarjev, danes pa zgolj 250.000 dolarjev? Mnogo Američanov na ta račun danes prestaja nekakšen finančni pekel. Stanovanjsko posojilo je danes tako v ZDA kot pri nas izredno težko dobiti. In večina strokonjakov meni, da se bo kriza še poglobila in naj bi nepremičninski trg v ZDA letos dosegel dno, vendar pa prihodnosti ni tako lahko napovedati. Vsekakor bo preteklo še kar nekaj časa, preden bo gospodarstvo spet v svojem vzponu in s tem tudi trg nepremičnin.

Pri nas še naprej ostajata aktualna dva scenarija: ali bo prišlo do močnega upadanja prometa in s tem do ponovnega zdrsa v krizo nepremičninskega trga ali pa bodo cene stanovanj padle na tržno sprejemljivo raven, kar bi nekako ohranilo trg nepremičnin v fazi oživljanja. Vendar menim, da je glede na izjemno krizno situacijo pri nas, ko vlada zateguje pas na vseh socialno-ekonomskih področjih, mnogo bolj verjeten prvi scenarij. Za veliko ljudi je v tem trenutku temeljno vprašanje preživetje in ne razmišljajo o dodatnem zadolževanju za nakup nepremičnine, ki si je mnogi niti ne morejo privoščiti, sploh pa zdajšnjih tržnih cenah. Čeprav so se prisilne prodaje nepremičnin propadlih gradbincev že začele, bo trajalo vsaj še leto ali dve, da jih bodo na ponovljenih dražbah začeli ponujati po tržno zanimivih izklicnih cenah in bodo tako ustvarjeni pogoji za odprodajo zalog novozgrajenih stanovanj iz preteklih let. Šele to bo ustvarilo pritisk na cene ostalih novogradenj in rabljenih stanovanj, in šele takrat lahko pričakujemo opaznejše znižanje cen stanovanjskih nepremičnin in posledično tudi porast prometa z nepremičninami. Ob ponovni krizi nepremičninskega trga obseg prometa verjetno ne bo padel pod tistega iz prve polovice leta 2009, saj na sekundarnem trgu ni pričakovati tako drastičnega padca povpraševanja. Utegne pa trajati dalj časa, da zopet pride do oživitve trga. Zaradi močno zmanjšanega obsega gradnje bo na primarnem trgu trajalo kar nekaj časa, da se ponudba novih stanovanj, ustrezne kakovosti in po ustreznih cenah, ponovno prilagodi povpraševanju.

Glede na današnjo situacijo je prihodnost v ZDA, Svetu in Sloveniji izjemno negotova. Vsekakor bo morala vsaka država zase poskrbeti, da se bo nekako izkopala iz brezna krize, in vsekakor bo preteklo še kar precej časa, preden bo svetovno gospodarstvo

zopet v vzponu. Vedno pa obstajajo izjeme. Tako kot vedno po dežju posije sonce tako vedno po krizi, recesiji ali pa depresiji pride zopet obdobje rasti in vzpona. Do takrat pa mora vsak po svoje nekako preživeti, za mnoge zelo težko obdobje.

11 LITERATURA

1. Allgoewer, Elisabeth. 2002. *Underconsumption theories and Keynesian economics*. St. Gallen: Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie.
2. Anell, Lars. 1981. *Recession, the Western Economics and the Changing World Order*. London: Palgrave Macmillan.
3. Babić, Ante, in Ante Žigman. 2000. *Valutne krize: pregledi teorije i iskustva 1990-tih*. Pregledi. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
4. Baker, D. 2009. *When less is more*. *Guardian.co.uk*. Dostopno prek: [http://www.guardian.co.uk/commentisfree/cifamerica/2009/jan/26/](http://www.guardian.co.uk/commentisfree/cifamerica/2009/jan/26/business-us-economy-worker-benefits) business-us-economy-worker-benefits (10. maj 2011).
5. Balazs, E. in D. Mihaljek. 2007. *Determinants of house prices in central and eastern Europe Working Paper* No. 236. Switzerland: Bank of International Settlements.
6. Banka Slovenije. 2006. *Bilten Banke Slovenije* 15 (2): 142.
7. --- 2011, maj. *Poročilo o finančni stabilnosti 2011*. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Banking Crises. 2002. *A Survey Of Literature*. Washington, D. C.: IMF.
9. Berle, A. in G. Means. 1968. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace and World.
10. Bernstein, M. A. 1989. *The Great Depression: Delayed recovery and economic change in America, 1929–1939 focus on low-growth and high-growth industries*. Cambridge: Cambridge university press.
11. *Bigcharts*. 2010. Dostopno prek: <http://www.bigcharts.com> (26. oktober 2010).
12. Bisignano, Joseph. 1999. *Precarious Credit Equilibria: Reflections On The Asian Financial Crisis*. BIS Working Papers, No. 64. Basel.
13. Brockie, M. 1950. Theories of the 1937–1938 Crisis and Depression. *Economic Journal* 60: 292–310.
14. *Bureau of Labor Statistics*. 2011. Dostopno prek: <http://data.bls.gov/PDQ/servlet/SurveyOutputServlet> (20. marec 2011).

15. Caprio, Gerard Jr. in Daniela Klingebiel. 1996. *Bank insolvencies: Cross-Country Experience, Policy Research*. WB Working Paper 1620. Washington: The World Bank.
16. Carstens, Agustin G. in Daniel C. Hardy. 2004. *Pazarbasioglu Ceyla: Banking Crises in Latin America and the Political Economy of Financial Sector Policy*. Paper prepared for the seminar Governments and Banks: Responsibilities and Limits. IDB-IIC Annual Meetings, Lima, Peru. Washington: IMF.
17. Chari, V. V. in Patrick Kehoe. 1997. *Hot Money*. NBER Working Paper 6007. Cambridge.
18. Cirman, Andreja, Mitja Čok, Ivo Lavrač in Petra Zakrajšek. 2000. *Poslovanje z nepremičninami*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Cirman, Andreja. 2007. *Poslovanje z nepremičninami – Osnovni pojmi*. Zapiski predavanj. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Cole, Harold L. in Timothy J. Kehoe. 1996. *A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994–1995 Debt Crisis*. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Minneapolis: Research Department Staff Report 210.
21. Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti in Nouriel Roubini. 2002. *What Caused the Asian currency and Financial Crisis?* Dostopno prek: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf> (15. september 2002).
22. Cruz, C. P. 2006. *The global property housing boom. Investment analysis*. Dostopno prek: <http://www.globalpropertyguide.com/investment-analysis/The-global-property-housing-boom> (20. april 2011).
23. DeLisle, J. R. 2008. The perfect storm rippling over to real estate. *The Appraisal Journal* 76 (3): 200–210.
24. DeLong, J. B. in L. H. Summers. 2001. The 'New Economy': Background, Historical Perspective, Questions, and Speculations. *Economic Review* 86 (4): 29–60.
25. Demers, E. in K. Lewellen. 2003. The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. *Journal of Financial Economics* 68 (3): 413–437.
26. Demirguc - Kunt and Detragiache. 1998. *Financial Liberalization and Financial Fragility*. Paper prepared for the annual bank conference on Development Economics. Dostopno prek: <http://www.worldbank.org/html/rad/abcde/demirguc.pdf> (10. junij 2010).

27. Dernovšek, I. 2009. *Tretji sveženj ukrepov dobiva obliko: Sindikati in delodajalci s ponujenim niso zadovoljni*, 11. april. Dostopno prek: <http://www.dnevnik.si/novice/slovenija/1042258773> (5. julij 2011).
28. Dolling, John. 1997. *Comparative Housing Policy: Government and Housing in Advanced Industrialized Countries*. London: MacMillan Press.
29. Dornbusch, Rudiger, Chul Yung Park in Stijn Claessens. 2000. *Contagion: How it spreads and How it can be stopped?* Washington, D. C.: World Bank.
30. Doser, Mark. 2002. *Black Monday: The stock market crash of 1987*. Dostopno prek: <http://users.aol.com/keenlife/stock.htm> (12. avgust 2002).
31. Dražnik, Katja. 2005. *Finančne krize v devetdesetih: Primer Mehike*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Dungey, M. in J. Lestano. 2005. Synchronization of financial crises. Centre for Applied Macroeconomic Analysis, The Australian National University. *CAMA Working Paper* 19 (22): 1–32.
33. Economic Outlook N. 78. 2005. OECD, november 2008.
34. Eichengreen et al. 1995. Exchange market mayhem. *Economic Policy* 21: 35–36.
35. Ekonomske perspektive, 19, Pariz: OECD, 1976, str. 47.
36. *European Economic Statistics 2008*. 2008. Luxembourg: Office for official publications of the European Communities.
37. Fisher, Irving. 1932. *Booms and Depressions: Some first principles*. New York: Adelphi.
38. Fisher, K. L. in M. Statman. 2002. Blowing Bubbles. *The Journal of Psychology and Financial Markets* 3 (1): 53–65.
39. Frank, M. 2007. Razvoj hipotekarnega bančništva doma in po svetu (1). *Bančni vestnik* 4: 6–10.
40. Frankel, Jeffrey A. in Andrew K. Rose. 1996. *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*. NBER Working Papers 5437. Cambridge.
41. Frydl, Edvard J. 1999. *The Length and Cost of Banking Crises*. IMF Working Paper, WP/99/30. Washington, D. C.: IMF Research Department.
42. Galbraith, John Kenneth. 1972. *The Great Crash, 1929*. Boston: Houghton Mifflin.
43. Galbraith, John Kenneth. 1988. *The Great Crash*. Boston: Houghton Mifflin Company.

44. Geodetska uprava Republike Slovenije. 2009. *Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2008*. Ljubljana: Geodetska uprava Republike Slovenije.
45. Goldstein, Morris. 1997. *The Case for an International Banking Standard*. Washington, D. C.: Institute for International Economics.
46. Goljevšček, Urška. 2009. *Finančno-gospodarska kriza v Združenih državah Amerike: Potek, vzroki in rešitve*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
47. Gosar, B. 2007. *Možnosti financiranja stanovanja v Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. Granville, Brigitte. 2002. Sovereign Debt Crisis Resolution: The Benefits of the »Uncertainty Principle«. *The Business Economist* 33 (1): 35.
49. Gusmorino, D. A. 1996. *Main Cause of The Great Depression*. Dostopno prek: <http://www.geocities.com/capitolhill/senate/6854/greatdep.html> (3. avgust 2010).
50. Gusmorino, Paul. 2002. *Main causes of the Great Depression*. Dostopno prek: http://www.escape.com/~paulg53/politics/great_depression.shtml (10. avgust 2011).
51. Haberler, Gottfreid Von. 2001. *Prosperity and depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*. London: George Allen & Unwin.
52. Harris, S. 1948. *Saving American capitalism*. New York: A Liberal Economic Program.
53. Herz, Bernhard in Hui Tong. 2003. *The Interactions between Debt and Currency Crises – Common Causes or Contagion?* Diskussionspapier 17. Bayreuth.
54. Hibers, P., W. A. Hoffmaister, A. Banerji in H. Shi. 2008, oktober. *House price development in Europe: A Comparison Working Paper* No. 211. Washington: IMF.
55. Honohan, Patrick. 1997. *Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction*. BIS Working Paper, No. 39. Basel: Monetary and Economic Department.

56. Jovan, M. 2005. *Seminar on advanced risk management*. Dostopno prek: <http://docs.google.com/gview?a=v&q=cache:hslmhfMIn9IJ:www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp%3FDatotekaId%3D520+SEMINAR+ON+ADVANCED+RISK+MANA+GEMENT&hl=sl&gl=si> (10. junij 2011).
57. Kaminsky, Graciela L. in Carmen M. Reinhart. 1996. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*. International Finance Discussion Papers, Number 544. Washington, D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
58. --- 1999. The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *The American Economic Review* 89 (3): 473–500.
59. Kangas, S. 1997. "The Great Depression: Its Causes and Cure," Liberalism Resurgent. *A Review of Keynesian Theory* (1): 3–7.
60. Kešeljević, A. 2009. *Makroekonomija 1*. 5. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
61. Keynes, M. J. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Harcourt, Brace&Company.
62. Kimberly, A 2009. *U. S. trade deficit with China*. Dostopno prek: <http://useconomy.about.com/od/tradepolicy/p/us-china-trade.htm?p=1> (17. junij 2011).
63. Kindelberger, P. Charles. 2005. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. 5th edition. New Jersey: Wiley, cop.
64. Kindleberger, C. 1973. *Poor.: The world in depression, 1929–1939*. Berkeley: University of California Press.
65. Klun, Kristina. 2009. *Trg nepremičnin v Veliki Britaniji, Nemčiji in Sloveniji v času finančne in gospodarske krize*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
66. Koetter, M. in T. Poghosyan. 2008. Real estate markets and bank distress. *Banking and Financial Studies* No. 18. Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
67. Kopriva, Gregor. 2009. *Finančne krize nekoč in danes* Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
68. Kožar, Anton in Nives Marinšek 2003. *Zakon o nepremičninskem posredovanju s komentarjem*. Ljubljana: Center za poslovno usposabljanje.
69. Krugman, P. 2009. *Vrnitev ekonomske depresije in kriza leta 2008*. 1. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

70. Lederer, Emil. 1925. *Konjunktur und krisen*, Tübingen: J. C. B. Mohr.
71. Lewis, W. A. 1950. *Economic Survey, 1919-1939*. Philadelphia: Blakiston.
72. Lindgren, Carl-Johan, Gillian Garcia in Matthew I. Saal. 1996. *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*. Washington D. C.: International Monetary Fund.
73. Ljungqvist, A. in W. J. Wilhelm Jr. 2003. IPO Pricing in the Dot-com Bubble. *The Journal of Finance* 58 (2): 723–752.
74. Loungani, P. 2008. House prices compounding crisis. *IMF Survey Magazine No. 100808A*. Dostopno prek: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/NUM100808A.htm> (15. marec 2011).
75. Mandel, Ernest. 1986. *Desetletje krize 1974 –1984*. Ljubljana: Krt.
76. Mandič, Srna. 1996. *Stanovanje in država*. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče.
77. --- 2007. *Stanovanjski trg in vpliv na demografski razvoj v Sloveniji*. Poslovanje z nepremičninami:18. tradicionalno strokovno srečanje, Portorož, 15. in 16. november 2007. Ljubljana: Inštitut za nepremičnine.
78. Martinčič, Dinka. 2009. *Kriza drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA in njihov vpliv na realne in finančne trge*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
79. Marx, Karl. 1972. *Teorije o višku vrednosti*. Beograd: Prosveta.
80. Maskin, Eric, in Xu Chenggang. 2001. *Soft Budget Constraint Theories: From Centralization to the Market*. CEPR Discussion Papers 2715. London: Centre for Economic Policy Research.
81. Michel, Chossudovsky. 2002. *The Global Financial Crisis*. Dostopno prek: http://aidc.org.za/archives/gl_financial_crisis.html (12. avgust 2002).
82. Miller, George in Katy R. Gallagher. 1998. *Residential Real Estate Appraisal*. Third Edition. New Jersey: Prentice Hall.
83. Miller, Marcus. 1998. *Luangaram Pongsak: Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes*. CSGR Working Paper No. 11/98. Coventry.
84. Moseley, F. 2009. The U. S. economic crisis. Causes and solutions. *International Socialist Review*. Dostopno prek: <http://www.isreview.org/issues/64/feat-moseley.shtml> (2. junij 2011).
85. Mrak, Mojmir. 2002. *Mednarodne finance*. 1. natis. Ljubljana: GV Založba.

86. Mueller, G. R. 1999. Real estate rental growth rates at different points in the pshysical market cycle. *Journal of Real Estate Research* 18 (1): 131–150.
87. New York Times. 2011. *Credir Crisis – The Essentials*, 1. april. Dostopno prek: http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/c/credit_crisis/ (1. april 2011).
88. Norčič, Oto. 2000. *Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
89. Ofek, E. in M. Richardson. 2003. DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices. *The Journal of Finance* 58 (3): 1113–1137.
90. Oplotnik, Žan. 2000. Vpliv finančnega posredništva na premike kapitala in finančne krize v nacionalni ekonomiji. *Naše gospodarstvo* 46 (5/6): 635–646.
91. *Paris Club*. 2005. Dostopno prek: <http://www.clubdeparis.org/en/> (25. julij 2011).
92. Pascual, Marsha. 2002. *Black Monday: Causes and Effects*. Dostopno prek: <http://www.nytimes.com/library/financial/stock-market-crash.html> (12. avgust 2002).
93. Perovšek, A. in M. Smodiš. 2007. *Realizirane transakcije na trgu nepremičnin (2005-2007)*. Poslovanje z nepremičninami. 18. tradicionalno strokovno srečanje, Portorož, 15. in 16. november 2007. Ljubljana: Inštitut za nepremičnine.
94. Pilbeam, Keith. 1998. *International Finance*. 2nd ed. London: MacMillan Business.
95. Prohaska, Z. 2004. *Finančni trgi*. 2. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
96. Pyhrr, S. A., S. E. Roulac, in W. L. Born. 1999. Real estate cycles and their strategic implications. *Journal of Real Estate Research* 18 (1): 7–68.
97. Rainie, L., T. Spooner, B. Kalsnes in S. Nof. 2001. *The dot-com meltdown and the Web. Pew Internet & American Life Project*. Dostopno prek: http://www.pewinternet.org/report_display.asp?r=48 (29. julij 2010).
98. Rančigaj, M. 2010. *Hipotekarna obveznica - Pravna ureditev v Sloveniji in Nemčiji*. Maribor: Pravna fakulteta
99. Rant, V. 2008a. *Anatomija globalne finančne krize*. Dostopno prek: http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/191084/055_068_PKP_08_Anatomija.pdf (29. maj 2011).

100. --- 2008b. Anatomija globalne finančne krize. V *Globalna finančna kriza in eko strategije podjetij: dopolnjevanje ali nasprotovanje*, ur. Prašnikar J. in A. Cirman, 55–68. Ljubljana: Časnik Finance.
101. Ribnikar, Ivan. 1999. *Monetarna ekonomija I*. 1. izd. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
102. Ring, Alfred in Jerome Dasso. 1985. *Real estate Principle and Practicies*. New Jersey: Prentice Hall.
103. Rose, K. D. 1954. *The Economics of Recession and Revival; An Interpretation of 1937–1938*. New Haven: Yale University Press.
104. Rosenfeld, G. 2003. *20 let interneta - penetracija interneta*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
105. Rupnik, K. in A. S. Berk. 2009. Geneza in reševanje sedanje finančne krize. *Bančni vestnik* 1–2: 50–55.
106. Saint-Etienne, C. 1980. *The Great Depression 1929–1938*. Lessons for the 1980s. Stanford: Hoover press.
107. Sakazaki, L. 2009. *Irony of Capitalism in Crisis: The rich lose more, but the poor and middle class suffer...and we need more government inter. best way to invest*. Dostopno prek: <http://www.bestwaytoinvest.com/stories&irony-capitalism-crisis-the-rich-lose-more-poor-and-middle-class-suffer-and-we-need-more-gov> (10. maj 2011).
108. Samuelson, P. A. in W. D. Nordhaus. 2002. *Ekonomija* (16th ed.). Ljubljana: GV Založba.
109. Sleight, C. 2008. International expansion. *International construction* 11: 12–13.
110. Slichter, Sumner. 1938. The Downturn of 1937. *Review of Economics and Statistics* 20: 103–115.
111. Slonep. 2009. *Cene stanovanj*. Dostopno prek: <http://www.slonep.net/vrt.html?direct=10030&vir=&arhiv=2009&month=01&lev0=1&lev1=3&lang=&lev2=45&lev3=&filt=&view=novice> (22. maj 2011).
112. *Slonep*. 2010. Dostopno prek: <http://www.slonep.net/info/nepremicninski-trg/zgodovina> (2. februar 2010).
113. --- 2011. Dostopno prek: http://www.slonep.net/pred-gradnjo/lokacija/pojem_nepremicnine (17. januar 2010).

114. Smith, B. M. 2004. *A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley*. Chicago: University of Chicago.
115. Smith, L. 2009. *Subprime Lending. helping Hand or Underhanded?* Dostopno prek: http://www.investopedia.com/articles/basics/07/subprime_basics.asp (5. junij 2011).
116. Snoj, A. in M. Žnidar. 2007. Kriza na trgu posojil in kreditnih instrumentov. *Bančni vestnik* 11: 8–12.
117. Soros, G. 2008. *The ew paradigm for financial markets*. Združene države Amerike: PublicAffairs
118. Srdić, Milutin et al. 1975. *Ekonomski leksikon*. Beograd: Savremena administracija.
119. Statistični urad Republike Slovenije. 2003. *Popis prebivalstva 2002*. Dostopno prek: <http://www.stat.si/popis2002/si/> (22. junij 2011).
120. Stein, Jeremy in Bruce Greenwald. 1991. Transactional Risk, Market Crashes and the Role of Circuit Breakers. *Journal of Bussines* 64: 442–63.
121. Steindl, J. 1976. *Maturity and Stagnation in American Capitalism*. New York: Montly Review Press.
122. Stern, Gary H. 2002. *Achiving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929*. Dostopno prek: <http://woodrow.mpls.frb.fed.us/pubs/ar/ar1987.html> (12. avgust 2002).
123. Stern, Gary H. 2010. *Achiving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929*. Dostopno prek: <http://woodrow.mpls.frb.fed.us/pubs/ar/ar1987.html> (12. avgust 2010).
124. Strašek, Sebastijan. 1998. »Spill over« učinki azijske krize. Reforme in gospodarska rast. Maribor: Bilten EDP.
125. *Stvarnopravni zakonik*. Ur. l. RS 87/2002.
126. Survey of Current Business. 2003. *GDP and the economy: Advance estimates for the first quarter of 2008*. Dostopno prek: <http://www.bea.gov/scb/toc/0508cont.htm> (25. avgust 2010).
127. Sweezy, P. M. 1939. Demand Under Conditions of Oligopoly. *Journal of Political Economy* 47: 568–73.
128. Štiblar, F. 2008. *Svetovna kriza in Slovenci. Kako jo preživeti?* Ljubljana: Založba ZRC, ZRC SAZU.

129. Štor, Marko. 2002. *Največje ekonomske krize in njihov vpliv na svetovne kapitalske trge*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
130. Taylor J. B. 2008, november. *The financial crisis and the policy responses: An empirical Analysis of what went wrong*. Dostopno prek: <http://stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf> (18. junij 2011).
131. The Joint Economic Committee Majority Staff. 2008, 3. oktober. *From Wall Street to Main Street: Understanding how the credit crisis affects you*. Dostopno prek: http://jec.senate.gov/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=b2087603-5883-4777-b13e-6b30845d4265 (12. maj 2011).
132. The world's 2008 housing markets in review and some forecasts for 2009 *GlobalPropertyGuide*. Dostopno prek: <http://www.globalpropertyguide.com/investment-analysis/The-worlds-2008-housing-marketsin-review-and-some-forecasts-for-2009> (25. april 2011).
133. Timoshenko, V. P. 1933. *World Agriculture and the Depression*. New York: University of Michigan Press.
134. U. S. Bureau of Economic Analysis. 2008. *National Income and Product Account the United States 1929–97* (1): 1, 13, 17.
135. U. S. Census Bureau. (2008). *Current Construction Reports, Series C20, Housing starts, monthly; publication discontinued in 2001*. Dostopno prek: <http://www.census.gov/const/www/newresconstindex.html> (25. avgust 2010).
136. U. S. Department of Agriculture. 2009. *National agricultural statistics service, Farms and land in farms*. Washington: Fed statistics.
137. Unger, Maurice A. 1991. *How to invest in real estate*. Second edition. New York: McGraw-Hill.
138. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. 2005. *Poročilo o razvoju 2005*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
139. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. 2006. *Poročilo o razvoju 2006*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
140. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. 2007. *Poročilo o razvoju 2007*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.

141. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. 2008. *Poročilo o razvoju 2008*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
142. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. 2009. *Poročilo o razvoju 2009*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
143. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. 2010. *Poročilo o razvoju 2010*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
144. Usenik, B. 2008. Evropska centralna banka pred novim znižanjem napovedi in obrestnih mer. *Finance*, 10 (12. november).
145. Verč, Tadeja. 2010. *Gospodarska kriza in njen vpliv na trg dela v Sloveniji*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
146. Veselinovič, Draško, Robert Kleindienst. 2000. *Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva?* Ljubljana: GZS.
147. Viswanathan, R. (2008, 6. oktober). The rise and fall of investment banks. *The Hindu business line*. Dostopno prek: <http://thehindubusinessline.com/bline/2008/10/06/stories/2008100650510900.htm> (2. marec 2011).
148. Vlada Republike Slovenije. 2009. *Ukrepi Vlade Republike Slovenije proti finančni in gospodarski krizi*. Dostopno prek: http://www.svrez.gov.si/si/aktualne teme/aktivno_proti_financi_in_gospodarski_krizi/ukrepi_vlade_republike_slovenije_proti_financi_in_gospodarski_krizi/ (8. avgust 2011).
149. Vlade Republike Slovenije. 2010. *Ukrepi Vlade Republike Slovenije proti finančni in gospodarski krizi. 2010*. Dostopno prek: http://www.svrez.gov.si/si/aktualne teme/aktivno_proti_financi_in_gospodarski_krizi/ukrepi_vlade_republike_slovenije_proti_financi_in_gospodarski_krizi/ (8. avgust 2011).
150. Vlade Republike Slovenije. 2011. *Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010*. Ljubljana: Geodetska uprava Republike Slovenije.
151. Vodopivec, L. 2008. Beg pred veliko depresijo. *Mag*, 48–51 (1. oktober).
152. Walter, Ingo. 2008. Življenje neke hipoteke pod mikroskopom. *Dnevnik, Dnevnikov objektiv*, (4. oktober).
153. Webster, L. 2008, 18. november. *GM in crisis – 5 reasons why America's largest car company teeters on the edge*. *Popular Mechanics*. Dostopno prek:

- http://www.popularmechanics.com/automotive/new_cars/4292379.html (25. maj 2011).
154. *Wikipedia*. 2010. Dostopno prek: <http://en.wikipedia.org/wiki> (3. junij 2010).
155. World Economic Outlook. 2008. IMF, april 2008.
156. *Zakon o zemljiški knjigi*. Ur. l. RS 33/1995, 58/2003.

PRILOGE

Priloga A: Pojavnost finančnih kriz v zadnjih tridesetih letih

Tip krize	Število kriz					
	1970-1995		1970-1979		1980-1995	
	Skupaj	Povprečje na leto	Skupaj	Povprečje na leto	Skupaj	Povprečje na leto
Plačilne bilance	76	2.92	26	2.60	50	3.13
Dvojček	19	0.73	1	0.10	18	1.13
Samostojna	57	2.19	25	2.50	32	2.00
Bančna	26	1.00	3	0.30	23	1.44

Opomba: Epizode, v katerih bančni krizi v roku 48 mesecev sledi kriza plačilne bilance, so klasificirane kot krize dojkov.

Vir: Kaminsky in Reinhart (1999, 480)

Priloga B: Letna stopnja povečevanja maloprodajnih cen na Japonskem med letoma 1968 in 1975 (v odstotkih)

Leto	V%
1968	5,5
1969	5,2
1970	7,6
1971	6,3
1972	4,3
1973	11,7
1974	21,0
1975	11,9

Vir: Mandel (1986, 25)

Priloga C: Gibanje obrestne mere Ameriške Centralne Banke (FED) med letoma 1997–
2002 (v odstotkih)

Datum	Obrestna mera (v %)
25 Mar 97	5,50
29 Sep 98	5,25
15 Oct 98	5,00
17 Nov 98	4,75
30 Jun 99	5,00
24 Aug 99	5,25
16 Nov 99	5,50
2 Feb 00	5,75
21 Mar 00	6,00
16 May 00	6,50
3 Jan 01	6,00
31 Jan 01	5,50
20 Mar 01	5,00
18 Apr 01	4,50
15 May 01	4,00
27 Jun 01	3,75
21 Aug 01	3,50
17 Sep 01	3,00
2 Oct 01	2,50
6 Nov 01	2,00
11 Dec 01	1,75
6 Nov 02	1,25

Vir: Federalreserve (2010)

Priloga D: Realna rast BDP (odstotna sprememba glede na preteklo leto)

