

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO  
**BOJ PROTI FINANČNI KRIZI V ZDA**

Ljubljana, avgust 2011

TJAŠA GORC

## **IZJAVA**

Študentka TJAŠA GORC izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Tjaše Redek , in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 MAKROEKONOMSKI POLOŽAJ V ZDA PRED KRIZO</b> .....	<b>2</b>
1.1 Makroekonomsko stanje ZDA do leta 2000 .....	2
1.2 Gospodarske razmere v obdobju med 2000 in 2006 .....	3
<b>2 ORIS FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE V ZDA</b> .....	<b>5</b>
2.1 Analiza vzrokov krize.....	6
2.1.1 Gibanje obrestne mere in velika likvidnost .....	6
2.1.2 Dolgoročen trend rasti cen nepremičnin .....	7
2.1.3 Vpliv sekuritizacije .....	9
2.1.4 Vloga agencij za ocenjevanje tveganj .....	10
2.2 Makroekonomsko stanje od leta 2007 do leta 2011 .....	11
<b>3 UKREPI PROTI KRIZI</b> .....	<b>14</b>
3.1 Ukrepi denarne politike .....	15
3.1.1 Zniževanje obrestne mere .....	15
3.1.2 Ukrepi FED, namenjeni ohranjanju likvidnosti in stabilnosti finančnih institucij ..	16
3.1.3 Neposredna pomoč finančnim institucijam .....	18
3.2 Ukrepi fiskalne politike .....	19
3.3 Predlogi regulatornih sprememb .....	22
<b>4 ANALIZA UČINKOVITOSTI UKREPOV</b> .....	<b>23</b>
<b>5 TRENUTNO STANJE IN NAPOVED ZA PRIHODNOST</b> .....	<b>24</b>
<b>SKLEP</b> .....	<b>27</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>29</b>

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Stopnja realne rasti BDP v ZDA, izražena v %, od leta 1989 do leta 2010 .....	2
Slika 2: Stopnja brezposelnosti v ZDA, izražena v %, od leta 1990.....	3
Slika 3: Izdani derivati komercialnih bank v ZDA (v 1000 milijard dolarjev) v obdobju med letoma 1990 in 2007 .....	4
Slika 4: Gibanje obrestnih mer v ZDA, izraženo v %, od leta 2001 do 2006 .....	6
Slika 5: Povprečna letna stopnja rasti cen nepremičnin v ZDA na leto (v %) od leta 1968 do 2008.....	8
Slika 6: Realna gospodarska rast BDP v ZDA po posameznih kvartalnih od leta 2005 do 2011, izražena v % .....	12

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Pregled ukrepov FED od leta 2007 do leta 2009 .....	16
Tabela 2: Napoved IMF za rast realnega BDP-ja, stopnjo inflacije, bilanco stanja in stopnjo brezposelnosti za leto 2011 in 2012 za ZDA .....	25

## UVOD

Za nastanek krize, ki se je pojavila junija 2007, so v večjem delu odgovorne prav ameriške oblasti, saj so z neutemeljeno finančno politiko, inovacijami, deregulacijo in spodbujanjem lastništva nepremičnin privedle do nastanka tako imenovanega nepremičninskega balona.

Mnoge finančne institucije so začele spodbujati nove oblike finančnih instrumentov. Prihajalo je do številnih drugorazrednih posojil, ki so začela izrivati prvorazredna posojila. V času pred finančno krizo se je število drugorazrednih posojil zaradi nizkih obrestnih mer, ki so spodbudile povpraševanje, še povečalo. Tako so si posojilo lahko privoščili tudi tisti, ki niso bili kreditno sposobni in niso imeli nikakršne možnosti odplačevanja posojil. Obresti so se po letu 2004 povečevale, banke pa so poostrele pogoje odplačevanja, kar je povečalo število tistih, ki niso mogli odplačevati dolga. Posledica tega je bila velika količina neodplačanih nepremičnin, ki so se v kratkem času znašle v lasti banke in jih ni bilo mogoče prodati. Tako se je porušil sistem, za katerega je na začetku veljalo prepričanje, da bo zelo dobičkonosen in uspešen.

Zaradi padca cen nepremičnin in ameriških vrednostnih papirjev v Združenih državah Amerike je prišlo do gospodarske krize. Ta pojav mnogi imenujejo »pok balona«, ki je povzročil finančno krizo, ki pa se je prenesla še v realni sektor. Vlada Združenih držav Amerike in številne institucije so se morale na pojav krize odzvati hitro in učinkovito. Skušale so omiliti posledice krize in vzpostaviti stabilno gospodarsko stanje. Ker so trgi med seboj povezani, je kriza hitro prerasla v problem svetovnih razsežnosti. Posledice krize pa se še danes odražajo v ameriškem in svetovnem gospodarstvu; tako se Združene države Amerike še vedno borijo s finančno in gospodarsko krizo.

Namen diplomske naloge je predstaviti vzroke in najti krivce za nastanek finančne krize ter pojasniti njeno razširitev v gospodarsko krizo. Čim bolj nazorno bom predstavila ukrepe Združenih držav Amerike proti finančni krizi ter analizirati njihovo uspešnost. Cilj diplome je ugotoviti posledice finančne krize in opisati trenutno stanje v Združenih državah Amerike.

V diplomskem delu v prvem delu podrobneje predstavim makroekonomsko ozadje pred krizo in zakaj je do te krize prišlo. V drugem poglavju so opredeljeni glavni vzroki za pojav finančne krize, obenem pa tudi sam potek in razvoj. V tretjem poglavju predstavim monetarne in fiskalne ukrepe ter predloge regulacij, ki so jih uporabljale Združene države Amerike in centralne banke za soočanje s krizo. V četrtem poglavju analiziram učinkovitost ukrepov, in sicer ali so bili ukrepi uspešni, dovolj hitri in kako so vplivali na gospodarstvo. V zadnjem poglavju opredelim makroekonomsko stanje do sredine leta 2011 ter predstavim napoved za leto 2011 in 2012.

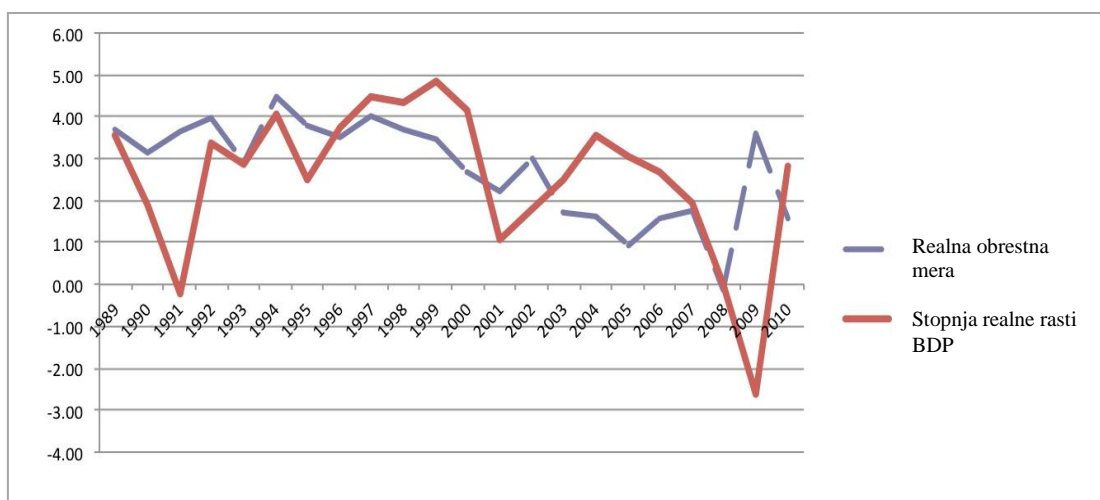
# 1 MAKROEKONOMSKI POLOŽAJ V ZDA PRED KRIZO

Rast globalne ekonomije je bila v zadnjih dveh dekadah prekinjena s številnimi manjšimi finančnimi krizami (azijska kriza 1997, dogajanje v Latinski Ameriki sredi leta 1990, kriza v Mehiki in Braziliji 1994). Vendar pa se kriza v letu 2007/2008 močno razlikuje od prejšnjih, saj se je razširila po vsem svetu. Na potek in tudi na sam nastanek krize je poleg drugih vzrokov vplivalo makroekonomsko stanje pred krizo, zato bom opisala najprej stanje pred krizo: gospodarski cikel od leta 1990 do 2000 ter cikel od leta 2000 naprej. Razložila bom tudi, zakaj je bila rast Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA) v teh obdobjih visoka, kako sta na rast vplivala varčevanje in trgovina ter kaj se je posledično dogajalo na nepremičninskem in finančnem trgu.

## 1.1 Makroekonomsko stanje ZDA do leta 2000

Od leta 1990 pa do 2000 je bilo gospodarstvo v dolgotrajni ekspanziji. Rast bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) se je glede na obdobje pred 1990 povečevala, stopnji brezposelnosti in inflacije pa sta bili nižji. Glavni razlog za izboljšanje stanja je bila povečana uporaba informacijske tehnologije in povezanost med državami po svetu. Sektor informacijske tehnologije je v tistem času predstavljal 4,1 % ameriškega BDP. To je povečalo trgovanje ter povzročilo dodaten vir kapitala, zato se je rast produktivnosti vzpenjala, gospodarska rast pa se je povečala (Kuttner, 2010, str. 408). Slika 1 prikazuje gibanje realne stopnje rasti BDP in realne stopnje obrestnih mer, izraženo v odstotkih, od leta 1989 do leta 2010. Povprečna realna rast BDP je bila med leti 1995 in 2000 na najvišji ravni 4,1 %, konec leta 1999 pa je dosegla vrh s 5 % (Krugman, 2011).

Slika 1: Stopnja realne rasti BDP v ZDA, izražena v %, od leta 1989 do leta 2010



Vir: P. Krugman, 2011.

Zaradi visoke gospodarske rasti sta bili brezposelnost in povprečna inflacija v tem obdobju na najnižji ravni. Slika 2 prikazuje stopnjo brezposelnosti od leta 1990. Po letu 1990 je stopnja brezposelnosti močno naraščala in je bila najvišja leta 1993. Po tem letu pa se je začela

zmanjševati in je sredi leta 1997 padla pod 5 %, leta 2000 pa je bila na najnižji stopnji, in sicer 4,1 % (Krugman, 2011). Povprečna inflacija v obdobju petih let od leta 1995 do 2000 je bila 1,7 %, kar je najnižja raven od leta 1960. Hkrati pa so se začele povečevati tudi plače, zato je centralna banka Federal Reserve (v nadaljevanju FED) morala zaostri monetarno politiko, da bi upočasnila gospodarsko rast (Taylor & Williams, 2009, str. 62).

*Slika 2: Stopnja brezposelnosti v ZDA, izražena v %, od leta 1990*



*Vir: U. S. Department of Labour, Unemployment rate since 1990, 2010.*

Ker je bilo gospodarstvo v tem obdobju v ekspanziji, se je povečevalo tudi zanimanje za finančne instrumente in nakup nepremičnin. Ljudje so bili bolj zaupljivi zaradi dobrega ekonomskega stanja, zato so bili pripravljene varčevati več ali pa se dolgoročno zadolžiti. Trg vrednostnih papirjev je dobil večjo vlogo kot kadar koli prej. Približno 35 milijonov Američanov je imelo v lasti navadne delnice, ostalih 45 do 50 milijonov pa imelo v lasti delnice posredno preko pokojninskih skladov. Trgovanje z vrednostnimi papirji je zmanjšalo zunanji deficit, saj so v prvi polovici leta 1998 tuji investitorji kupili za 82 bilijonov dolarjev vrednostnih papirjev v primerjavi s prvo polovico devetdesetih let, ko so jih kupili približno za 20 bilijonov dolarjev. Od leta 1996 pa do leta 2001 so beležili presežek v bilanci stanja. V letu 2000 je bil presežek na najvišji ravni, okoli 2 %, v primerjavi z letom 1991, ko so beležili deficit okoli 4 % (Krugman, 2011). Javni dolg se je zaradi zadolževanja strmo povečeval in je v letu 1990 dosegel že stopnjo 55 % ameriškega BDP. Leta 1995 je Alan Greenspan, guverner FED, opozoril na prekomerno rast trga vrednostnih papirjev, mnogi analitiki pa so bili že zaskrbljeni glede pojava nepremičninskega mehurčka (Hale, 1999).

## 1.2 Gospodarske razmere v obdobju med 2000 in 2006

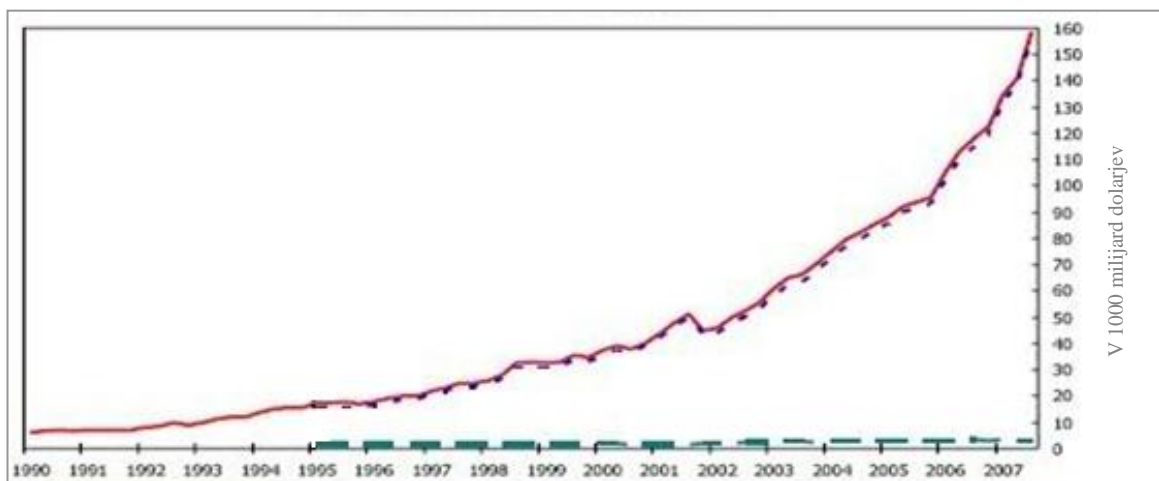
V letu 2000 je bil finančni trg še vedno v razcvetu. Povprečna realna rast BDP v ZDA je bila približno 3 %, kar je relativno visoko v primerjavi z drugimi razvitimi državami. Gospodarska ekspanzija je bila že skoraj rekordna, vendar pa se je gospodarski cikel ekspanzije v letu 2001 končal zaradi številnih šokov, ki so prizadeli ekonomijo. Stanje se je poslabšalo, ko je prišlo

do poka balona dot-com. Na zmanjšanje gospodarske aktivnosti je obenem vplival tudi teroristični napad na World Trade Center 11. septembra 2001 in pa vojni v Afganistanu in Iraku.

FED je po letu 2001, v času recesije, vodil ekspanzivno monetarno politiko. Financiranje je potekalo predvsem s tiskanjem denarja, obenem pa se je stopnja obrestne mere od 2001 do 2003 zniževala (Mramor, 2010). Konec leta 2000 je bila obrestna mera 6,5 %, v juniju 2003 pa je bila že na ravni 1 %. Gospodarska rast se je upočasnila, inflacija je padala, obrestne mere pa so bile najnižje v zadnjih 45 letih. ZDA se je tako soočala s pojavom recesije (Kuttner, 2010, str. 407).

Zaradi nižanja obrestne mere se je povečalo povpraševanje po posojilih in nepremičninah, kar je povečalo količino kapitalnih tokov. Povečano povpraševanje po premoženju je motiviralo finančni trg za razvoj novih finančnih instrumentov, derivatov in povzročilo nastanek sekuritizacije, ki je razpršila tveganje (Fleckenstein, 2008, str. 89). S pojavom novih finančnih instrumentov, derivatov in sekuritizacije je obseg trga vrednostnih papirjev narasel z enormno hitrostjo. Komerzialne banke so uporabljale derivate za uravnavanje tveganj. Z derivati so lahko razpršile tveganje. Derivati so namreč finančni instrumenti, ki nimajo lastne vrednosti, ampak je njihova vrednost osnovana glede na vrednost drugega blaga, kjer se pričakujejo cenovna nihanja. Po poročanju Banke za mednarodne poravnave (Bank of International Settlements, v nadaljevanju BIS) je trg vrednostnih papirjev od leta 1990 rasel s povprečno stopnjo 32 %. Skupna vrednost izdanih derivatov komercialnih bank je v letu 2002 dosegla 50.000 milijard dolarjev, v drugem kvartalu leta 2006 pa je skupna vrednost izdanih derivatov 50 največjih finančnih institucij dosegla 117.631 milijard dolarjev, po letu 2007 pa je narasla že čez 160.000 milijard dolarjev. Tri največje komercialne banke, J. P. Morgan Chase, Citibank in Bank of America so izdale največ derivatov v primerjavi z ostalimi komercialnimi bankami (Wikrent, 2008).

*Slika 3: Izdani derivati komercialnih bank v ZDA (v 1000 milijard dolarjev) v obdobju med letoma 1990 in 2007*



Vir: Derivatives, 2008.



Slika 3 prikazuje izdane derivate od leta 1990 do leta 2007 v milijardah dolarjev. Skupna vrednost izdanih derivatov se je vsako leto približno podvojila vse do leta 2006, kar je vodilo do napihovanja nepremičninskega balona, in nemogoče je bilo spregledati, da bo prej ali slej prišlo do poka (Gibson, 2007).

Ameriško gospodarstvo si je od krize leta 2001 opomoglo hitreje, kot je bilo pričakovano, saj so bile ZDA v nekoliko boljšem položaju glede valute. Ker je dolar vodilna svetovna valuta, je tako bolj privlačen za tuje investitorje. Tuji investitorji so bili tako pripravljene sprejeti obveznice z ničelno ali celo negativno stopnjo rasti (Vuković, 2008, str. 96). V letu 2004 so se makroekonomski kazalci že obrnili na bolje. Vendar pa so bile obrestne mere še vedno nizke, kar je povzročilo večje zadolževanje in manjše varčevanje. Nizke obrestne mere so vplivale na varčevanje. Zadolževanje se je od leta 2000 do leta 2006 povečevalo, ker je bilo cenejše, varčevanje privatnega sektorja pa se zmanjševalo, saj se je relativno podražilo. To je posledično vplivalo tudi na dolgoročno gospodarsko rast, saj je varčevanje gospodinjstev pomemben vir za financiranje investicij, ki so glavna gonilna sila za rast gospodarstva (OECD, 2007). Stopnja varčevanja je bila v letu 2006 na najnižji stopnji 0,8 %, kar je vplivalo tudi na zmanjšanje gospodarske rasti in na povečanje proračunskega primanjkljaja. Kapitalski tokovi so se stekali v porabo, namesto da bi se porabili za investicije. Javni dolg ZDA se je od leta 1998 stalno povečeval. V letu 2006 so zabeležili najvišji odstotek dolga kot del BDP, ki je dosegel 36,9 % BDP (Thornton, 2006).

H gospodarski rasti je veliko prispevala industrija, največ pa je nanjo vplivalo povečano povpraševanje po nepremičninah in vrednostnih papirjih ter povečana rast cen le-teh (Woodruff, Panek & McInerney, 2007). Cene nepremičnin so od leta 2003 strmo naraščale, kar je povzročilo nastanek nepremičninskega mehurčka. Mehurček je zaradi novih finančnih instrumentov in sekuritizacije začel naraščati (Vuković, 2010, str. 96).

ZDA so močno odvisne od finančnega sektorja, ki zelo prispeva k BDP in zaposlenosti. Širjenje sekuritizacije (listinjenje) drugorazrednih hipotekarnih vrednostnih papirjev je povzročilo nastanek navideznega premoženja z relativno visokimi donosi, kar je vplivalo na visoko rast BDP in nižjo stopnjo brezposelnosti (Clarke, 2011, str. 9). V letu 2006 so imele ZDA dokaj nizko stopnjo brezposelnosti, 4,94 %, kar je bila prednost v primerjavi z drugimi državami (U. S. Department of labour, 2011). Gospodarska rast pa je bila po letu 2000 na najvišji ravni leta 2004, okoli 3,5 %, saj sta bili produktivnost in potrošnja v tem času zelo visoki. Povprečna inflacija v letu 2006 je bila 3,4 %, kar je bilo nad povprečjem v letih od 1997 do 2005, ko je bila 3 %. Tako lahko rečemo, da je bilo makroekonomsko stanje ZDA v letu 2006 zelo dobro, saj so bili vsi makroekonomski kazalci pozitivni (Clarke, 2011, str. 9).

## **2 ORIS FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE V ZDA**

V tem poglavju bom analizirala vzroke, ki so privedli do nastanka finančne krize, nato bom opisala makroekonomsko stanje med finančno krizo med leti 2007 in 2011 ter predstavila potek krize.

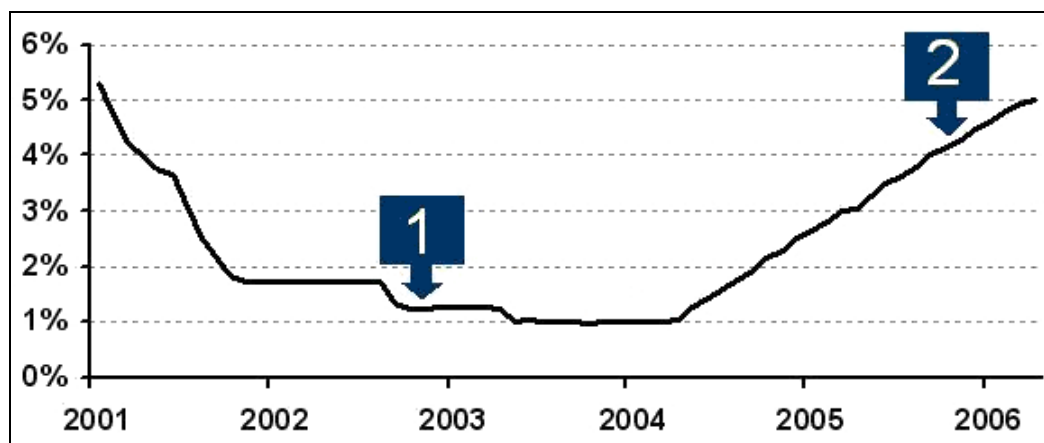
## 2.1 Analiza vzrokov krize

Na nastanek finančne krize je vplivalo več dejavnikov, ki pa se med seboj močno povezujejo. Glavnih neposrednih vzrokov za finančno krizo v ZDA je pet. Prvi je gibanje obrestne mere in velika likvidnost, drugi je dolgoročen trend rasti cen nepremičnin, ostali trije dodatni vzroki pa so vloga agencij za ocenjevanje tveganj, slabosti v nadzoru kapitalskih trgov in agresiven model upravljanja. Tveganje za nastanek krize so povečali tudi nestabilni devizni tečaji, plačilnobilančna neravnotežja in težave v zagotavljanju mednarodne likvidnosti.

### 2.1.1 Gibanje obrestne mere in velika likvidnost

Gibanje obrestne mere je imelo velik vpliv na likvidnost in na rast cen nepremičnin. Po močnih pretresih in po pojavu recesije je FED v letu 2001 začel z zniževanjem obrestne mere, da bi ponovno spodbudili gospodarsko rast. To je močno povečalo likvidnost v finančnem sistemu. Slika 4 prikazuje nihanje stopenj obrestnih mer od leta 2001 do leta 2006. Obrestna mera je bila v letu 2001 5,2 %, v letu 2002 pa je prišlo do nenadnega znižanja in je bila stopnja obrestne malo pod 2 % (Martenson, 2007).

Slika 4: Gibanje obrestnih mer v ZDA, izraženo v %, od leta 2001 do 2006



Vir: C. Martenson, *Low US interest rates ignited unsustainable asset bubbles – Connecting the dots*, 2007.

Med 2003 in 2004 se je stopnja obrestne mere gibala na najnižji ravni okoli 1 %, zaradi česar so se posojila na finančnem trgu izjemno povečala. Poleg znižanja obrestnih mer so znižali tudi standarde za kreditiranje. Finančne institucije so odobravale različne vrste hipotekarnih posojil s fiksno in prilagodljivo obrestno mero. Uporabljali pa so tudi hibridna posojila, kombinirana s fiksno in prilagodljivo obrestno mero, ki so bila najbolj ugodna za kreditojemalce. Zaradi ugodnih posojilnih pogojev se je povpraševanje po kreditih povečalo. Kredite so odobravali ljudem, ki so bili brez rednih dohodkov. Zaradi večjega povpraševanja po kreditih se je posledično povečalo povpraševanje po nepremičninah in vrednostnih papirjih. To povzročilo nastanek novih finančnih instrumentov, ki so se prodajali po višji ceni, kot je bila njihova vrednost (Rant, 2008, str. 40).

Finančni instrumenti so bili s sekuritizacijo preoblikovani v bolj likvidne, ki so jih prodajali finančnim institucijam, da bi znova pridobili premoženje in se izognili nelikvidnosti. Slabi in bolj tvegani finančni instrumenti so imeli višjo vrednost, zato se je povpraševanje po njih povečalo. Na finančnem trgu so se pojavili novi finančni instrumenti, njihova cena pa je vedno bolj naraščala, kar je še povečalo likvidnost (Mrak, 2008, str. 70).

FED je zaradi strahu, da bi gospodarstvo zapadlo v deflacijo, leta 2004 začel zviševati obrestne mere, kar prikazuje slika 4. Ko se je stopnja obrestne mere začela zviševati, so posojilodajalci še dodatno znižali standarde za kreditiranje. Posojila so tako odobraval tudi plačilno nesposobnim kreditjemalcem, saj niso preverjali dohodkov in premoženja. Ta posojila so poimenovali »ninja« posojila (angl. *no incom, no job, no asset*). Obrestne mere so naraščale vse do leta 2006, kar prav tako prikazuje slika 4. Konec leta 2005 so obrestne mere dosegle raven 4,5 %, v začetku leta 2006 pa so dosegle maksimum pri 5,25 %. Cene nepremičnin in vrednostnih papirjev so začele izgubljati svojo vrednost. Zaradi visoke obrestne mere ljudje niso bili več pripravljeni odplačevati hipotekarnih kreditov, saj se je pojavila možnost, da bi cena nepremičnine padla pod vrednost posojila. Mnogi so vrnil nepremičnino, tako se je ponudba nepremičnin in hipotekarnih vrednostnih papirjev povečala, to pa je vplivalo na še hitrejše znižanje cen nepremičnin in s tem povečanje neplačevanja hipotekarnih kreditov (Martenson, 2007).

### **2.1.2 Dolgoročen trend rasti cen nepremičnin**

Finančna kriza se je začela na trgu hipotekarnih kreditov. Leta 1998 sta Bush in Clinton sprejela zakon, da bi spodbudila gospodarsko rast. Podpirala sta akumulacijo nepremičninskih dolgov in spodbujala komercialne in investicijske banke, da izdajajo hipoteke na osnovi državnih vrednostnih papirjev. To je povečalo investiranje v nepremičnine in njihovo rast cen (Vuković, 2010, str. 95).

V začetku desetletja, vse od leta 2001 pa do leta 2004, je stopnja obrestnih mer strmo padala, standardi za odobritev kredita pa so bili vedno nižji, kar je povečalo povpraševanje po nepremičninah in hipotekarnih kreditih. Banke so odobraval posojila z različnimi obrestnimi merami. Posojila s prilagodljivo obrestno mero in hibridna posojila so bila bolj ugodna za posojilojemalce, vendar pa so bila posojila bolj tvegana. Ljudje so nepremičnine kupovali s sposojenim denarjem, saj so bili krediti zelo poceni. Cene nepremičnin so konstantno rasle, zato je bila to najvarnejša investicija. Špekulanti so verjeli, da se bodo cene nepremičnin in vrednostnih papirjev še dvigovale, zato se je povpraševanje po nepremičninah začelo povečevati. Ameriške banke so od leta 2004 do leta 2006 odobrile za 3200 milijard dolarjev kreditov za nepremičnine (Mrak, 2008, str. 80).

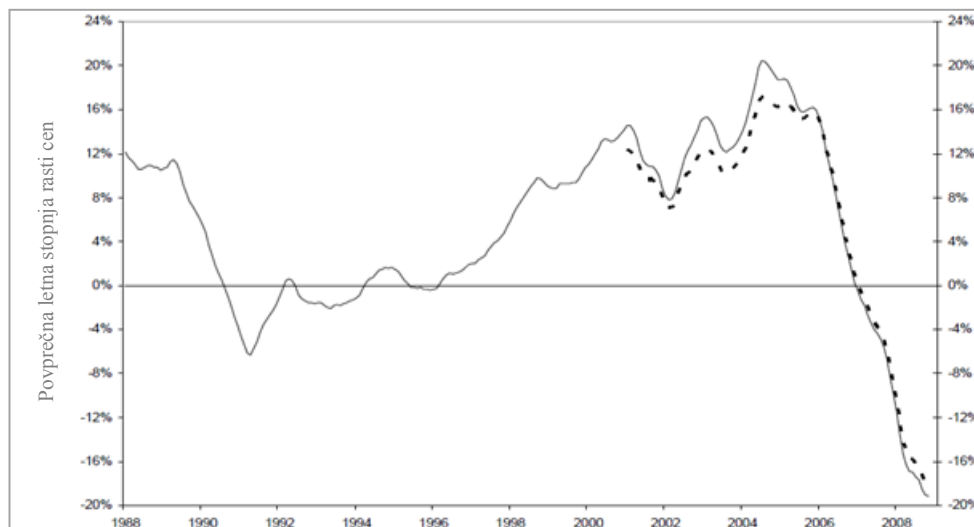
Trg nepremičnin v ZDA se je razdelil na dva dela, ki ju ločimo po kakovosti posojil. Trg prvorazrednih nepremičninskih posojil imenujemo »prime«. Drugorazredni trg, kjer je več tveganih nepremičninskih posojil, imenujemo »subprime«. Kriza se je začela ravno na trgu subprime. Do leta 2000 je bil trg drugorazrednih vrednostnih papirjev zelo majhen. Podpirale

so ga komercialne in investicijske banke, katerih cilj je bil kupovanje nepremičnin s krediti. Te kredite pa so nato preoblikovali v hipotekarne vrednostne papirje (angl. *mortgage-backed-securities*, MBSs) in prodajali naprej. Ti vrednostni papirji so bili enako strukturirani, vendar pa so imeli različna tveganja.

Trg se je tako razširil zaradi ekspanzivne denarne politike, naraščajočih cen hipotekarnih vrednostnih papirjev in nepremičnin ter velike likvidnosti, ki je nastala zaradi novih finančnih instrumentov. Hipotekarne kredite so brez zavarovanja dobivala tudi rizična gospodinjstva z nižjimi dohodki, ki si drugače nepremičnine ne bi mogle privoščiti. Za banke je bil ta riziko majhen, saj so kredit zavarovali z nepremičnino. Ker so cene naraščale, so lahko kasneje vrnjeno nepremičnino prodale po višji ceni. To je vodilo v povečanje dolgov investorjev v nepremičnine ter povečanje povpraševanja bank po novih virih financiranja, kar je vodilo do nastanka nepremičninskega mehurčka (Vuković, 2010, str. 96).

Rast cen nepremičnin se je strmo povečevala od leta 1998 do 2006 (Shiller, 2006, str. 5). Slika 5 prikazuje povprečno letno stopnjo rasti cen nepremičnin na leto od leta 1968 do leta 2008.

*Slika 5: Povprečna letna stopnja rasti cen nepremičnin v ZDA na leto (v %) od leta 1968 do 2008*



*Vir: Standard & Poor's & Fiserv, 2009.*

Schiller (2006) pravi, da so visoke cene samo začasne in so bolj posledica navdušenja investorjev, kot pa ocena njihove prave vrednosti. Hiša, ki je bila konec leta 1998 vredna 110 tisoč dolarjev, je bila sredi leta 2003 vredna že 200 tisoč dolarjev, kar predstavlja 85 % dvig cen. Iz Slike 5 je razvidno da so po letu 2003 cene rasle z več kot 10 % letno stopnjo rasti, do leta 2006 pa je bila letna stopnja rasti cen nepremičnin že 21 %. Cena se je dvigovala, vse dokler ponudba ni preseгла povpraševanja. V letu 2006 je prišlo do zmanjšanja povpraševanja in padca cen nepremičnin.

Dokler so cene nepremičnin naraščale, je trg deloval, zato so banke in posojilojemalci pričakovali, da se bodo posojila odplačevala s tem, ko se bo ustvarilo novo nepremičninsko premoženje. Problem je nastal, ko je FED od leta 2004 postopno začel zviševati obrestne mere zaradi visoke gospodarske rasti. Obroki posojil so se posledično povečali, predvsem posojila s prilagodljivo obrestno mero, katerih je bilo največ. To je povzročilo množičen upad povpraševanja po nepremičninah. Veliko ljudi je svoje nepremičnine vrnilo, ker niso bili več pripravljeni odplačevati kredita, saj je bila takratna vrednost nepremičnin nižja od njihovega dolga. Delež kreditorejmalcev, ki niso bili zmožni odplačevati kredita, je bil v letu 2007 na najvišji ravni, in sicer 5,59 %. Ponudba nepremičnin se je povečala, kar pa se je izrazilo v strmem padcu cen nepremičnin (Mrak, 2008, str. 81).

### 2.1.3 Vpliv sekuritizacije

Eden izmed glavnih vzrokov za nastanek finančne krize je sekuritizacija. S pojavom sekuritizacije na trgu vrednostnih papirjev subprime se je razširila vloga nebančnih finančnih institucij, kar imenujemo bančni sistem v senci (angl. *shadow banking system*). Ta bančni sistem so sestavljale zavarovalnice, investicijske banke in skladi ter drugi hipotekarni posredniki. Sekuritizacija je ustvarila premoženje, ki je bilo preoblikovano iz manj likvidnih finančnih instrumentov v nove, bolj likvidne, ki so se prodajali na sekundarnem trgu posebnim finančnim institucijam. Za odkupovanje premoženja so ustanovili posebna specializirana podjetja (angl. *special purpose vehicle*, v nadaljevanju SPV). Ti SPV niso bili dolžni prikazovati izvedenih finančnih instrumentov v svojih bilancah. Tako izpostavljenost bank ni bila realna in negotovost je bila še večja (Mrak, 2009, str. 28).

Vlada je ustanovila posebne finančne institucije GSE (angl. *Government sponsored enterprises*). Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) je vladna agencija, ki je v lasti države, Federal Home Loan Mortgage Corporation (*Fannie Mae*) in Federal Loan Mortgage Corporation (*Freddie Mac*) pa sta delniški družbi v zasebni lasti. Te družbe so imele glavno vlogo pri ustvarjanju nepremičninskega balona, saj so za posojila nudile garancijo. Tako se je vloga sekuritizacije povečala, saj se je vedno več kreditnega tveganja prenašalo na nebančne finančne institucije, ki pa niso bile pod nadzorom države. Fannie Mae in Freddie Mac sta imeli možnost obdržati posojila kot vir mesečnega dohodka ali pa »prepakirati« posojila in jih prodajati na trgu investitorjem kot hipotekarne vrednostne papirje (Vuković, 2010, str. 98). Leta 1999 je Fannie Mae začela zniževati kriterije za nakup nepremičnin od bank, ki so izdajale hipotekarne obveznice (angl. *Mortgage Backed Securities*, MBS). Ti dve nebančni instituciji nista imeli dobro usposobljenih kadrov za ocenjevanje tveganja, zato sta se zanašali na agencije za ocenjevanje tveganj. Žal se niso zavedali, kakšno tveganje prevzemajo, saj te ocene niso bile zanesljive. Denar so posojale tako bančne kot nebančne institucije, zato se je količina hipotekarnih posojil od leta 1998 do 2003 štirikratno povečala (Friedman, 2009, str. 145).

Banke in finančne institucije so imele terjatve načeloma zavarovane. V primeru hipotekarnih posojil so banke zavarovale kredite s posebnimi CDO-ji (angl. *Collateralized debt*

*obligations*, CDOs). Ti instrumenti so delovali kot zavarovalne police, saj so v primeru neplačevanja posojil garantirali poplačilo. CDO-ji so bili shranjeni v ameriških zavarovalnih družbah, kot je AIG (angl. *American International Group*). Slabost tega sistema je bila, da je bil osnovan na stalni rasti cen nepremičnin in vrednostnih papirjev, brez predvidevanja tveganosti padca cen (Clarke, 2011, str. 9). Ko so cene nepremičnin začele padati, so CDO-ji naprej povečali tveganja na drugih stabilnih trgih. Ko pa so nebančne institucije postale nestabilne, se je problem »shadow bankinga« razširil tudi na uradni bančni sektor (IMF, 2009b).

Banke so se želele znebiti svojih dolgoročnih terjatev, zato odobrenih naložb niso hranile v bilanci. Pobrале so vse vrednostne papirje, jih preoblikovale in prodajale stabilnim finančnim institucijam kot dolžniške vrednostne papirje. Razlog, da so banke vlagale v strukturirane vrednostne papirje, je bila višja donosnost od običajnih dolžniških vrednostnih papirjev, saj so zaradi visoke bonitetne ocene prinašali večje dobičke. Banke so uporabljale denar od prodaje teh posojil za nakup novih hipotekarnih kreditov in tako se je cikel nadaljeval (Mrak, 2009, str. 28). Ko so nepremičnine izgubljale vrednost, so banke zunajbilančne izgube prenašale nazaj. Banke so morale odpisati dolgove ali pa vzeti posojila nazaj v bilanco, saj bi drugače družbe izgubile ugled in propadle. Finančne institucije z največjimi izgubami so se morale dokapitalizirati, kar pa je vplivalo na njihovo profitabilnost in nestabilnost, likvidnost v finančnem sistemu pa se je zmanjšala (Costello, 2008). Ko so ustavili trgovanje z vrednostnimi papirji, so banke potrebovale večjo likvidnosti, vendar so se pogoji kreditiranja med bankami zaostriili zaradi nezaupanja, kar je privedlo do še večje nelikvidnosti na medbančnem trgu (Levine, 2010, str. 5).

#### **2.1.4 Vloga agencij za ocenjevanje tveganj**

Zaradi visoke gospodarske rasti so bili investitorji v vrednostne papirje optimistični in bili pripravljeni prevzeti večje tveganje, saj so pričakovali, da bo vrednost nepremičnin še naprej naraščala. Razlog za pojav krize je tudi v agresivnem upravljanju, saj so lastniki bank in menedžerji zaradi pohlepa po višjih dobičkih dopustili agencijam za ocenjevanje tveganj, da postavijo višje ratinge obveznicam. Te agencije so bile zasebne družbe pod nadzorom države. Največje agencije so bile Fitch Ratings, Standard and Poor's in Moody's, ki jim je komisija za nadzor vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission*, SEC) leta 1975 omogočila oligopolni položaj na trgu (Vuković, 2010, str.108).

Agencije za ocenjevanje tveganj so izdajale ocene o tveganosti neplačila oziroma so morale podati oceno o kreditni sposobnosti posojilojemalcev. Vloga agencij je bila glavni akter pri nastanku finančne krize, saj so CDO-jem oziroma drugorazrednim hipotekarnim vrednostnim papirjem dodeljevale dobre rating ocene. CDO-je so razdelili v tri razrede; razred z najvišjo bonitetno oceno AAA je prinašal manjše obresti, hipotekarna posojila z nižjo boniteto, ki so bila bolj tvegana pa so prinašala višje obresti (Bartlett, 2010).

Oddelek za upravljanje s tveganji je za obveznice postavil nižje ocene kot pa agencije. Lastniki bank so raje sodelovali z agencijam za ocenjevanje tveganj, saj so te dajale višje ocene. Problem teh rating agencij je bil, da niso imele posebnega nadzornega organa, hkrati pa so bile zaščitene pred konkurenco. Agencije so delovale v neskladju s svojim poslanstvom. Svoje ocene so postavile glede na kakovost izdanih vrednostnih papirjev in niso bile pozorne na plačilno sposobnost kreditorejmalcev (Mrak, 2008, str. 70). Dajale so višje ocene tudi za bolj tvegane vrednostne papirje, tudi zato ker so izdajatelji obveznic plačevali rating agencijam za ocene. Agencije niso odgovarjale za ocene, ki so jih izdajale, prav tako tudi ne za podatke, ki so jih pridobile za ocenjevanje, in le-teh tudi niso preverjale. Tako lahko rečemo, da je bila finančna kriza povzročena zaradi pomanjkanja regulacije na bančnem trgu, saj so banke le izkoristile priložnost, ki jim je bila dana. V primeru, da bi agencija dajala slabe ocene, bi začela izgubljati na ugledu, izgubili bi stranke in sledil bi propad agencije (Levine, 2010, str. 8). Agencije so pričakovale, da bodo vrednosti nepremičnin vselej naraščale, zato so investitorjem v obveznice obljubile, da bodo v primeru neplačevanja kreditorejmalcev zasegle nepremičnino in jo prodale po enaki ali višji ceni, kot je vrednost posojila (Bartlett, 2010).

Kredibilnost ocen finančnih instrumentov se je v oktobru in novembru 2007 strmo znižala, saj so po podrobni raziskavi ugotovili, da so vrednostni papirji, kot so CDO, MBS in ABS (angl. *Asset Backed Securities* – obveznice, zavarovane z drugimi finančnimi naložbami), precenjeni. Vrednost nepremičnin in obveznic je čez noč skokovito upadla, zato so investitorji masovno začeli prodajati svoje vrednostne papirje in nepremičnine, vendar pa povpraševanja ni bilo. Tako se je obenem ustavila tudi rast nepremičnin, kar je privedlo do poka nepremičninskega balona (Bartlett, 2010).

Po poku nepremičninskega balona so najbolj kredibilne agencije začele izgubljati na dobičkonosnosti, saj so njihovi visoko ocenjeni finančni instrumenti izgubili na vrednosti. Tako so morali kasneje zaradi lastnih napak odpisati milijonske zneske slabih terjatev. Ker pa so v te vrednostne papirje investirali tudi tuji vlagatelji, tudi največje centralne banke in večina evropskih bank, so ti začeli krožiti po vsem svetu in kriza se je hitro začela širiti (Mrak, 2008, str. 71).

## **2.2 Makroekonomsko stanje od leta 2007 do leta 2011**

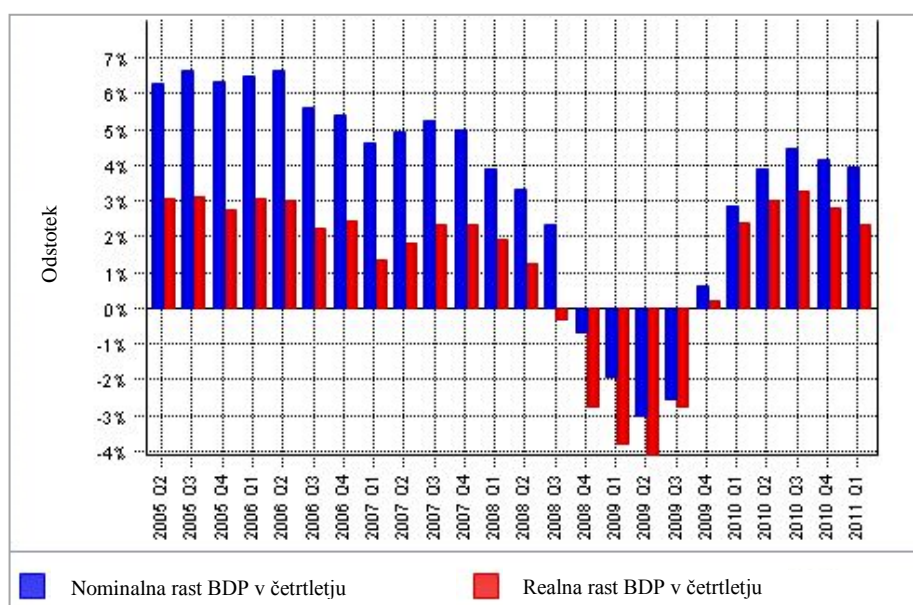
Po letu 2006 so se razmere v gospodarstvu začele poslabševati. Glavni razlog za poslabšanje gospodarskega stanja je bilo povišanje obrestnih mer. Zaradi dragih kreditnih pogojev so posamezniki začeli vračati nepremičnine, saj je bil njihova cena nižja od dolga, ki so ga morali odplačevati. To je močno vplivalo na trg nepremičnin, saj se je povpraševanje po nepremičninah zmanjšalo, kar je povzročilo tudi padec vrednosti cen nepremičnin. Zaradi padca cen nepremičnin posojilojemalci niso bili več pripravljeni odplačevati svojih dolgov, zato so predčasno prekinili hipotekarno financiranje in prodali nepremičnino po nižji ceni od tržne, kar je še dodatno povečalo ponudbo nepremičnin. Vse to je povzročilo pok nepremičninskega balona, ki je nastajal vse od leta 2000 (Guillen, 2010, str. 2).

Bonitetne agencije so zaradi nadaljevanja padanja vrednosti cen nepremičnin preverile ocene sekundarnih hipotekarnih vrednostnih papirjev in ugotovile, da so njihove ocene previsoke. Junija 2007 so se tako ocene teh instrumentov skokovito znižale (Kregel, 2008, str. 19). Investitorji niso imeli več zaupanja v ocene vrednostnih papirjev, zato niso bili več pripravljeni investirati. To je še dodatno skrčilo trg in povečalo pritisk na finančne institucije (Policy Statement on Financial Market Developments, 2008).

Kriza se je jeseni 2007 začela hitro poglobljati. Zaradi neplačevanja hipotek in odpisov drugorazrednih posojil so se pojavili problemi na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Investitorji v sekundarne hipotekarne vrednostne papirje so začeli zaznavati izgube vrednosti finančnih instrumentov, ki so jih imeli v lasti. Finančne institucije so bile prezadolžene, zato so z namenom zmanjšanja dolgov začele prodajati premoženje in hipotekarne vrednostne papirje. Padeč cen in zmanjšanje ratingov vrednostnih papirjev leta 2007 in 2008 je močno vplivalo na izgube kapitala podjetij. Konec leta 2007 je bilo preko 70 % izgub bank posledica strukturiranih finančnih instrumentov in sekuritizacije (IMF, 2011a).

Vrednost dolarja je upadla, prav tako vrednost borznih indeksov, premije za tveganje pa so se povešale. Raven medbančnih obrestnih mer se je povečala. Banke pa so, namesto da bi posojale svoje depozite po višjih obrestnih merah, raje hranile denar pri centralnih bankah. Posojila podjetjem in gospodinjstvom so bila bistveno dražja, tudi pogoji za pridobitev posojila so bili strožji (Costello, 2008). Dogajanja na finančnih trgih pa so hitro vplivala tudi na realno gospodarstvo: gibanje BDP, brezposelnost, inflacijo, javni dolg in deficit.

Slika 6: Realna gospodarska rast BDP v ZDA po posameznih kvartalih od leta 2005 do 2011, izražena v %



Vir: Data 360, 2011.



Slika 6 prikazuje stopnje realne rasti BDP po posameznih kvartalih od leta 2005 do leta 2011. Realna rast BDP je bila v letu 2005 dokaj stabilna, v povprečju se je gibala okoli stopnje 3,2 %. V letu 2006 in 2007 pa se je gospodarska rast zaradi finančne krize postopoma začela zmanjševati. V zadnjem kvartalu leta 2006 je bila stopnja realne rasti 2,4 %. V drugem kvartalu leta 2007 se je zaradi pojava finančne krize in šokov na finančnem trgu realna rast BDP znižala na 1,8 %. Po številnih ukrepih se je kasneje realna rast BDP nekoliko povišala, v zadnjem kvartalu leta 2007 je znašala 2,8 %. V letih 2008 in 2009, ko se je kriza preselila iz finančnega v realni sektor, so beležili negativno gospodarsko rast. V tretjem kvartalu leta 2008 so prvič zabeležili negativno stopnjo rasti. Konec leta 2008 je bila stopnja rasti že na ravni -2,8 %, v drugem kvartalu leta 2009 pa je bila na najnižji ravni, in sicer -4,1 %. Glavni razlog za recesijo v ZDA je bila manjša domača potrošnja, ki je bila posledica finančne krize (Data 360, 2011). V prvem četrtletju leta 2010 se je gospodarska rast že okrepila na 2,4 %. V prvem kvartalu leta 2011 so zabeležili 2,3 % realno rast BDP. Na višjo gospodarsko rast je vplivala višja domača potrošnja, saj so Američani zaradi optimizma in ukrepov vlade svojo porabo v letu 2010 povečali za 4,4 %, kar je največ od leta 2006 (John, 2011).

Zaradi padca gospodarske rasti se je povečala tudi brezposelnost. Pred gospodarsko krizo je brezposelnost v ZDA dosegla minimum v drugem četrtletju leta 2007, ko je bila 4,5 %. Brezposelnost se je od 2007 do leta 2010 podvojila. Konec leta 2008 je bila stopnja brezposelnosti 6,5 %, saj so delodajalci novembra ukinili 533.000 delovnih mest, kar je največ v 34 letih. V zadnjem kvartalu leta 2009 je bila stopnja brezposelnosti že 10 %. Po letu 2009 se je stopnja brezposelnosti postopoma zniževala. V prvem kvartalu leta 2010 je bila stopnja brezposelnosti na ravni 9,7 %. Marca 2011 so delodajalci odprli 216.000 delovnih mest. Tako je stopnja brezposelnosti prvič po dveh letih padla pod 9 % na raven 8,8 %. Kljub temu da je minilo že dve leti od konca recesije, sta gospodarstvo in trg dela še vedno izjemno šibka. Brezposelnost še nikoli ni bila visoka tako dolgo po recesiji kot sedaj. V enakem obdobju po prejšnjih treh recesijah je bila namreč povprečna stopnja brezposelnosti le 6,8 %. Po poročanju ameriške tiskovne agencije so na manjše zaposlovanje v prvi polovici leta 2011 deloma vplivali tudi nekateri začasni dejavniki. Visoke cene goriva so zmanjšale domačo potrošnjo, obenem pa se je zaradi potresov na Japonskem marca 2011 upočasnila tudi proizvodnja v ZDA (The U. S. Department of Labour, 2011).

Javni dolg ZDA, ki ga ima država do imetnikov njenih obveznic in vrednostnih papirjev, se od leta 2007 vztrajno povečuje. V letu 2008 je prvič v zgodovini presegel mejo 10.000 milijard dolarjev, torej več kot 80 % vsega ameriškega BDP-ja. Konec leta 2009 je dolg dosegel zgornjo mejo 12.100 milijard dolarjev. Mejo so kasneje povečali na 14.300 milijard dolarjev, ki pa so jo dosegli maja 2011. Guverner ameriške centralne banke FED, Ben Bernanke, je junija 2011 pozval vlado, naj poviša mejo javnega dolga ZDA, drugače bodo škodovali gospodarstvu. Načrt je, da se meja dolga dvigne za 2500 milijard dolarjev, kar bi zadostovalo do leta 2013 (Bernanke pozval k dvigu meje javnega dolga ZDA, 2011).

Pojav finančne krize pa je pozitivno vplival na zunanjetrgovinski primanjkljaj. Vrednost dolarja je po letu 2007 začela padati, kar je vplivalo na cene in posledično na izvoz in uvoz.

Razlog za manjši primanjkljaj je v rekordnem izvozu zaradi šibkega dolarja, ki je v tujini pocenil ameriške izdelke. V letu 2007 je bil tečaj dolarja za evro 1,29 USD/EUR, v juliju 2008 pa je bil tečaj že 1,57 USD/EUR (American Dollars to 1 EUR in 2008, 2008). Primanjkljaj v zunanji trgovini ZDA se je postopoma zniževal in je novembra 2008 znašal že 40,4 milijarde dolarjev, kar je najmanj od novembra 2003. Nižji primanjkljaj je tudi posledica padca uvoza, za katerega so zaslužne predvsem nižje cene in zmanjšana količina uvožene nafte. Cena nafte je julija 2008 dosegla rekordno vrednost 147 dolarjev za sod, kar je vplivalo zmanjšanje uvoza in tudi na povišanje inflacije. Avgusta 2008 se je stopnja inflacije v ZDA na letni ravni povzpela na 5,6 %, kar je najvišje v zadnjih 17 letih. Cena nafte se je avgusta 2008 spustila na raven okoli 116 dolarjev, oktobra pa na 85 dolarjev za sod. V letu 2009 je bila inflacija 2,7 %, 2010 pa je inflacija znašala v povprečju 1,5 % (Rekordna inflacija v ZDA, 2010 ). Ameriški izvoz je novembra 2009 porasel za 0,9 %, zunanji trgovinski primanjkljaj se je zmanjšal na 36,4 milijarde dolarjev. V letu 2010 je zaradi finančne in gospodarske krize občutno upadla zasebna potrošnja. V letu 2011 se je zaradi večjega povpraševanja ameriški izvoz povečal, posledično se je nekoliko zmanjšal zunanjetrgovinski primanjkljaj, ki je aprila 2011 znašal 43,7 milijarde dolarjev (North America United States, 2009).

V letu 2007 je proračunski primanjkljaj dosegel 763,6 milijarde dolarjev, kar je 6,5 % več kot leto prej. Ameriški proračunski primanjkljaj je v proračunskem letu 2009, ki se je končalo 30. septembra, dosegel rekordnih 1.420 milijard dolarjev, kar je več kot 10 % celotnega ameriškega BDP-ja. Od tega je bilo 700 milijard dolarjev namenjeno za program za stabilizacijo finančnega sistema, 870 milijard dolarjev pa je bil vreden paket javnofinančnih spodbud. V proračunskem letu 2010 je proračunski primanjkljaj ZDA po uradnih podatkih ministrstva za finance znašal 1.294 milijard dolarjev. To je 122 milijard dolarjev manj kot v proračunskem letu 2009, kar je še vedno veliko več od dovoljene meje 3 % (Zunanjetrgovinski primanjkljaj ZDA na desetmesečnem vrhu, 2010).

Preostali makroekonomski kazalci so spodbudni: ameriška gospodarska rast je v zadnjem četrtletju leta 2010 na letni ravni znašala 3,2 %, proizvodnja se hitro povečuje, prav tako poraba in povpraševanje, medtem ko se zunanjetrgovinski primanjkljaj zmanjšuje. Delniški trgi so bili v začetku leta 2011 najvišje po poletju 2008 (Okorn, 2011).

### **3 UKREPI PROTI KRIZI**

Ko so se problemi začeli pojavljati v finančnem sektorju in ko se je pokazalo, da lahko ogrozijo ekonomsko stabilnost, so se ZDA pri reševanju krize osredotočile na finančne institucije in kreditni tok gospodinjstev in podjetij. Ukrepe za boj proti krizi lahko v splošnem razdelimo na dva velika sklopa: ukrepe na področju denarne oziroma monetarne politike in pa fiskalne ukrepe. ZDA so v boju proti krizi uporabljale obe vrsti ukrepov, obenem pa so ukrepali tudi na področju regulacije finančnega sistema. V nadaljevanju bom podrobneje predstavila te ukrepe.

### 3.1 Ukrepi denarne politike

Pred koncem leta 2008 je prišlo do zloma finančnih trgov, gospodarska rast je močno upadla, gospodarska kriza pa se je vedno bolj širila, zato je morala ameriška vlada ukrepati z izrazito ekspanzivno monetarno politiko. Po pojavu finančne krize se je FED odzval s številnimi ukrepi in mehanizmi monetarne politike, najpomembnejša mehanizma pa sta bila zniževanje ključne obrestne mere za ponovno spodbuditev gospodarske aktivnosti in operacije na odprtem trgu za ohranjanje likvidnosti.

#### 3.1.1 Zniževanje obrestne mere

FED se je na finančno krizo, ki se je pojavila poleti 2007, odzval z zelo agresivno ekspanzivno monetarno politiko, in to kljub večji inflaciji in zmanjšanju vrednosti dolarja. FED je ukrepal v skladu s cilji monetarne politike, ki so polna zaposlenost, stabilne cene in zmerne dolgoročne obrestne mere. Glavni instrumenti denarne politike, s katerimi upravlja FED, so diskontna stopnja, obvezne rezerve in operacije na odprtem trgu.

Z namenom povečanja likvidnosti je FED spodbujal nakup državnih vrednostnih papirjev. Ti se prodajajo po obrestni meri, ki jo uravnava Zvezni odbor za odprti trg (angl. *Federal Open Market Committee*, FOMC) (Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, 2010). Z namenom, da bi preprečili vpliv finančne krize in povečali gospodarsko rast, so začeli s postopnim zniževanjem obrestne mere, po kateri si banke posojajo čez noč (angl. *federal funds rate*). To obrestno mero uravnava preko operacij na odprtem trgu s prodajo in nakupom državnih vrednostnih papirjev. S tem so želeli povečati povpraševanje po denarju in povečati količino denarja v obtoku. Ključna obrestna mera je bila v prvi polovici leta 2007 5,25 %. Po izbruhu krize so oktobra 2007 znižali ključno obrestno mero za 50 bazičnih točk. Nižanje se je še nadaljevalo, tako da je bila konec leta 2007 ključna obrestna mera 4,25 %. V začetku leta 2008 so znižali obrestno mero na 3 %, maja 2008 pa je bila obrestna mera že na ravni 2 %. Ker so bile ZDA v nevarnosti, da padejo v stagflacijo, je FED moral počakati z znižanjem obrestne mere. Ko je cena nafte upadla in se je inflacija umirila, so lahko oktobra 2008 obrestno mero zopet znižali na 1 %. Ključno obrestno mero v začetku leta 2009 znižali na 0,25 %. V obdobju od leta 2009 pa vse do leta 2011 je FED vzdrževal obrestno mero med 0 % in 0,25 %. Glavni cilj zniževanja obrestnih mer je bil spodbuditev povpraševanja ter tako rešiti gospodarstvo iz krize, vendar pa učinkov teh ukrepov ni bilo mogoče zaznati takoj (Open Market Operations, 2010).

FED ima tudi nadzor nad zadostno količino kapitala v depozitnih institucijah. Nadzor izvaja tako, da določi obvezno rezervo, izraženo v odstotkih, ki jo morajo držati depozitne finančne institucije v obliki denarja ali depozitov pri centralni banki. FED je z namenom povečanja likvidnosti povečal minimalno količino rezerv. Konec leta 2010 so določili, da morajo imeti depozitne finančne institucije, ki imajo od 10,7 milijonov dolarjev do 58,8 milijonov dolarjev obveznosti, minimalno količino rezerv 3 %. Finančne institucije, ki imajo več kot 58,8 milijonov dolarjev obveznosti pa morajo imeti 10 % minimalne količine rezerv pri FED.

Zgornje meja za obveznosti je bila pred krizo v povprečju okoli 45 milijonov dolarjev in se je do leta 2010 povečala na 58,8 milijonov dolarjev (Press Release 2011).

Vlada je podala tudi izjavo, da bo podpirala bančni sistem in zagotavljala kapital ter likvidnost, ki sta potrebna za oživitev gospodarstva in vzpostavitev gospodarske rasti. V letu 2009 je bilo uvedenih kar nekaj sprememb in ukrepov za okrepanje ekonomije. Dva ukrepa, ki ju je uporabila vlada za spopadanje s finančno krizo, sta bila zamrznitev obrestnih mer na sekundarne hipoteke za pet let in uzakonitev zakona, ki dovoljuje pravico za odpis dolga na hipoteke (angl. *Mortgage Forgiveness Debt Relief Act*). Z znižanjem obrestne mere na najnižjo raven je FED izrabila vse možnosti denarne politike za povečanje likvidnosti finančnih institucij, zato je morala uporabiti nove ukrepe za spodbujanje likvidnosti na finančnem trgu (IMF, 2011a).

### 3.1.2 Ukrepi FED, namenjeni ohranjanju likvidnosti in stabilnosti finančnih institucij

FED je izvedel številne ukrepe za ohranjanje likvidnosti finančnih institucij. Hitro se je odzval z likvidnostnimi injekcijami. Z likvidnostno podporo je pomagal finančnim institucijam, tako da je kupoval velike količine slabih vrednostnih papirjev. Tabela 2 podaja kratek pregled ukrepov od leta 2007, v nadaljevanju pa so nekateri natančneje opisani.

*Tabela 1: Pregled ukrepov FED od leta 2007 do leta 2009*

<b>Ukrep</b>	<b>Leto in mesec izvedbe ukrepa</b>
Program začasnih diskontnih okenc (angl. <i>Term Discount Window Program</i> )	avgust 2007
Pomoč zavarovanih posojil (angl. <i>Term Auction Facility, TAF</i> )	december 2007
Program začasnega posojanja vrednostnih papirjev (angl. <i>Securities Lending Facility, TSLF</i> )	marec 2008
Pomoč primarnih kreditov prodajalcem (angl. <i>Primary Dealer Credit Facility, PDCF</i> )	marec 2008
Maiden Lane LLC	marec 2008
Program za likvidnost premoženjsko zavarovanih komercialnih zapisov (angl. <i>Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility, AMLF</i> )	september 2008
Posojilo A.I.G.	september 2008
Program za financiranje komercialnih zapisov (angl. <i>Commercial Paper Funding Facility, CPFF</i> )	oktober 2008
Pomoč investitorjem denarnega trga (angl. <i>Money Market Investor Funding Facility, MMIFF</i> )	oktober 2008
Program posojil za vrednostne papirje, zavarovane s premoženjem (angl. <i>Term Asset Lending Facility, TALF</i> )	november 2008 – marec 2009
Garancije na premoženje banki Citigroup	november 2008

*Vir: K.N. Kuttner, The Fed's response to financial crisis: Pages from the BOJ playbook, or a whole new ball game, 2010, str.414.*

Večje težave na trgu nepremičnin so se začele pojavljati sredi poletja 2007. Finančne institucije so imele zaradi neodplačevanja posojil velike likvidnostne težave, zato so ZDA začele z reševanjem največjih investicijskih bank: Bear Stearns, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch in Goldman Sachs. Te banke so imele sredstva v obliki vrednostnih papirjev, raven kapitala pa je bila zelo nizka. Večina teh bank je bila pred propadom, zato so morale ZDA hitro ukrepati. V juniju je v likvidnostne težave zašla banka Bear Stearns, kar je bil signal FED, da začne z bolj aktivnim ukrepanjem. Začeli so z reševanjem investicijske banke Bear Stearns, kateri je FED zagotovil dodatna finančna sredstva. Merrill Lynch, ki je bila ravno tako pred propadom, je septembra 2008 kupila banko Bank of America, za katero je plačala 50 milijard dolarjev in s tem je nekoliko izboljšala svoj finančni položaj (Baily & Douglas, 2009, str. 5).

Z namenom povečanja likvidnosti je FED avgusta 2007 ustanovil Program začasnih diskontnih okenc (angl. *Term Discount Window Program*). Diskontna stopnja je stopnja, po kateri se lahko banke in druge finančne depozitne institucije kratkoročno zadolžijo pri centralni banki. V okviru programa začasnih diskontnih okenc je FED zmanjšal razliko med diskontno stopnjo in obrestno mero s prvotnih 100 bazičnih točk na 50 bazičnih točk. Marca 2008 je FED še dodatno zmanjšal diskontno stopnjo na 3,5 %, kmalu zatem pa je Svet guvernerjev potrdil zmanjšanje na 2,5 %. Kratkoročno so spremenili trajanje primarnih posojil v tridesetdnevne (Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, 2010).

Z namenom povečanja in ohranjanja likvidnosti je FED 12. decembra 2007 predvidel nov ukrep denarne politike. To so začasna zavarovana posojila v ameriških dolarjih (angl. *Term Auction Facility*, TAF). O začasnih operacijah za zagotavljanje likvidnosti se je FED dogovoril s kanadsko, angleško, evropsko in švicarsko centralno banko, da zagotovi ameriške dolarje na teh območjih. To so bila večja posojila depozitnim institucijam, ki so bila zavarovana z obveznicami, vrednostnimi papirji ali pa s komercialnimi zapisi (Financial Turmoil Timeline, 2010). Prvi dve avkciji sta bili organizirani decembra 2007 z visoko udeležbo, vsaka je dosegla 20 milijard dolarjev. Vrednost izdanih posojil se je povečevala, saj so se avkcije odvijale dvakrat do trikrat na mesec. FED je v začetku maja povečal količino zavarovalnih posojil s 50 milijard na 75 milijard dolarjev. Ta posojila so trajala 28 ali pa 84 dni (Kuttner, 2010, str. 415).

Po propadu banke Bear Stearns je FED ustanovil še dva programa za zagotavljanje likvidnosti na denarnem trgu. To sta bila programa TSLF in PDCF. Program začasnega posojanja vrednostnih papirjev (angl. *Term Securities Lending Facility*, TSLF) je bil uveden z namenom ohranjanja likvidnosti. S tem programom je FED razširila program posojanja vrednostnih papirjev. Povečali so dolžino trajanja posojil ter odobrili sprejem zasebnih vrednostnih papirjev kot poroštvo. Finančne institucije so posojale državne vrednostne papirje z 28-dnevnim rokom v zameno za strukturirane finančne instrumente. Ameriško ministrstvo za finance je s temi operacijami zagotovilo 200 milijard dolarjev pomoči za ohranitev likvidnosti. Uporaba tega instrumenta je pozitivno vplivala na makroekonomske stabilnost, saj je izboljšala stabilnosti nebančnih institucij in delovanje finančnih trgov. Program PDCF

ni imel neposrednega vpliva na likvidnost, vendar je omogočil povečanje kreditov nebančnim institucijam in primarnim prodajalcem (Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, 2010).

Prelomni dogodek, ki je obeležil popoln izbruh finančne krize, je propad ameriške investicijske banke Lehman Brothers Holdings Incorporated, ki se je zgodil 15. septembra 2008. FED in ministrstvo za finance sta septembra pustila propasti eno izmed večjih bank Lehman Brothers, kar je bil signal drugim bankam, da ne bodo več podpirali institucij v težavah. To je bila kritična točka finančne krize. Po propadu Lehman Brothers so se pojavile težave na trgu premoženjsko zavarovanih komercialnih papirjev (angl. *asset-backed commercial paper*, ABCP). Ker je teh komercialnih papirjev primanjkovalo, je bil trg pred zlomom, zato se je FED odzval z vzpostavitvijo Programa za likvidnost premoženjsko zavarovanih komercialnih zapisov (angl. *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility*, AMLF) (Guillen, 2010, str. 8).

V oktobru 2008 se je FED odzval na krizo z vzpostavitvijo dveh novih programov za krepitev denarnega trga in zmanjšanje pritiskov na denarni sklad. Prvi je bil Program za financiranje komercialnih zapisov (angl. *Commercial Paper Funding Facility*, CPFF), ki je zagotavljal posebno likvidnostno varovalko za izdajo komercialnih vrednostnih papirjev. V okviru tega programa je FED kupal komercialne vrednostne papirje prek posojil SPV (angl. *special-purpose vehicle*). V času dveh mesecev je bilo v okviru programa CPFF zbranih preko 300 milijard dolarjev, kar je bil dokaz, da je bil ta program zelo uspešen (Minutes of Federal Open Market Comitee, 2008). V istem mesecu je bil zasnovan Program za pomoč investitorjem denarnega trga, MMIF. Njegov namen je bil spodbuditev likvidnost investitorjev na denarnem trgu. FED je lahko pod okriljem MMIF zagotavljal številna sredstva, ki so spodbujala investitorje k nakupu premoženja. Z namenom, da bi FED povečala likvidnost, je ustanovila Program posojil za vrednostne papirje, zavarovane s premoženjem (angl. *Term Asset Lending Facility*, TALF), ki je bil namenjen oživitvi trga za vrednostne papirje, zavarovane s premoženjem (Baily & Douglas, 2009, str. 8).

### **3.1.3 Neposredna pomoč finančnim institucijam**

Eden od ključnih ukrepov centralnih bank so bila tudi posojila ogroženim finančnim institucijam. Konec marca 2008 je FED izdal posojilo banki JP Morgan Chase & Co. v vrednosti 29 milijonov dolarjev za nakup propadle banke Bear Stearns. Premoženje je bilo kupljeno preko SPV, financiral ga je FED. Te SPV so poimenovali po ulici Maiden Lane, ki poteka za stavbo FED v New Yorku na spodnjem Manhattanu (Kuttner, 2010, str. 417).

FED je pomagal tudi največjima hipotekarnima finančnima družbama Federal National Mortgage Association (v nadaljevanju Freddie Mac) in Federal Home Loan Mortgage Corporation (v nadaljevanju Fannie Mac). Valutni odbor je julija 2008 pooblastil FED, da izda posojilo družbama Fannie Mae in Freddie Mac. Naznanil je začasno povečanje kreditov in odobril nakup dolgov in podjetij, ki jih je podprla država (angl. *government-sponsored*

*enterprise*, v nadaljevanju GSE). Dva dni kasneje je Agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji (angl. *Security Exchange Commission*, SEC) zaradi varnosti izdala ukaz za prepoved kratkih prodaj vrednostnih papirjev družbama Fannie Mae in Freddie Mac ter primarnim prodajalcem komercialnih in investicijskih bank (Guillen, 2010, str. 7). Finančno stanje se je kasneje še poslabšalo, zato je morala vlada septembra po ukazu Zvezne nepremičninske agencije (angl. *Federal Housing Finance Agency*, v nadaljevanju FHFA) prevzeti hipotekarni družbi Fannie Mae in Freddie Mac. Nacionalizacije finančnih ustanov so pripomogle k izboljšanju borznih indeksov na Wall Streetu, vendar le kratkoročno, saj so se ti kmalu poslabšali (Gyntelberg & Fender, 2008).

Finančne institucije so pridobivale vedno večjo politično podporo in zaupanje na nacionalni ravni, saj so bili njihovi interesi v skladu z vladnimi. Širjenje vpliva in moči finančnih institucij je povezano tudi s količino izdatkov za donatorstvo vladnim kampanjam. V letu 2008 je AIG (angl. *American International Group*, AIG) vladi prispevala največ denarja. Ko je AIG zašel v likvidnostne težave in je bil že pred propadom, je užival najvišjo podporo vlade, kljub temu da so pustili propasti banko Lehman Brothers, saj je ta najmanj prispevala v vladne namene. Septembra sta vlada ZDA in FED pomagali največji zavarovalniški družbi AIG (Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, 2010). Da bi preprečili propad, so ji posodili sredstva v višini 85 milijard dolarjev, kasneje v oktobru ji je bilo namenjeno še 37,8 milijarde dolarjev, v novembru pa še dodatnih 40 milijard dolarjev iz 700 milijard dolarjev vrednega paketa, tako da je skupna vrednost posojil znašala že 150 milijard dolarjev in je država pridobila delno lastništvo (Financial Turmoil Timeline, 2010).

Instrumenti denarne politike, s katerimi je ukrepal FED, so bile operacije na odprtem trgu, povišanje obveznih rezerv bank in likvidnostna pomoč bankam in finančnim institucijam. Učinkovitost denarne politike pa je odvisna tudi od ukrepov s področja fiskalne politike in delovanja države.

### **3.2 Ukrepi fiskalne politike**

Fiskalna politika je bila pomembna za vzdrževanje agregatnega povpraševanja in količino premoženja preko podpornih finančnih institucij. Ukrepi vlade so bili osredotočeni na likvidnostno pomoč finančnim institucijam, gospodinjstvom in podjetjem. S pospeševanjem povpraševanja je fiskalna stimulacija pomagala znižati pričakovana neplačila posojil bank.

Z namenom, da bi spodbudili povpraševanje in gospodarsko rast, je takratni predsednik George W. Bush februarja 2008 potrdil sprejetje Zakona o gospodarski stimulaciji 2008 (angl. *Economic Stimulus Act of 2008*). Zakon je predvideval zmanjšanje davkov davkoplačevalcem z nizkimi in srednjimi dohodki ter davčne spodbude za investicije. Z namenom zagotavljanja varnosti na nepremičninskem trgu je vlada sprejela Zakon o nepremičninskem in gospodarskem okrevanju (angl. *Housing and Economic Recovery Act of 2008*). Ministrstvo za finance (angl. *Department of Treasury*) so pooblastili za odkup dolgov in nakup obveznic GSE, nadzor GSE pa so preuredili pod novo Zvezno nepremičninsko agencijo (angl. *Federal*

*Housing Finance Agency*, v nadaljevanju FHFA). Julija 2008 je vlada pomagala nestabilnim finančnim institucijam, ki so imele v lasti hipoteke, katerih vrednost je padala. Novi organizaciji FHFA je odobrila pomoč v višini 300 milijard dolarjev (IMF, 2011a).

Posledice finančne krize so se občutile tudi v avtomobilski industriji. V velike finančne težave so zašli največji avtomobilski velikani General Motors, Chrysler in Ford. Da bi ponovno vzbudili rast, so menedžerji v sodelovanju z vlado zmanjševali število zaposlenih v avtomobilski industriji, ukinili so proizvodnjo nekaterih modelov avtomobilov in financirali nakup novih avtomobilov za starega. Decembra 2008 je vlada namenila pomoč v višini 13,4 milijarde dolarjev, da bi rešila General Motors in Chrysler. General Motors je prejel 9,4 milijarde dolarjev, Chrysler pa 4 milijarde dolarjev. Februarja 2009 je podjetje General Motors ponovno zaprosilo za pomoč v višini 16,6 milijarde dolarjev, Chrysler pa v višini 5 milijard dolarjev. V primeru odobritve finančne pomoči sta se podjetji zavezali za ukinitve delovnih mest in skrajšanje delovnika. Kljub finančni pomoči pa je podjetje General Motors 1. junija 2009 objavilo začetek prisilne poravnave (Obama Administration Auto Restructuring Initiative, General Motors Restructuring, 2009).

V oktobru 2008 je bilo porabljenih 800 milijard dolarjev za stimulacijo gospodarske rasti, ohranitev delovnih mest, povečanje povpraševanja in izboljšanje tehnologije. 600 milijard dolarjev je bilo namenjenih za odkup MBS-jev, 200 milijard dolarjev pa za sprostitev kreditiranja potrošnikov. Kongres je paket sprejel šele, ko so ga dopolnili z dvigom garancije za bančne depozite, davčnimi olajšavami, omejitvijo plač direktorjev in strožjim nadzorom nad porabo sredstev (Financial Turmoil Timeline, 2010).

Gospodarstvo še ni povsem okrevalo, zato je predsednik Barack Obama 17. februarja 2009 podpisal Zakon o okrevanju in reinvestiranju (angl. *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*). Zakon je bil namenjen ponovnemu zagonu gospodarstva, ustvarjanju in ohranjanju delovnih mest in zmanjšanju plačil davkov. Vključeval je ukrepe za modernizacijo infrastrukture, razširitev priložnosti v izobraževanju, izboljšanje zdravstvene oskrbe, olajšave za znižanje davkov in socialno zaščito najrevnejšim. Za spodbuditev povpraševanja so v okviru zakona namenili 787 milijonov dolarjev. Kongres je 288 milijard dolarjev od celotnega paketa namenil za znižanje davkov in socialnih pomoči družinam in podjetjem, 224 milijard dolarjev je bilo namenjenih socialnim programom, ki so vključevali olajšave za brezposelne, zdravstveno oskrbo in spodbujanje izobraževanja, s čimer naj bi pomagali 9 milijonom družinam. 275 milijard dolarjev je bilo porabljenih v obliki garancij in posojil za finančno stabilnost institucij (The Recovery Act, 2009).

Dan po podpisu Zakona o okrevanju in reinvestiranju je predsednik objavil nov Načrt zagotavljanja nepremičninske dostopnosti in stabilizacije (ang. *The Homeowner Affordability and Stability Plan*). Načrt je vključeval program za refinanciranje hipotek, ki so bile v lasti Fannie Mae in Freddie Mac, in je vseboval 75 milijard dolarjev spodbud za zmanjšanje mesečnih plačil na hipoteke (IMF, 2011a).



Za okrepitev in stabilizacijo finančnega sistema je oktobra 2008 vlada odobrila reševalni paket (angl. *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*) v višini 700 milijard dolarjev v okviru Programa reševanja toksičnega premoženja (angl. *Troubled Asset Relief Program*, v nadaljevanju TARP) za odkup slabih vrednostnih papirjev, ki so bili zavarovani s hipotekami (angl. *mortgage backed securities*, MBS). Ker pa bi ti ukrepi trajali predolgo, so kasneje spremenili namembnost sredstev. Ustanovili so nov program CPP za nakup kapitala (angl. *Capital Purchase Program*). Z namenom povečanja likvidnosti v finančnem sektorju so denar namenili finančnim institucijam in bankam, ki so bile dokaj stabilne. Ta program je dovoljeval bankam prodajo prednostnih delnic ministrstvu za finance (Guillen, 2010, str. 11).

Kasneje je bilo v okviru programa TARP odobrenih še 100 milijard dolarjev. Ministrstvo za finance je 14. oktobra 2008 objavilo, da bo 250 milijard dolarjev od celotnega paketa namenilo bankam. Devetim največjim bankam so tako namenili 125 milijard dolarjev, ostalih 125 milijard dolarjev pa ostalim manjšim bankam. Januarja 2009 je javni dolg padel na najnižjo raven v petih letih, saj se je zaradi zmanjšanja ekonomske rasti znižalo povpraševanje po uvozu. Predsednik Bush je na prošnjo Baracka Obame odobril še 350 milijard dolarjev sredstev v okviru programa TARP za prihodnjo vlado. Ta stimulativen paket naj bi po besedah predsednika FED, Bena Bernanke, spodbudil pomemben dvig gospodarske aktivnosti (Baily & Douglas, 2009, str. 12).

Program TARP so podaljšali do 3. oktobra 2010. Osredotočen je bil na tri področja: izključitev in ublažitev posledic finančne krize, zagotavljanje kapitala manjšim bankam ter morebitno povišanje kapitala. Junija 2010 je vodstvo TARP poročalo kongresu ministrstva za finance, da so poplačila davkoplačevalcem prvič prekoračila skupno količino kapitala. Poročilo ministrstva je pokazalo, da so konec maja poplačila TARP dosegla višino 194 milijard, kar je prekoračilo količino razpoložljivih zalog za 4 milijarde, saj naj bi celoten kapital znašal 190 milijard dolarjev (IMF, 2011a).

Marca 2009 je vlada predstavila podrobnosti programa javno-zasebnega investiranja (angl. *Public-Private Investment Program*). V okviru tega programa, ki ga je financiral program TARP, so kupili za 1 trilijon dolarjev slabih naložb z namenom okrepitve stanja bilanc bank. Program se je izkazal kot neučinkovit, saj ni spodbudil rasti realnega gospodarstva (Guillen, 2010, str. 37).

Vlada je ukrepala tudi z garancijami. Predsednik Obama je maja 2009 podpisal Zakon o pomoči družinam pri reševanju domov (angl. *Helping Families Save Their Homes Act of 2009*). Ta zakon je kratkoročno zvišal višino garancij pri FDIC s 100 tisoč dolarjev na 250 tisoč dolarjev za posameznika. Zakon naj bi veljal do 1. januarja 2014 (Cox & Glapa, 2009, str. 61). Vlada je odobrila tudi garancije bankama Citigroup in Bank of America. Banka Citigroup je v začetku leta 2009 naznanila izgubo za zadnje četrletje v letu 2008. Prav tako je četrletno izgubo naznanila Banka Amerike (angl. *Bank of America*). V zadnjem četrletju 2008 je izgubila 1,79 milijarde dolarjev zaradi nevrčanja potrošniških kreditov. Ministrstvo za finance je zato razglasilo paket garancij, likvidnostni dostop in kapital za Banko Amerike.

Po dogovoru z Banko Amerike sta FED in FDIC zamenjali za 118 milijard navadnih delnic v prednostne delnice (Guillen, 2010). Maja 2010 je ministrstvo za finance naznanilo prodajo 1,5 milijarde delnic v holdinški družbi Citigroup (IMF, 2011a).

### 3.3 Predlogi regulatornih sprememb

Vlada je predlagala veliko sprememb za regulacijo finančnega sistema, saj je bil nadzor nad finančnim sistemom zelo oslavljen, zakonodaja pa je dopuščala veliko svobode finančnim institucijam, kar so bili pomembni razlogi za nastanek krize. Ministrstvo za finance je predlagalo spremembo Zakona o blagovnem trgovanju (angl. *Commodity Exchange Act*). Poudarek je bil na večjem nadzoru trgovanja prek okenc (angl. *over-the-counter, OTC*), s čimer bi zmanjšali tveganje in izpostavljenost (IMF, 2011a). Za okrepitev regulacije okvira denarnega trga je SEC junija 2009 predlagal potrebne spremembe, ki so bile namenjene zmanjševanju tveganja. Predlagana pravila so bila uvedba likvidnostne zahteve, skrajšanje povprečnega roka zapadlosti in povečanje zahtev za kakovost kreditov (Nanto, 2009, str. 14).

Junija 2009 je Obama predlagal reformo ameriškega finančnega sistema (angl. *The Reform Plan*). Reforma je vključevala ustanovitev novega nadzornega organa (angl. *Financial Services Oversight Council*), ki je imel pravico določiti tveganje podjetij, ki bi lahko povečalo tveganje v finančnem sistemu. Povečali so tudi nadzor in regulacijo v finančnem sistemu. Reforma je dodelila večjo pravico FED za nadzor finančnih trgov, kapitala, likvidnosti in standardov za tveganje. V okviru ministrstva za finance je bila ustanovljena pisarna za nacionalno zavarovanje (angl. *Office of National Insurance*), ki je zbirala podatke in usklajevala politiko v zavarovalnem sektorju (Barnes & Thornburg, 2009). Plan je predvideval tudi ustanovitev Agencije za finančno varstvo potrošnikov (angl. *Consumer Financial Protection Agency*), predpostavljal je nove predpise trgovanja s finančnimi instrumenti prek okenc, registracijo skladov hedge z odobritvijo SEC in vzpostavitev urejenih postopkov za zaprtje velikih propadajočih finančnih institucij (IMF, 2011a).

V začetku leta 2010 je predsednik Obama predlagal nove omejitve na področju trgovinske dejavnosti in omejitev tržnega deleža komercialnih bank. Natančneje, gre za prepoved trgovanja z vrednostnimi papirji bankam, ki imajo v lasti slabe naložbe. Obenem se je zavzemal tudi za reformo zdravstvenega sistema, ki je vključevala omejitve rasti cen zdravstvene oskrbe, samostojno izbiro zdravnika in zagotavljanje visoke kakovosti zdravstvene oskrbe vsem državljanom (President's Working Group on Financial Markets, 2008). Sredi leta 2010 je z namenom zagotovitve finančne stabilnosti podpisal reformo Dodd-Frank. Ta reforma vključuje regulacijo in nadzor nad hipotekami, izdajanjem kreditov in tveganjem finančnega sistema. Na 600.000 milijard dolarjev vrednem derivatnem trgu naj bi bolj strukturirani finančni instrumenti postali bolj transparentni. V okviru reforme so predlagali Akt o zavarovanju potrošnikov (angl. *Consumer protection Act*). Ustanovili so pisarno za varovanje potrošnikov, ki ima moč postavljati pravila za prodajo hipotek in finančnih instrumentov (Brush, 2010).

## 4 ANALIZA UČINKOVITOSTI UKREPOV

Vlada ZDA deluje po načelu politike laissez-faire oziroma liberalno, kar prepušča prosto pot posameznikom na trgu in spodbuja tekmovalnost. Intervencije vlade so bile pri reševanju krize usmerjene na fiskalne in monetarne ukrepe. FED se je na krizo odzvala v treh fazah. V prvi fazi se je odzvala s hitrim posojanjem posameznim institucijam, ki so bile v likvidnostnih težavah, v drugi fazi z razširitvijo obstoječih programov, v tretji fazi pa je zagotovila kredite zasebnemu sektorju.

Ameriška vlada je rešila prve tri banke, zato so vsi pričakovali, da bo rešila tudi Lehman Brothers, ki je bil pred propadom. Ker je hotela zatreti učinek moralnega hazarda, ni bila več pripravljena pomagati. 15. septembra 2008 je četrta največja investicijska banka Lehman Brothers propadla. Kasneje se je to izkazalo za napako, saj je to povzročilo popoln izbruh krize. S propadom banke je prišlo do blokade medbančnega trga, zmanjšalo se je kreditiranje, gospodarska rast pa je padla. Posledično je prišlo do prenosa finančne krize v gospodarsko. Likvidnostni paketi so bili namenjeni reševanju likvidnosti in ne solventnosti. Ker pa so bili ti paketi v premajhnem obsegu, so banke propadle. Danes tako ni več nobene od teh bank in oblasti so morale priznati, da so storile napako. Edini način za rešitev finančnih institucij so zasebni prevzemi ali nacionalizacije, vendar pa so nacionalizacije finančnih ustanov k izboljšanju borznih indeksov pripomogle le kratkoročno (Gyntelberg & Fender, 2008)

Odziv FED na krizo je bil hiter, saj je en mesec po propadu Lehman Brothers ustanovila programe AMLF, CPFF in MMIFF. Ti programi so bili sprejeti jeseni 2008 in so imeli večji učinek na denarni trg. Program CPFF v kombinaciji z garancijami FDIC je bil bolj učinkovit kot program TAF, saj je povečal bilanco stanja za 300 milijard dolarjev (Taylor & Williams, 2009, str. 62).

FED je od leta 2007 zniževala obrestno mero in jo znižala na raven med 0 in 0,25 %. Glavni namen zniževanja obrestnih mer je bil spodbuditi povpraševanje ter s tem stimulirati gospodarsko rast. Z zniževanjem obrestne mere so hoteli spodbuditi povpraševanje po denarju, vendar je prišlo do obratnega učinka, kar je še bolj poglobilo finančno krizo. Ko se je ključna obrestna mera znižala na minimum, so banke zaradi nezaupanja povišale kriterije za pridobitev posojil. S tem se je ponudba denarja zmanjšala, kar je vplivalo na zmanjšanje investicij in gospodarske rasti. FED bi moral zvišati obrestne mere oziroma jih obdržati na stalni ravni (Kuttner, 2010, str. 425).

Predsednik Obama je ministrstvo za finance kritiziral zaradi prepočasnega ukrepanja. Proračunski paket 700 milijard dolarjev je bil namenjen odkupu slabih terjatev, znesek se je kasneje še povečal na 850 milijard dolarjev, vendar to še vedno ni bilo dovolj. Indeksi so si začasno opomogli, nato pa zopet začeli padati, trg pa je bil še vedno nelikviden. Finančne injekcije se niso izkazale za dobro reševanje krize, saj slabi vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami niso imeli prave cene. Tako 850 milijard dolarjev ni bilo dovolj za odkup vseh slabih vrednostnih papirjev. Banke so še vedno imele v lasti veliko slabih terjatev in naložb,

zato je njihova likvidnost in solventnost padala. Banke zaradi strahu pred nevračanjem denarja niso bile več pripravljene posojati, denar so raje držale v centralni banki. Ker so banke imele neomejen dostop do likvidnosti, so si denar sposojale od FED, kar je še dodatno vplivalo na povečanje denarja v obtoku in povečalo nevarnost inflacije (Baily & Douglas, 2009, str. 10).

Zakon o okrevanju in reinvestiranju, ki je bil sprejet v začetku leta 2009, je prispeval k okrevanju gospodarstva. Po podpisu zakona se je gospodarska rast povečevala, predvsem zaradi znižanja davkov, ki so pospešili povpraševanje. Brezposelnost se je v letu 2009 stabilizirala. Ta zakon je bil dokaj učinkovit, saj bi bila brezposelnost v letu 2009 sicer višja za 1,5 milijona (U. S. Department of Labour, 2010).

Cene nepremičnin in vrednostnih papirjev so pred pokom nepremičninskega balona strmo naraščale, kar je bil znak, da bi vlada morala poseči na trg z regulacijo, vendar je ukrepala, ko je bilo že prepozno. Država bi morala imeti nadzor nad cenami nepremičnin, kar pa ni mogoče, saj se te oblikujejo glede na ponudbo in povpraševanje. Po poku nepremičninskega balona so cene nepremičnin začele strmo padati. V nobenem primeru reševanje in reguliranje krize po poku nepremičninskega balona ni ustrezno oziroma uspešno. Krizo in reševanje bi morali prepustiti trgu, da jo reši sam, ukrepati pa bi morali že pred nastankom nepremičninskega balona (Case Study: Collapse of Lehman Brothers, 2009).

Krizo bi bilo treba rešiti pri izvoru, to je na trgu nepremičnin. Treba bi bilo reformirati finančni sistem. Po poročilu IMF bi bila potrebna reforma finančnega sektorja. Za ponovno vzpostavitev discipline na trgu bi bilo treba povečati količino in kakovost kapitala, ki bi spodbudil delničarje, da bi s tveganji ravnali previdneje. V regulacijo bi morali vključiti pomembne institucije in določiti prispevke za sistematična tveganja. Ustanoviti bi morali institucijo, ki bi imela preudaren pristop k zmanjšanju predpisov in oblikovanju zakonov. Tako bi izboljšali monetarno, fiskalno in finančno politiko (IMF, 2009b).

## **5 TRENUTNO STANJE IN NAPOVED ZA PRIHODNOST**

Po napovedih IMF je finančna kriza povzročila dolgotrajno škodo v gospodarstvu, vendar lahko vlada z ukrepi stimulira gospodarstvo in zmanjša posledice krize. Kriza ima dolgotrajni učinek na gospodarsko rast, vendar pa gospodarstvo okreva zelo počasi. Nižja brezposelnost, investicije in produktivnost prispevajo k manjši gospodarski rasti. Po študijah IMF naj bi rast v gospodarstvu pomagale povečati visoka povezanost med izhodiščnim stanjem in velikostjo izgube BDP ter kratkoročne makroekonomske stimulacije in reforme (IMF, 2011c).

Kazalniki gospodarske aktivnosti v ZDA kažejo na nadaljevanje zmerne rasti. V letu 2009 in v začetku leta 2010 se je gospodarska rast nekoliko umirila, v drugi polovici leta 2010 pa se je ponovno okrepila. Gospodarska rast se je povečala predvsem zaradi povečanega povpraševanja zasebnega sektorja. Tako se je v zadnjem kvartalu potrošnja močno povečala in je bila na najvišji ravni v zadnjih petih letih. IMF je v drugi polovici leta 2010 izboljšal napovedi zaradi večje gospodarske aktivnosti. Aktivnost v letu 2011 naj bi spodbudili

napovedani ukrepi ZDA. IMF je za ZDA napovedal 2,4 % rast za leto 2011, v letu 2012 pa predvidevajo 2,6 % rast realnega BDP-ja. FED je junija 2011 napovedal nekoliko višjo gospodarsko rast v primerjavi z IMF. Za leto 2011 predvideva rast BDP-ja za okoli 2,8 %, za leto 2012 pa med 3,3 % in 3,7 % (Grey, 2011).

*Tabela 2: Napoved IMF za rast realnega BDP-ja, stopnjo inflacije, bilanco stanja in stopnjo brezposelnosti za leto 2011 in 2012 za ZDA*

	V letu 2010	Napoved za 2011	Napoved za 2012
Realni BDP	3	2,4	2,6
Stopnja inflacije	1,6	2,25	1,5
Bilanca stanja	-0,2	-0,3	-0,2
Stopnja brezposelnosti	8,3	7,8	7,4

*Vir: IMF, World Economic and Financial Surveys, 2011.*

V skladu s pričakovanji in napovedmi FED se je inflacija povečala, saj so cene blaga strmo narasle od poletja 2010, na inflacijo in inflacijska pričakovanja pa je vplivala tudi zaskrbljenost glede zaloge surovega olja, ki je prispevala k dodatni rasti cene nafte. Poviševanje cen nafte in ostalih surovin se je v začetku leta 2011 nadaljevalo, zaradi česar se krepijo tudi inflacijski pritiski. Inflacija ZDA je bila v letu 2010 na 1,6 %. V letu 2011 IMF napoveduje 2,25 % stopnjo inflacije, za leto 2012 pa 1,5 %. FED je za naslednje leto napovedal stopnjo inflacije okoli 1,0 %. Za hitrejše okrevanje ekonomije je FED določil, da bo v letu 2011 ohranjal mejo obrestno mere med 0 in 0,25 %. Za leto 2012 pa napoveduje postopno zviševanje obrestne mere. Junija 2012 naj bi zvišal stopnjo na 1,00 %, konec leta pa na 1,5 % (IMF, 2011b).

Ocenili so tudi, da bo javnofinančni primanjkljaj države v letu 2011 na stopnji okoli 10,75 %, kar je največ v primerjavi z ostalimi razvitimi državami. V skladu s tem je organizacija IMF pozvala ZDA k zmanjševanju primanjkljaja, saj ji sicer ne bo uspelo izpolniti fiskalnih ciljev. V času od 2011 do 2013 bi morale primanjkljaj prepoloviti (IMF, 2011c).

Visoka brezposelnost in nizka produktivnost so največje posledice finančne krize. FED skuša povečati zaposlenost in cenovno stabilnost. V marcu 2011 je FOMC (angl. *Federal Open Market Committee*) objavil, da gospodarstvo in ekonomija počasi okrevata, pogoji na trgu dela pa se izboljšujejo. Potrošnja gospodinjstev in investicije podjetij v opremo se povečujejo. FED ocenjuje, da bo stopnja brezposelnosti v letu 2011 med 8,6 % in 8,9 %, za leto 2012 pa ocenjuje, da bo stopnja še vedno visoka, in sicer med 7,8 % in 8,2 % (IMF, 2011b). IMF napoveduje, da se produktivnost utegne kmalu povečati, vendar pa bosta kapital in zaposlenost še vedno ostala na zelo nizki ravni. Zaradi krize so investicije še vedno zelo nizke, saj banke zelo omejujejo kreditiranje. Po okrevanju se stopnja brezposelnosti ni dosti spreminjala. V letu 2010 je bila na letni ravni 8,3 %, za leto 2011 IMF napoveduje rahlo zmanjšanje na 7,8 %, za leto 2012 pa 7,4 % stopnjo brezposelnosti (IMF, 2011d).

Realna slika ekonomske in socialne situacije pa je mnogo hujša od predstavitve FED in IMF. Pojavlja se veliko znakov, ki kažejo na upočasnitev gospodarske rasti. Stopnja brezposelnosti še vedno ostaja zelo visoka. V juniju 2011 je bila zopet na ravni 9,2 %. Ameriško gospodarstvo je junija sicer ustvarilo 18.000 novih delovnih mest, kar je najmanj v zadnjih devetih mesecih, v javnem sektorju pa se je število delovnih mest zmanjšalo za 39.000. V minulih osmih mesecih je bilo na državni, zvezni in lokalni ravni ukinjenih 238.000 delovnih mest. Ti podatki kažejo, da bo okrevanje ameriškega gospodarstva zelo počasno, saj dve leti po uradnem koncu finančne krize podjetja ustvarjajo manj delovnih mest (Grey, 2011).

## SKLEP

Makroekonomsko stanje pred finančno krizo je bilo zelo dobro, gospodarska rast je bila dokaj visoka, brezposelnost je bila nizka, finančni sektor pa je bil zelo razvit in se je vedno bolj krepil, zato je bilo zaupanje v finančni sistem zelo močno. Slab nadzor na finančnem trgu in nepravilno upravljanje z obrestno mero sta ustvarila pogoje za nastanek finančne krize. Nižanje obrestne mere je vplivalo na rast cen nepremičnin in povečanje povpraševanja, ker so bili krediti na trgu subprime dostopni tudi kreditno manj sposobnim prebivalcem. Vzroki za nastanek finančne krize so bile številne finančne inovacije, ki so nastale zaradi pomanjkanja regulacije. To je povzročilo prekomerno naraščanje cen vrednostnih papirjev in cen nepremičnin, kar pa je vplivalo na nastanek nepremičninskega in finančnega balona. Dodatni vzroki, ki so omogočili nastanek teh balonov, pa so bila nihanja v makroekonomiji, nihanje obrestne mere in gospodarske rasti ter naraščanje javnega dolga. Ko se je obrestna mera zopet začela povečevati, se je povpraševanje zmanjšalo, cena nepremičnin pa je padala. Investitorji niso več zaupali v finančni sistem, kar je privedlo do poka nepremičninskega balona in nastanek finančne krize, ki je vplivala tako na finančni in realni sektor.

Prvi znaki so se pokazali že v sredini leta 2007, ko je ZDA zvišala standarde za pridobitev kreditov in zmanjšala likvidnost v medbančnem poslovanju. Gospodarska rast je bila tako po dolgotrajni gospodarski rasti v prvem kvartalu leta 2008 negativna. Propad investicijske banke Lehman Brothers 15. septembra 2008 se pogosto označuje kot začetek finančne krize, vendar pa se je kriza in naraščanje mehurčka začelo že prej. Veliko finančnih institucij je zašlo v likvidnostne težave, zato je bilo jasno, da bodo za stabilizacijo finančnega sistema potrebni tako monetarni kot fiskalni ukrepi.

FED in vlada sta se na krizo odzvala zelo hitro. Septembra 2007 so začeli s programom za reševanje finančne krize v vrednosti 700 milijard dolarjev, kasneje se je ta znesek še povečal. V novembru 2008 je FED prispeval 800 milijard dolarjev v ameriško ekonomijo. Finančni paket je bil namenjen za odkup tveganih vrednostnih papirjev, mesec dni kasneje pa so denar namenili nelikvidnim bankam in posojilnim institucijam. Ta znesek se je nato povečal na 850 milijard dolarjev. Reševalni paket ni pomenil nacionalizacije v velikem obsegu, saj je bil namenjen odkupu nelikvidnih finančnih instrumentov, ki pa so se kasneje prodajali ali pa jih je kupila država. Kljub finančni injekciji so indeksi še vedno padali, posojilni trgi pa so bili še vedno nelikvidni. Finančne spodbude se niso izkazale za dober način reševanja krize, saj je bilo potrebnih vedno več novih finančnih spodbud.

FED je z agresivnimi ukrepi in močnimi orodji skušal vzpostaviti stabilno stanje. S fiskalno politiko so stimulirali ekonomsko aktivnost. ZDA je porabila milijarde za stimulacijo ekonomske rasti, ohranitev stopnje zaposlenosti, povečanje potrošnje in izboljšanje infrastrukture. Vendar pa je za okrevanje potreben celoten plan za stabilizacijo finančnega sistema in ponovna vzpostavitev finančnega trga. Za okrevanje gospodarstva je treba

stabilizirati cene nepremičnin, oblikovati nove finančne instrumente ter vzpostaviti močan nadzorni organ.

Kriza se bo še nadaljevala in okrevanje bo zelo počasno, vendar pa so napovedi za okrevanje gospodarske rasti optimistične. Odstopanje od napovedi je odvisno od vpliva različnih sektorjev gospodarstva in ukrepov, ki bi zvišali povpraševanje, povečali gospodarsko rast ter znižali negotovost na finančnem trgu.



## LITERATURA IN VIRI

1. American Dollars to 1 EUR in 2008. (2008) Najdeno 9. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.x-rates.com/d/USD/EUR/hist2008.htm>
2. Assessment and recommendations. (2007). *France, Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development*. Najdeno 7. junija 2011 na spletnem naslovu <http://search.proquest.com/docview/274705172?accountid=16468>
3. Baily, N. M., & Douglas, J. E. (2009, junij). Business and Public Policy at Brookings, The US Financial and Economic Crisis: Where Does it Stand and Where Do We Go From Here?. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu [http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0615\\_economic\\_crisis\\_baily\\_elliott/0615\\_economic\\_crisis\\_baily\\_elliott.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0615_economic_crisis_baily_elliott/0615_economic_crisis_baily_elliott.pdf)
4. Barnes & Thornburg Group. (2009, 25. junij). United States: Sweeping Changes To The Financial Institution Regulatory System Proposed By President Obama. *Banking financial*. Najdeno 10. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.mondaq.com/unitedstates/article.asp?articleid=81870>
5. Bartlett, B. (2010, 1. oktober). The Corruption of the Rating Agencies: Is AAA Junk?. *The Fiscal Times*. Najdeno 10. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.businessinsider.com/rating-the-rating-agencies-is-aaa-junk-2010-10>
6. Bernanke, B. S. (2008). *Federal Reserved policies in the financial crisis*. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>
7. Bernanke pozval k dvigu meje javnega dolga ZDA. (2011). Dnevnik.. Najdeno 11. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.dnevnik.si/poslovni\\_dnevnik/1042452504](http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042452504)
8. Brezposelnost v ZDA marca najnižja v zadnjih letih. (2011). Najdeno 11. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.sta.si/vest.php?s=s&id=1622525>.
9. Brush, S. (2010, 25. junij). Dodd-Frank bill would bring about sweeping changes to Wall Street. Najdeno 15. maja 2011 na spletnem naslovu <http://thehill.com/blogs/on-the-money/corporate-governance/105593-dodd-frank-bill-would-bring-about-sweeping-changes-to-wall-street>
10. Case Study: Collapse of Lehman Brothers. (2009, 2. april). Investopedia. Najdeno 8. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp#axzz1RzAJzQeh>

11. Clarke, T. (2011). Recurring crises in anglo-american corporate governance. *Contributions to Political Economy* 29. Cambridge Political Economy Society 2010. str. 9–31
12. Costello, M. (2008, 26. september). UK banks hold £95bn of sour assets that could qualify for US bailout plan. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu [http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/banking\\_and\\_finance/article4828413.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article4828413.ece)
13. Cox, J., & Glapa, L. (2009, 1. julij). Credit Crisis Timeline, The University of Iowa Center for International Finance & development. Najdeno 15. maja 2011 na spletnem naslovu [http://www.uiowa.edu/ifdebook/timeline/Financial\\_Crisis\\_Timeline.pdf](http://www.uiowa.edu/ifdebook/timeline/Financial_Crisis_Timeline.pdf)
14. *Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*. (2010). Najdeno 12. maja 2011 na spletnem naslovu [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm)
15. *Data 360*. (2011). Najdeno 7. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.data360.org/dsg.aspx?Data\\_Set\\_Group\\_Id=274&count=50](http://www.data360.org/dsg.aspx?Data_Set_Group_Id=274&count=50)
16. Derivatives. (2008). Najdeno 10. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.occ.treas.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/index-derivatives.html>
17. Dougherty, C. (2008, 1. december). Deutsche Rejects a rescue, Even as its shares tumble. *The New York Times*. Najdeno 9. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/12/02/business/worldbusiness/02deutsche.html>
18. Financial Turmoil Timeline. (2010, december).. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu [http://www.newyorkfed.org/research/global\\_economy/Crisis\\_Timeline.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/global_economy/Crisis_Timeline.pdf)
19. Fleckenstein, F. (2008). *Greenspan's Bubbles: The age of Ignorance at the Federal Reserve*. New York: McGraw Hill.
20. Friedman, J. (2009). A crisis of Politics, Not Economics: Complexity, Ignorance and Policy Failure. *Critical Review*, 21(2–3), 127–183.
21. Gibson, M. S. (2007, 22. maj). Credit Derivates and risk management. Najdeno 10. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200747/index.html>
22. Grey, B. (2011, 24. junij). Fed downgrades forecast for US economic growth. Najdeno 30. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.wsws.org/articles/2011/jun2011/fomc-j24.shtml>.

23. Guillen, M. F. (2010, maj). The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline. The Lauder Institute, Wharton Arts & Science, University of Pennsylvania. Najdeno 15. maja 2011 na spletnem naslovu <http://lauder.wharton.upenn.edu/pdf/Chronology%20Economic%20%20Financial%20Crisis.pdf>
24. Gyntelberg, J., & Fender, I. (2008, december). Overview: global financial crisis spurs unprecedented policy actions. Najdeno 28. aprila 2011 na spletnem naslovu [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0812a.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0812a.pdf)
25. Hale, D. (1999, 17. februar). US cycle theory: The world's largest economy can keep moving forward, not fall over, thanks to changes in the composition of equity markets and america's role as world consumer of last resort. *Financial Times*. Najdeno 6. junija 2011 na spletnem naslovu <http://search.proquest.com/docview/248619678?accountid=16468>
26. IMF, International Monetary Fund (2009a). What we do. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/about/whatwedo.htm>
27. IMF, International Monetary Fund. (2009b). Financial Crises tend to have long impact on the economy. Najdeno 9. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/RES092209A.htm>
28. IMF, International Monetary Fund. (2009c). Shows signs of recovery IMF says. Najdeno 9. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/RES093009A.htm>.
29. IMF, International Monetary Fund. (2011a). The Financial Crisis: A Timeline of Events and Policy Actions. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf>.
30. IMF, International Monetary Fund. (2011b). MF Staff discussion note Crisis Management and resolution: Early Lessons from the Financial Crisis. Najdeno 6. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1105.pdf>
31. IMF, International Monetary Fund. (2011c). World Economic and Financial Surveys. Najdeno 6. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/text.pdf>
32. IMF, International Monetary Fund. (2011d). World Economic outlook, Tensions from the Two-Speed Recovery. Najdeno 4. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/text.pdf>
33. John, R. (2011, 17. januar). Average economist predictions for US GDP would mean only 0.9% annual average growth over business cycle to end 2011. Najdeno 15. marca

2011 na spletnem naslovu [http://ablog.typepad.com/key\\_trends\\_in\\_the\\_world\\_e/2011/01/average-economist-predictions-for-us-gdp-would-mean-only-09-annual-average-growth-over-business-cycle-to-end-2011.html](http://ablog.typepad.com/key_trends_in_the_world_e/2011/01/average-economist-predictions-for-us-gdp-would-mean-only-09-annual-average-growth-over-business-cycle-to-end-2011.html)

34. Johnson, S. (2009, maj). The Quiet Coup The Atlantic. Najdeno 10. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/>
35. Jubak, J. (2005, 5. maj). Washington plan to stick us with high inflation. Jubak Journal. Najdeno 15. marca 2011 na spletnem naslovu <http://money.msn.com/content/P116244.asp>
36. Kohn, D. L. (2009). Policies to bring us out of the financial crisis and recession Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20090403a.htm>
37. Koncilja, K. (2008, 28. februar). ZDA na robu. Najdeno 28. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.skladi.com/novice.php?novica=259>
38. Kregel, J. (2008). Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis. *Levy Economics Institute Working Paper. The Levy Economics Institute of Bard College*, (530), 1–20.
39. Krugman, P. (2011, 25. maj). Debt dynamics for dummies. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://nakedkeynesianism.blogspot.com/2011/05/debt-dynamics-for-dummies.html>
40. Kuttner, K. N. (2010, 3. marec) The Fed's response to financial crisis: Pages from the BOJ playbook, or a whole new ball game?. Najdeno 15. marca 2011 na spletnem naslovu [http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp\\_review/ppr009/ppr009c.pdf](http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp_review/ppr009/ppr009c.pdf)
41. Levine, R. (2010, april). An Autopsy of the US financial System. Najdeno 10. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w15956.pdf>
42. Martenson, C. (2007, 26. januar) Low US interest rates ignited unsustainable asset bubbles – Connecting the dots. Najdeno 10. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.marketoracle.co.uk/Article263.html>
43. Minutes of the Federal Open Market Comitee. (2008). Najdeno 3. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20080430.pdf>
44. Mrak, M. (2009). Šibka točka bank je bila velika posojilna odvisnost od tujin. *Kapital*, 19(480), 28–29.

45. Mrak, M. (2008, 11. november). Dosedanje ukrepanje za obvladovanje finančne krize in osnovne usmeritve za njeno sistemsko reševanje. *Časnik Finance*, str. 69 – 83.
46. Mramor, D. (2010). Globalna kriza je posledica odziva ZDA na 11. 9. Delo. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/130764>
47. Nanto, D. K. (2009, 10. julij). The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications. Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL34742.pdf>
48. North America. United States. (2009). Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.nationmaster.com/country/us-united-states/crime>
49. *Obama Administration Auto Restructuring Initiative, General Motors Restructuring.* (2009). Najdeno 8. maja 2011 na spletnem naslovu [http://www.whitehouse.gov/the\\_press\\_office/Fact-Sheet-on-Obama-Administration-Auto-Restructuring-Initiative-for-General-Motors/](http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Fact-Sheet-on-Obama-Administration-Auto-Restructuring-Initiative-for-General-Motors/)
50. OECD, 2007. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/dataoecd/47/26/41942872.pdf>
51. Okorn, T. (2011, 5. februar). Skrivnostni padec brezposelnosti v ZDA. Najdeno 6. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.rtvsl.si/gospodarstvo/skrivnostni-padec-brezposelnosti-v-zda/250242>
52. *Open Market Operations.* (2010). Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://federalreserve.gov/fomc/fundsrate.html>
53. Policy Statement on Financial Market Developments. (2008). Najdeno 10. maja 2011 na spletnem naslovu <http://law.du.edu/images/uploads/presidents-working-group.pdf>
54. President's Working Group on Financial Markets. (2008, 13. marec). Najdeno 1. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Pages/-Financial-Market-Policy.aspx>
55. *Press Release.* (2011). Najdeno 12. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110427a.htm>
56. Rant, V. (2010). Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil v ZDA. *Bančni vestnik*, 59(9), 37 – 42.
57. Rekordna inflacija v ZDA. (2008). Delo. Najdeno 7. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/65490>
58. Shiller, R. (2006). *Irrational Exuberance.* Princeton. New Jersey: Princeton University Press.

59. Standard & Poor's & Fiser. (2009). Najdeno 15. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ritholtz.com/blog/2009/01/residential-real-estate-price-freefall/>
60. Taylor, J. B. & Williams, J. C. (2009). A Black Swan in The Money Market. *American Economic Association Journal of Macroeconomics*, 1(1), 58–83.
61. Term Auction Facility. (2011). Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>
62. *The recovery Act*. (2009, 17. februar). Najdeno 10. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.recovery.gov/About/Pages/The\\_Act.aspx](http://www.recovery.gov/About/Pages/The_Act.aspx)
63. Thornton P. (2006, 1. februar). U. S. savings rate sinks to lowest since Great Depression. *Business. The New York Times*. Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2007/02/01/business/worldbusiness/01ihtsave.4436274.html>
64. *U. S. Department of labour*. (2011). Najdeno 6. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.dol.gov/>
65. U. S. Department of labour. (2010). Unemployment rate since 1990. Najdeno 12. junija 2011 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/7927790.stm>
66. U. S. Department of labour. (2008). Health Plans & Benefits. Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.dol.gov/dol/topic/health-plans/index.htm>
67. Vuković, V. (2010, 1. junij). Political economy of the US financial crisis 2007-2009. Najdeno 7. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.ijf.hr/eng /FTP/2011/1/vukovic.pdf>
68. Wikrent, T. (2008, 24. april). Euthanize Wall Street to save the economy. Najdeno 10. junija 2011 na spletnem naslovu <http://discuss.epluribusmedia.net/node/1405>
69. Woodruff, C. H., Panek, S. D., & McInerney, T. P. (2007). Gross domestic product by state: Advance estimates for 2006 and revised estimates for 2003–2005. *Survey of Current Business*, 87(7).
70. Zunanjetrgovinski primanjkljaj ZDA na desetmesečnem vrhu. (2010). *Finance*. Najdeno 8. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.finance.si /268539/Zunanjetrgovinski\\_primanjkljaj\\_ZDA\\_na\\_desetmese% E8nem\\_vrhu](http://www.finance.si /268539/Zunanjetrgovinski_primanjkljaj_ZDA_na_desetmese% E8nem_vrhu)