

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

FINANČNE KRIZE NEKOČ IN DANES

Ljubljana, september 2009

GREGOR KOPRIVA

IZJAVA

Študent Gregor Kopriva izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 7. septembra 2009

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 SPLOŠNA OPREDELITEV FINANČNIH KRIZ	2
1.1 OPREDELITEV POJMA IN RAZLOGI ZA FINANČNE KRIZE	2
1.2 NAPOVEDOVANJE KRIZ	3
1.3 KRIZE SKOZI ZGODOVINO	5
2 VELIKA DEPRESIJA (1920 – 1940)	7
2.1 KEJNEZIJSKA TEORIJA	7
2.2 VZROKI IN POTEK	10
2.3 AMERIŠKA EKONOMIJA PO VELIKI RECESIJI	16
3 KRIZA RIZIČNIH KREDITOV	18
3.1 VZROKI	18
3.2 POTEK	20
3.3 UKREPI POLITIKE	21
4 PRIMERJAVA SEDANJE S PRETEKLIMI KRIZAMI	26
4.1 ŠOLA ZGODOVINE	28
4.2 POSEBNOSTI SEDANJE KRIZE V PRIMERJAVI S PREJŠNJIMI	29
4.3 PREDNOSTI SEDANJOSTI V PRIMERJAVI S PRETEKLOSTJO	30
SKLEP	31
LITERATURA IN VIRI	33

KAZALO TABEL

Tabela 1: Porazdelitev finančnih kriz po državah: obdobje 1893-1998.....	4
Tabela 2: Trajanje in globina kriz.....	5

KAZALO SLIK

Slika 1: Grafični prikaz gibanja ameriškega indeksa Dow Jones med silovitim padcem od leta 1929 do 1932.....	10
Slika 2: Osebna potrošnja preračunana na sedanjo vrednost dolarja med leti 1929 in 1936 v ZDA (v mia \$).....	12
Slika 3: Grafični prikaz gibanja začetkov stanovanjskih novogradenj od leta 1925 do 1937 v ZDA.....	12
Slika 4: Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mia \$).....	14
Slika 5: Padec uvoza in izvoza ZDA kot posledica Hawley-Smoot Tarife.....	15
Slika 6: Grafični prikaz bruto nacionalnega proizvoda v ZDA med leti 1939 in 1945 (v mia \$)....	17
Slika 7: Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mia \$).....	17
Slika 8: Nekateri pomembnejši dogodki kreditne krize.....	21
Slika 9: Grafični prikaz temeljne in primarne obrestne mere v ZDA med januarjem 2007 in majem 2008.....	22
Slika 10: Obrestne mere FED, Baa obveznic in 10 letnih zakladnic z stalnim dospeljem TCM.....	26
Slika 11: Diskontna stopnja, Baa obveznice in zakladnice skozi obdobje 10 let.....	27

UVOD

Krize so sestavni del finančnega sveta že stoletja. Največkrat se pojavijo brez opozorila in dober dokaz je zadnja, tako imenovana dolžniška kriza, ki se je začela leta 2007. Udarila je silovito, v času ko so gospodarstva po svetu, na čelu z razvijajočimi ekonomijami, kipela od gospodarske rasti. Ni vedno popolnoma jasno, kaj krizo sproži, ali bi se ji bilo mogoče izogniti in kako oziroma kaj bi morali narediti, da bi bile njene posledice čim manjše. Ravno zato obstaja obilica različnih definicij kriz, razlag o njihovih vzrokih, predvsem pa si ekonomisti nasprotujejo v mnenjih, kako krizo zaježiti.

Glavni cilj diplomskega dela je tako opredeliti pojem finančne krize, izpostaviti največkrat omenjene razloge zanje, pregledati zgodovino finančnih kriz in posebej izpostaviti dve izmed njih, in sicer krizo imenovano Velika depresija, ki se je pojavila med obema svetovnjima vojnoma z začetkom v ZDA, in trenutno, dolžniško krizo.

Zgoraj omenjeno problematiko bom obravnaval v šestih poglavjih vključujoč pričujoče poglavje, ki je namenjeno uvodu.

V drugem poglavju bom na splošno opredelil pojem finančne krize, nanizal najpogostejše razloge, ki do kriz privedejo. Zaključek slednjega poglavja bo kratek teoretični in grafični pregled kriz skozi zgodovino.

V tretjem poglavju bo opisana Velika depresija z opisom kejnezijanske teorije, na katero so se mnogi avtorji pri obravnavi te krize večkrat nanašali. Pogledali si bomo nekaj različnih teorij o nastanku te krize in vpogled v ameriško ekonomijo po Veliki depresiji.

Četrto poglavje bo namenjeno sedanji krizi, vzrokih, poteku in ukrepih politike v času te krize, ki so bili morda v tem obdobju informacijske tehnologije na očeh javnosti bolj kot kadarkoli poprej. V preteklosti še nismo zasledili, da bi cel svet tako budno spremljal inavguracijo ameriškega predsednika v želji, da bi to privedlo do izboljšanja gospodarskega stanja po celem svetu.

Peto poglavje je namenjeno primerjavi sedanje krize s prejšnjimi. Pod tem poglavjem si bomo pogledali, če smo iz šole zgodovine odnesli kaj koristnega, kakšne so posebnosti in kakšne, če, so prednosti sedanjosti v primerjavi s preteklostjo (z ozirom na finančne krize seveda).

V šestem poglavju bom skušal strniti vsebino diplomske naloge in v povzetku kritično oceniti izpolnjevanje ciljev, ki sem si jih zadal pred začetkom pisanja naloge. Poskušal bom presoditi, če je na podlagi napisanega razvidno, da imajo krize nekaj skupnega, neko rdečo nit ali so med seboj preprosto neprimerljive.

1 SPLOŠNA OPREDELITEV FINANČNIH KRIZ

1.1 Opredelitev pojma in razlogi za finančne krize

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

Z analizo finančnih kriz je leta 1904 začel Thorstein Veblen, ki velja za začetnika institucionalnega pristopa v ekonomiji. Svojo teorijo o krizah je temeljil na učinkih gibanja stopnje profita, glede na stopnjo kreditiranja (Wolfson, 1994). Sčasoma se je pojavilo različno pojmovanje pojma finančna kriza. Nekateri avtorji govorijo o finančni krizi, kadar se le-ta pojavi v obliki valutne, dolžniške ali bančne krize (Eichengreen, 2002), drugi, kot na primer Mishkin, pa enačijo finančne z bančnimi krizami, pri čemer naj bi bili drugi tipi kriz le prehodne faze v gospodarstvu (t.i. psevdofinančne krize), ki se približujejo bančni krizi (Mishkin, 2001).

Valutna kriza nastopi, ker zaradi ekonomskega neravnotežja pride do devalvacije/depreciacije¹, spremembe obsega deviznih rezerv ali spremembe obrestne mere. Zaradi tesne povezanosti s plačilno bilanco se valutni krizi pogosto reče tudi plačilno-bilančna (Kaminsky, 1999). Mrak na primer opredeljuje valutno krizo kot posledico špekulativnega napada na valuto, kar povzroči njeno devalvacijo ali depreciacijo in državo prisili, da brani stabilnost deviznega tečaja s financiranjem iz deviznih rezerv in/ali zvišanjem oziroma nižanjem obrestne mere (Mrak, 2002).

Pri dolžniški krizi država ni več sposobna obnavljati starih kreditov in/ali zagotavljati svežih sredstev, zaradi česar je prisiljena bodisi v razglasitev moratorija na odplačevanje kreditov v tujini ali v koordinirano reševanje problema s tujimi upniki, in to v obliki prestrukturiranja dolžniških obveznosti (Mrak, 2002).

Bančno krizo Mishkin opredeljuje kot pretres na finančnih trgih, kjer težave z negativno selekcijo in moralnim hazardom postanejo tako velike, da finančni trgi niso več sposobni učinkovito preusmerjati sredstev k tistim s presežkom produktivnih investicijskih zmožnosti (Mishkin, 2001). Bordo, Eichengreen, Klingebiel in Martinez-Peria razvijajo dalje in bančno krizo opredelijo kot obdobje finančnega pretresa, ki je dovolj neprijetno, da se odrazi v izgubi večine ali celotnega kapitala v bančnem sistemu. Valutno krizo

¹ Devalvacija: znižanje v zlatu ali tuji valuti izražene vrednosti domače valute, razvrednotenje. Depreciacija: padec, znižanje vrednosti; razvrednotenje (Mrak, 2002).

definirajo kot prisiljeno spremembo v pariteti, opustitvi umetno vzdrževanega menjalnega tečaja ali vzpostavitvi reševanja na mednarodnem nivoju. Tako imenovano dvojno krizo (angl. *twin crisis*) vidijo kot kombinacijo bančne in valutne krize. Trajanje krize v svojem delu definirajo kot časovno obdobje, potrebno da se rast bruto domačega proizvoda (BDP) vrne na raven tiste, pet let pred začetkom krize. Globino krize pa Bordo in soavtorji merijo s primerjanjem celotnega proizvodnega učinka v relativni povezavi s trendom v obdobju krize (Bordo, 2001).

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

Finančne krize so lahko tudi razlog oziroma povod za insolventnost² v bančnem sistemu in se odražajo v padcu vrednosti sredstev, premoženja, nepremičnin in vrednostnih papirjev. Sama prezadolženost bank se lahko kaže v množičnem dvigu bančnih vlog (angl. *bank run*), ki se pojavi, ko se zaradi vse večje bojazni, da bi banke postale insolventne, ljudje odločajo za dvig svojih hranilnih vlog. Nastane nekakšen »domino efekt«, saj imajo zaradi teh dvigov banke dejansko še večje težave, kar k dvigu njihovih vlog pritegne še večje število ljudi. To lahko banke pripelje celo do stečaja (Diamond, 2007). Na takšno psihologijo množic kaže tudi slednja definicija »krize se pojavijo spontano, kot posledica psihologije množic ali panike. Če vsi pričakujejo krizo in se obnašajo, kot da bo le-ta zdaj in zdaj prišla, potem kriza postane samo izpopolnjevalna (angl. *self improving*)« (Kindleberger, 1978). Prezadolženost povzroči tudi reševanje s pomočjo finančnih sredstev (angl. *bail out*), ko (ponavadi) država pod določenimi pogoji posodi ali celo da kapital propadajočim podjetjem, da bi se jih s tem rešilo pred stečajem, insolventnostjo ali popolnim uničenjem (Business Dictionary, 2009). V skrajnih primerih bančne prezadolženosti lahko pride celo do nacionalizacije oziroma poddržavljanja bank (Demirguc-Kunt & Detragiache, 1997). V takšnih težkih gospodarskih razmerah imamo ponavadi vedno tudi opraviti z občutno nedelujočim posojilnim sistemom, saj zaradi strahu pred tem, da sredstev ne bodo dobile nazaj, posojilne institucije ne želijo posojati denarja (Caprio & Klingebiel, 1997).

1.2 Napovedovanje kriz

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

² Insolventnost = nesposobnost poravnati svoje plačilne obveznosti, ker dolgovi presegajo vrednost premoženja (SSKJ, 2008).

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

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

Tabela 1: Porazdelitev finančnih kriz po državah: obdobje 1893-1998

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

Opomba: * v viru je bila na tem mestu storjena napaka

Vir: M. Dungey, J. Lestano. Synchronization of financial crises. (2005), str. 15.

1.3 Krize skozi zgodovino

Zadnjih 120 let lahko skozi prizmo finančnih kriz v grobem razdelimo na 4 obdobja (Bordo, 2001)

1. Obdobje Zlatega standarda³ (angl. *the Gold Standard Era*) 1880-1913
2. Medvojna leta (angl. *the interwar years*) 1919-1939
3. Obdobje Bretton Wood (angl. *the Bretton Woods Period*) 1945-1971
4. Sodobna doba (angl. *the recent period*) 1973-1997⁴

Tabela 2 kaže na pogostost kriz v naštetih štirih obdobjih. Po podatkih za prvotnih 21 držav lahko vidimo, da je bilo **obdobje medvojnih let** (1919-1939) najslabše od vseh. To nas niti ne more presenečati, saj je takratna **Velika depresija** (angl. *the Great Depression*) vplivala na večino držav. Bančne krize so bile v tistem obdobju še posebej prevladujoče kot v katerem koli drugem obdobju. Morda se bo enako zgodilo tudi sedaj v sklopu sedanje – dolžniške krize. Žal je še prekmalu za analizo trajanja in globine le-te, bomo pa zagotovo v nekaj letih lahko videli analize in bo zanimivo primerjati s spodaj nanizanimi podatki.

Tabela 2: Trajanje in globina kriz

<i>Vse države</i>	<i>1880-1913</i>	<i>1919-1939</i>	<i>1945-1971</i>	<i>1973-1997</i> <i>(21 držav)</i>	<i>1973-1997</i> <i>(56 držav)</i>
Povprečno trajanje kriz (v letih)					
<i>Valutne krize</i>	2,6	1,9	1,8	1,9	2,1
<i>Bančne krize</i>	2,3	2,4	X	3,1	2,6
<i>Dvojne krize</i>	2,2	2,7	1,0	3,7	3,8
<i>Vse krize</i>	2,4	2,4	1,8	2,6	2,5
Povprečna globina kriz (kumulativna izguba BDP (v %))					
<i>Valutne krize</i>	8,3	14,2	5,2	3,8	5,9
<i>Bančne krize</i>	8,4	10,5	X	7,0	6,2
<i>Dvojne krize</i>	14,5	15,8	1,7	15,7	18,6
<i>Vse krize</i>	9,8	13,4	5,2	7,8	8,3

Legenda: X pomeni, da takrat ni bilo nobene krize

Vir: M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, Martinez-Peria. Is the Crisis Problem Growing more Severe? (2001), str. 36-40.

³ Zlati standard je monetarni sistem, v katerem so za skupno sredstvo menjave uporabljeni papirnati zapisi, katerih vrednost je določena s fiksno količino zlata (Kindleberger, 1993).

⁴ Literatura, iz katere sem črpal snov za zadevni odstavek, je izšla leta 2001, tako pride pri takih delitvah do nekajletnih zamikov z našo dejansko sodobnostjo.

Obdobje Zlatega standarda (1880-1913) deluje v primerjavi z drugimi obdobji dobro. Pojavljale so se bančne krize, vendar niso bile pogoste. Tudi valutne in dvojne krize so se v primerjavi s sledečimi obdobji pojavljale razmeroma malo. Globalni finančni sistem je bil v tem obdobju razmeroma odprt, na kar bi lahko navezali tudi misel, da globalizacija v smislu sodelovanja ni nujno, da zagotovo vodi v finančne krize. Opazimo lahko, da se je precej kriz pojavilo v sodobni dobi, kjer drži neslavni rekord po največjem številu tako bančnih kakor tudi dvojnih kriz. Izračun na podlagi podatkov za prvotnih 21 držav je sicer za dolžino kriz slabši, vendar so precejšnje razlike pri posameznih vrstah kriz. Neprimerno pa je večja globina kriz (kumulativna izguba BDP v %), ko upoštevamo večje število držav. Države, ki so dodane v večji vzorec, so večinoma manj razvite, razvijajoče se ekonomije (angl. *emerging markets*), ki dokazujejo, da so bolj občutljive na krize – posebno, ko govorimo o valutnih krizah.

Obdobje Bretton Wood⁵ (1945-1971) je bilo precej različno od drugih obdobj. Nekaj posebnosti je prispevala svetovna vojna, vendar je šlo tudi za dodatne dejavnike. Politiki večine držav so bili odločeni, da se dogodek, kot je Velika depresija, ne sme ponovno zgoditi. Vzpostavili so neprizanesljive regulative v bančnem sektorju, kar nekaj bank pa je prešlo v državne roke z namenom, da bi se kar se da omejilo pretirano tveganje. Očitno so bili v tem uspešni, saj iz gornje tabele lahko razberemo, da bančnih kriz v obdobju Bretton Wood tako rekoč ni bilo. Iz podatkov je bilo sicer mogoče razbrati, da se je dvojna kriza pojavila v začetku 70 ih let v Braziliji, vendar poleg te ni bilo nobenih drugih bančnih kriz v tem obdobju. Nekakšna stalnica so bile valutne krize, ki pa so bile posledica neskladnosti makroekonomskih politik s fiksno določenim menjalnim tečajem v Bretton Wood sistemu (Bordo et al, 2001).

Gornja tabela nam tako nazorno razkrije povprečno trajanje in globino kriz, glede na vrsto in obdobje krize. Zanimivo dejstvo je, da se zdijo v povojnem obdobju krize krajše in plitkejše. Naslednja vidnejša značilnost je visoka kumulativna izguba BDP v primeru dvojnih kriz. Pričakovano bi bilo, da je bilo najhujše obdobje med in v teku vojn. Kljub temu da so posamezne krize v tem obdobju tudi krajše v primerjavi z drugimi obdobji, pa je njihova globina prepričljivo največja.

Bordo in soavtorji ugotavljajo (Bordo et al, 2001):

- Bančne in valutne ter dvojne krize so se pojavile pod zelo raznolikimi monetarnimi in regulatornimi režimi.

⁵ Bretton-Woodski sporazum iz leta 1944 je vzpostavil sistem deviznih tečajev in posledično obrestnih mer, kar je pripomoglo k stabilnosti bančnega sistema in k relativno enostavnemu upravljanju tveganj. Poleg tega je v tem obdobju veljala stroga kontrola izdaje bančnih licenc, kar je pripomoglo k dejstvu, da so banke lahko poslovale brez bojzani pred prevzemi ali vstopom nove konkurence v panogo. V številnih primerih je bil bančni sistem zaščiten do te mere, da je država diktirala celo obrestne mere na depozite bančnih komitentov, kar je onemogočalo kakršnokoli konkurenco med bankami (Filipan, 2003, str. 5).

- V zadnjih 120 letih je krizam sledilo ekonomsko nazadovanje, v povprečju trajajoče od dveh do treh let, ki je »pogoltnilo« nekje od pet do deset odstotkov BDP.
- Dvojne krize so povezane z velikimi izgubami v BDP.
- Recesije, ki sovpadajo s krizami, so hujše kot tiste, ki z njimi ne sovpadajo.
- V preteklosti je bilo obdobje Bretton Wood nekaj posebnega. Države so regulirale bilance stanja bank, da bi preprečile jemanje večjega tveganja, ali pa so enak namen dosegle z direktnim lastništvom nad bankami. Več kot očitno so bili ti ukrepi uspešni, saj v tistem obdobju ni bilo praktično nobene bančne krize, oziroma le ena dvojna kriza v Braziliji.
- Medvojna leta so bila prav tako nekaj posebnega. Izkazala so se za »najslabša« leta v tem obdobju, z daleč največjo izgubo BDP.
- Sodobna doba se zdi žal precej neodporna na krize, še posebno upoštevajoč razvijajoče se države. V primerjavi z dobo Zlatega standarda, za katero avtor domneva približno enako stopnjo globalizacije, so namreč krize daljše in precej bolj uničujoče.

2 Velika depresija (1920 – 1940)

Velika depresija (angl. *The Great Depression*). Od najdaljše in najhujše ekonomske krize v Združenih državah Amerike je minilo skoraj 80 let, pa vendar o vzrokih zanjo med ekonomisti po svetu ni enotnega mnenja. Nekaj enotnosti je v literaturi o posledicah te hude gospodarske katastrofe iz prve polovice prejšnjega stoletja. V tistem času so obstajali »namigi«, da je kriza posledica očitnih slabosti mehanizma kapitalističnega sistema, vendar do glasnejših kritik niti ni prihajalo. Še več, po drugi svetovni vojni so te kritike označili za pretirane in histerične, saj so industrializirane države nadaljevale z izjemno rastjo, ekonomska profesija pa je postala bolj in bolj prevzeta s kejnezijansko ekonomsko teorijo (angl. *keynesian economic theory*).

2.1 Kejnezijanska teorija

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

Keynes ekonomske krize razlaga takole. V »normalni« ekonomiji je nivo zaposlenosti visok, vsi ljudje trošijo svoj denar povsem običajno. To pomeni, da v gospodarstvu obstaja

določen krožni tok denarja, ki »poskrbi«, da moje trošenje pomeni nekemu drugemu dobiček in obratno, ko nekdo drug troši, posledično prihodek dobivam jaz. Problem nastane, ko zaradi takih ali drugačnih razlogov v gospodarstvu zavlada nezaupanje, preplah, panika. Pričakujoč slabe čase začnem »zategovati pas« in vestno varčevati denar. Posledica mojega početja se pozna, ker nekdo drug zaradi tega ne dobiva več denarja z moje strani in tudi sam zaradi poslabšane situacije začne varčevati. Najino skupno početje povzroči začaran krog.

Zdravilo za to je po Keynesovem mnenju, da centralna banka poveča ponudbo denarja. Ko država spusti več denarja med potrošnike, povrne zaupanje, ljudje začnejo zopet normalno zapravljati in krožni tok denarja je ponovno vzpostavljen. Zveni seveda nadvse preprosto in kar preveč preprosto je očitno bilo za takratno politiko. Če je torej slednja teorija dejansko rešitev težav v času recesije, kaj potem velja za obdobje depresije? Po Keynesovem mnenju naj bi bile namreč depresije nič drugega kot recesije, ki so obtičale v tako imenovani likvidnostni pasti (angl. *liquidity trap*), ki nastane, kadar se ljudje s potrošnjo svojih sredstev ne odzovejo, niti ko država poskuša z različnimi vzvodi povečati ponudbo denarja. V takih primerih Keynes verjame, da je prava rešitev, da država počne to, kar potrošniki ne in to je, da troši (Keynes, 1936). Za to fazo, ki je nekako poslednji poizkus države, da vzpostavi normalni denarni tok, obstaja tudi znamenita Keynesova fraza priming the pump (Keynes, 1936).

Še nekaj o problemu trošenja potrošnikov. Obstaja mnogo razlag, zakaj ljudje prenehajo trošiti denar, ko gospodarstvo ne deluje, tako kot bi moralo. Lahko je zaradi pomanjkanja zaupanja v gospodarstvo, ki ga povzroči kakšen viden pretres; na primer velik padec borznih trgov. Lahko je naravna katastrofa, množičen upad zaposlenosti, težave v kakšnem posameznem sektorju ekonomije. Lahko je neenaka razporeditev bogastva, ki povzroči, da bogati proizvedejo viške, za katere pa so revni prerevni, da bi jih kupovali. Pojav pa lahko povzroči tudi centralna banka, ki s preveč restriktivno denarno politiko povzroči, da se ljudje dobesedno oklepajo svojega »izginjajočega« denarja (Keynes, 1936). Slednje je še posebej pomembno, saj veliko ljudi verjame, da je Veliko depresijo povzročilo ravno to.

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

V sedmih letih, pod močnim »kejnezijskim trošenjem«, so ZDA v svoji do takratni zgodovini prišle iz največje depresije v največji »ekonomski bum«. Uspeh keynesijske miselnosti je bil tako odmeven, da so se je oprijemale skoraj vse takratne kapitalistično

usmerjene države. Pred drugo svetovno vojno je osem recesij v ZDA potonilo še globlje v depresije (1807, 1837, 1873, 1882, 1893, 1920, 1933 in 1937). Po drugi svetovni vojni je bilo pod »kežnezijansko politiko« devet recesij (1945-46, 1949, 1954, 1956, 1960-61, 1970, 1973-75, 1980-83, 1990-92) in nobena od njih se ni poslabšala v depresijo (Kangas, 1997).

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

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

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

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

Iz namišljenega pretiranega primera se vidi, da ima vsaka centralna banka, na primer evropska ECB (*European Central Bank*) kakor tudi ameriška FED, zelo pomembno vlogo pri uravnavanju v ekonomiji. Premalo denarja v gospodarstvu pomeni manj delovnih mest, prevelika količina denarja pa na drugi strani sproži visoko inflacijo. Najpomembnejša naloga centralnih bank je torej, da pravilno ugotovijo stanje v gospodarstvu in ukrepajo, kar se da temu stanju primerno. Ne pretirano in ne premalo odločno. Tako je bilo lahko zadnje leto in pol za nekoga, ki je spremljal dogodke v trenutni svetovni gospodarski krizi in odzive posameznih bank nanje, izjemno zanimivo. Včasih se je zdelo, da se banke le borijo z mlino na veter, občasno pa so ekonomisti vseeno ujeli žarek upanja, da številni gospodarski ukrepi za ublažitev ali celo končanje krize začenjajo dejansko delovati.

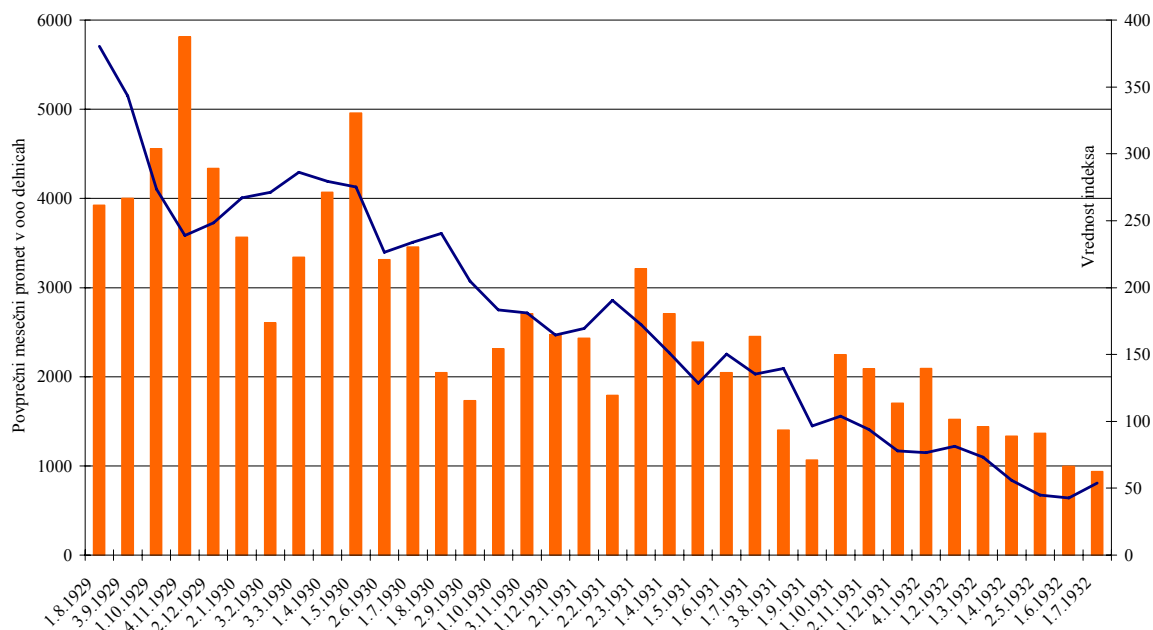
2.2 Vzroki in potek

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

Borzni zlom

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

Slika 1: Grafični prikaz gibanja ameriškega indeksa Dow Jones⁶ med silovitim padcem od leta 1929 do 1932



Vir: Yahoo Finance,(2008).

Strm nenaden padec vrednosti najpomembnejšega ameriškega indeksa, ki so ga do takrat izračunavali le slabo leto, je povzročil ogromno izgubo bogastva in vrednosti. Udarec je opustošil tudi bančni sistem, kazalo je na popolno katastrofo. Dramatičen upad vrednosti borznega trga je povzročil v poslovni sferi izjemen pesimizem. Šok, ki ga je doživelo zaupanje v gospodarstvo je povzročil paniko, oslabil ali celo popolnoma prekinil večino

⁶ Indeks Dow Jones Industrial Average je cenovno tehtano povprečje 30 največjih podjetij, ki so ponavadi vodilna v njihovi panogi. Po svetu je indeks že dolgo sprejet in služi kot primerjalni indeks in sinonim za borzni trg že praktično od 1. oktobra 1928, odkar so ga začeli računati (Vir. Bloomberg).

investicijske dejavnosti in tako še dodatno oteževal kakršnekoli pogoje za okrevanje (Gusmorino, 1996).

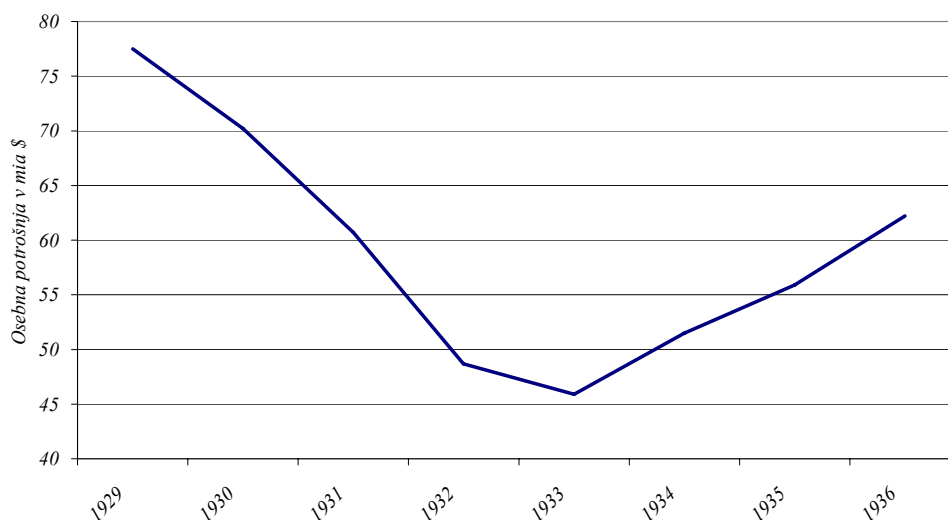
Strokovna javnost je začela z obsežnim iskanjem vzrokov, zakaj je sploh prišlo do tako silovitega padca finančnih trgov. Pisci, kot sta Irving Fisher in Lionel Robbins, so bili prepričani, da je do depresije prišlo zaradi kaotičnega stanja kreditiranja, ki se je začelo po prvi svetovni vojni. Največji problem sta videla v nevarnem krogu obveznosti v povezavi s tveganjem, ki je prišlo z Dawesovim načrtom⁷. Združene države Amerike so posodile sredstva Veliki Britaniji, Franciji in Nemčiji, hkrati pa so se zavezniške sile zanašale na kompenzacijska sredstva Nemčije (angl. *war reparations*), s katerimi bi poplačale dolg do ZDA. Do leta 1928 so se ameriške banke sicer že zavedale obstoječe nevarnosti, vendar je njihov odziv, se pravi zmanjšanje posojil evropskim vladam, povzročil le še poslabšanje situacije (Fisher, 1932).

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

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

⁷ Dawesov načrt (angl. *The Dawes plan*) je bil poizkus zavezniških sil po drugi svetovni vojni, da od Nemčije pridobi vojno odškodnino za nastalo škodo.

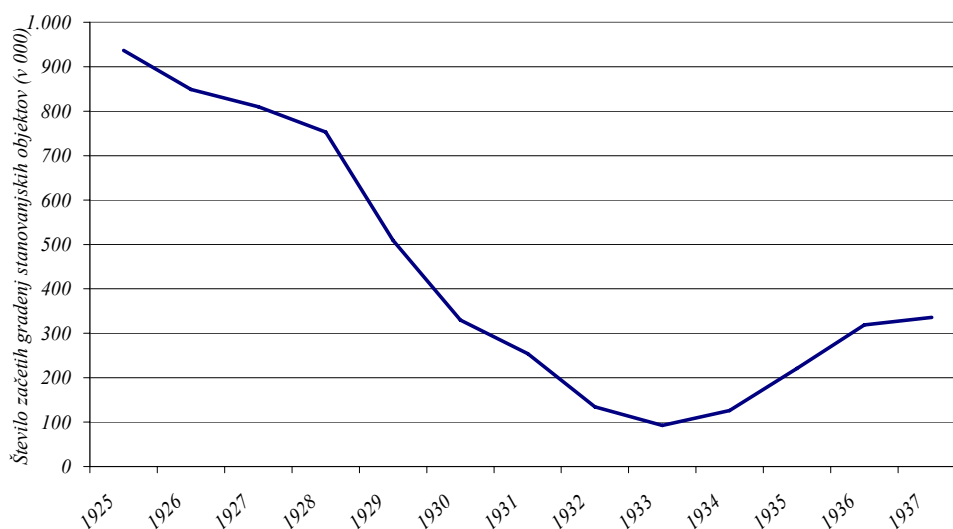
Slika 2: Osebnna potrošnja v ZDA preračunana na sedanjo vrednost dolarja med leti 1929 in 1936 (v mia \$)



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

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

Slika 3: Grafični prikaz gibanja začetkov stanovanjskih novogradenj od leta 1925 do 1937 v ZDA



Vir: U.S. Census Bureau, (2008).

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

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

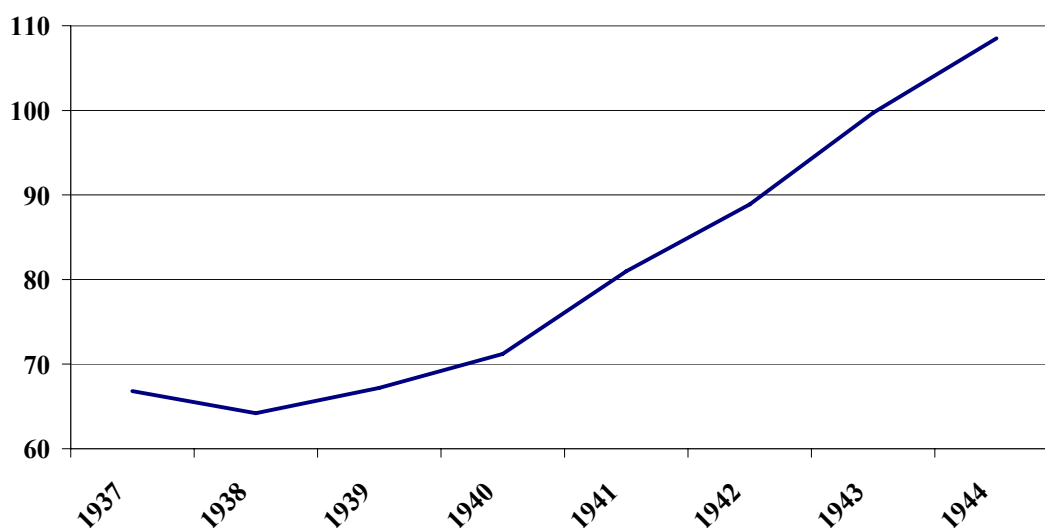
Napake politike

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

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

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

Slika 4: Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mia \$)



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

Zgornja slika osebne potrošnje v ZDA prikazuje, da je v začetku leta 1939, s še večjim pospeškom v letu 1940, potrošnja iz stagnacije ob koncu Velike depresije skokovito narasla v pičlih nekaj letih. Nagnjenost k potrošnji je bila torej konec tridesetih prejšnjega stoletja majhna in recesije ni bilo mogoče kar tako odgnati. Rešitev je ameriška vlada iskala tudi z vzpodbujanjem konkurenčnejšega okolja (angl. *pro-competitive policies*) kot na primer z ustanovitvijo začasnega nacionalnega ekonomskega komiteja za preiskovanje koncentracij ekonomske moči, vendar je bilo to premalo, prepozno in velikokrat povezano zgolj s političnimi in premalo z ekonomskimi skrbmi (Rose, 1954).

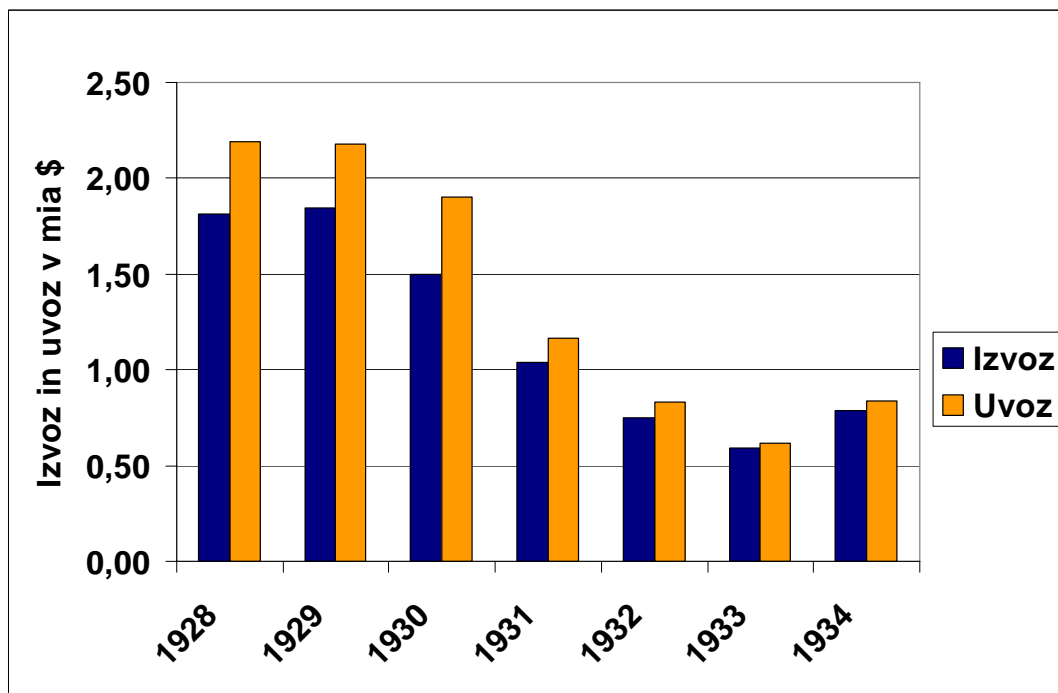
Vidik vzrokov za krizo in njeno dolgotrajno reševanje v političnih odločitvah je seveda zanimiv in verjetno je v njem tudi kar nekaj resnice. Je pa res, da je takratna Rooseveltova vlada ogromno reakcij preprosto posnemala iz zgodovine finančnih kriz in jih aplicirala na tedanjo situacijo. Vprašati se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

Dolgoročne težave

Zagovorniki teorije dolgoročnih težav kot vzrokov pripisujejo sesutju borznega trga leta 1929 obstranski pomen. Menijo namreč, da je imel razvoj drugih specifik gospodarstva v medvojnem obdobju pomembnejše učinke (Harris, 1948). Ena izmed takšnih specifik je na primer ta, da je po prvi svetovni vojni postala razdelitev nacionalnega prihodka zelo nesimetrično porazdeljena in je zato prišlo do zmanjšane nagnjenosti ljudi k potrošnji (Sweezy, 1939). Spet druga specifika je, da je prišlo do spremembe pogojev menjave med surovinami in končnimi dobrinami zaradi neenakega razvoja med kmetijskimi in razvitejšimi, industrijskimi državami. Ravno spremembe v pogojih menjave naj bi

povzročile kreditno krizo na svetovnih trgih ob udaru zelo slabega pridelka v letih 1929 in 1930 (Timoshenko, 1933). Istočasno ko so kmetijske države izgubljale prihodek zaradi zelo slabe letine in upadanja svetovnega povpraševanja, so razvite države zmanjševale obseg kreditiranja in uvajale masovne omejitve v menjavi, kot je bila na primer ameriška *Hawley-Smoot Tarifa*⁸ (angl. *Hawley-Smoot Tariff Act*). Tako so kmetijske države doživljale pretres zaradi popolnega pomanjkanja prihodkov, razvite države pa so s tem seveda izgubljale prodajne trge za svoje presežke (Lewis 1950; Kindleberger, 1973).

Slika 5: Padec uvoza in izvoza ZDA kot posledica Hawley-Smoot Tarife



Vir: US Department of Agriculture, (2009).

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

⁸ Hawley-Smoot Tarifa je bil akt v ZDA, sprejet v zakon 17. junija 1930, ki je po zgledu protekcionizma zvišal trošarine na več kot 20000 različnih kosov uvoženega blaga. V ZDA je peticijo proti temu zakonu podpisalo 1,028 ekonomistov in kot odgovor nanj je veliko drugih držav dvignilo carine na uvoženo ameriško blago. Posledično je uvoz in izvoz ZDA strmoglavil za več kot polovico in je bil po mnenju mnogih ekonomistov eden izmed vidnejših dejavnikov Velike depresije.

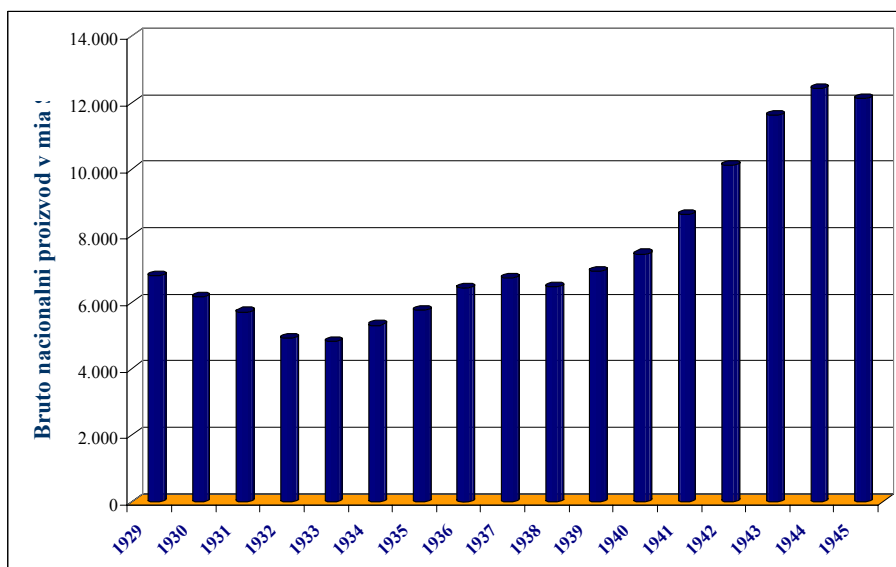
Naštete teorije o razsežnejših vzrokih so naletele na nekaj kritik. Charles Kindleberger na primer pravi, da avtorji, ki so dajali poudarek na povečujočo neenakost prihodka, niso predstavili večjih dokazov za svojo tezo ali definirali, kako natančno so ti faktorji vplivali na gospodarstvo v medvojnem času. Za Berla in Meansa pravi, da sta kljub trditvi, da sta dokazala relativno cenovno neelastičnost v ekonomskih sektorjih v tridesetih prejšnjega stoletja, pustila mnogo kritikov neprepričanih, kajti glede na to, da je agregatna raven cen v tistem času padla za eno tretjino, je težko ocenjevati cenovno elastičnost. Teorija lepljivih cene je imela še eno predpostavko, in sicer predpostavko popolne konkurenčnosti vseh trgov, razen tistih, kjer je do lepljivih cen prihajalo. Če ta predpostavka ni bila upoštevana, njuna teorija ni zdržala (Bernstein, 1989).

Tudi teorija pogojev menjave ima precejšnjo pomanjkljivost. Največja šibkost ameriške ekonomije v medvojnem času je bila namreč pogojena z domačimi težavami in zato upad povpraševanja s strani kmetijskih držav ni imel večjega vpliva. V dvajsetih je namreč celoten izvoz ZDA predstavljal le okoli 5 odstotkov celotnega bruto domačega proizvoda, iz česar lahko sklepamo, da njegov upad dejansko ni mogel imeti tako silovitega vpliva na razvoj in potek Velike depresije.

2.3 Ameriška ekonomija po Veliki recesiji

Druga svetovna vojna je uspela v nečem, v čemer Rooseveltov New deal ni – v dobršni meri je prispevala k ekonomskemu okrevanju ameriškega gospodarstva. Z izbruhom vojne v Evropi je stopnja nezaposlenosti začela počasi upadati in do japonskega napada na Pearl Harbor je bilo brezposelnih »le« še 7 odstotkov delovne sile. Z vstopom v vojno so Američani skoraj v trenutku rešili težave, ki so jih pestile v medvojnih letih. Med letoma 1939 in 1944 je bruto nacionalni proizvod, preračunano na sedanjo vrednost dolarja, porasel za skoraj 125 odstotkov. Do leta 1945 je tako narasel na 212 milijard ameriških dolarjev.

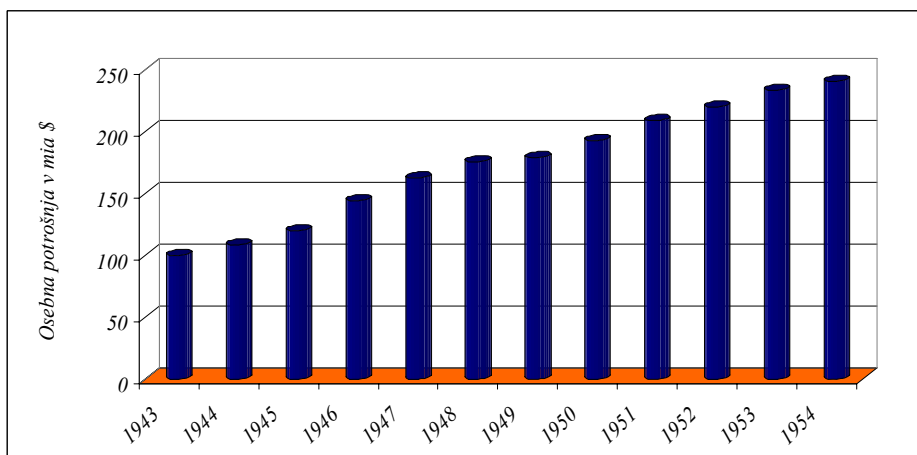
Slika 6: Grafični prikaz bruto nacionalnega proizvoda v ZDA, med leti 1939 in 1945 (v mia \$)



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

Ko se je vojna končala, se je veliko ekonomistov in poslovnežev celo zballo, da bo nivo zaposlenosti in blaginje posledično upadel. Vendar so se njihove skrbi izkazale za neupravičene. V prvem letu po vojni je bruto nacionalni produkt padel manj, kakor se je zmanjšala državna potrošnja, brezposelnost je bila pod štirimi odstotki in potrošnja prebivalstva ni padla. Ravno obratno, eventualno je doživela celo precejšen porast. Kljub temu, da so se kasneje do leta 1970 pojavljale še druge recesije, se k sreči nobena ni niti približala resnosti Velike depresije. Za časa teh treh desetletij je ameriška proizvodnja počasi, vendar z gotovostjo, rasla z le nekaj manjšimi popravki. Sodeč po *indeksu Zveznih rezerv (Federal Reserve Board Index)* se je proizvodnja med letoma 1945 in 1965 podvojila in potrojila med 1945 in 1976.

Slika 7: Osebna potrošnja v ZDA, preračunana na sedanjo vrednost ameriškega dolarja (v mia \$)



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

Tako izjemna rast morda niti ne preseneča, saj je šlo za vojno, globalen konflikt in s stališča ZDA je le-ta potekal izven državnih meja. V poznih štiridesetih in petdesetih so se potrošnja in investicije le še okrepile. S predajo Nemčije in Japonske so se v ZDA okrepile privatne in tuje investicije. Preusmerjanje investicij iz vojne v mirnodobne panoge je že samo po sebi nudilo precej dobrih priložnosti. Proizvodnja hrane, ki je med vojno doživela stagnacijo, je za razvoj in posodobitve potrebovala veliko sredstev. Celoten strah inflacije, ki bi lahko sledila »bumu« cen v vojnem času, je pozitivno vplival na podjetja, saj so bila ta še bolj zainteresirana za naložbe v dolgoročne investicijske projekte. V tujini so obstajale velike vsote tako državnega kot privatnega kapitala, ki je v vojnem času skrit čakal na priložnost, da se investira na varno. Združene države Amerike so bile s tega stališča verjetno vodilno naložbeno »pristanišče«.

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

Zunanje povpraševanje po ameriških proizvodih in storitvah je tudi doživljalo vzpon. Ogromno je bilo za obnoviti, veliko območij je bilo popolnoma uničenih. Američani so imeli ogromne presežke, ki so jih z lahkoto prodajali čez mejo. Dobro jim je služil tudi *Marshallov plan*, ki je bil za gradbeno industrijo zlata jama. Ameriška blaginja in prednost svetovnega voditelja sta tako trajali več kot desetletje vendar je začelo pešati leta 1957. V Washingtonu se je ustoličila nova vlada, navdihnjena s kejezijansko doktrino. Začelo se je obdobje trdnega državnega regulativnega centralizma, ki je sledil cilju vzdrževanja visokih nivojev zaposlenosti in inflacije.

Ameriški ekonomski ukrepi in delovanje je v drugi polovici dvajsetega stoletja v veliko ozirih sledilo analitičnim predlogom medvojne dobe, a je k sposobnosti silovitega napredka in kljubovanja ekonomski stagnaciji precej pripomogel tudi skupek dejavnikov, tako globalnih kot domačih; vendar se tako prijetno sozvočje ne more nadaljevati v neskončnost: »*Vesela, odprta doba povojne rasti je očitno prišla do konca*« (Steindl, 1976).

3 Kriza rizičnih kreditov

3.1 Vzroki

Sprožitvi krize rizičnih kreditov (angl: *subprime mortgage crisis*), ki trenutno poteka v svetu, je botrovalo več dejavnikov, v zadnjih letih nakopičenih na nepremičninskem in kreditnem trgu. Hipotekarna posojila za nakupe hiš in stanovanj so dobivali ljudje, ki teh

kreditov nikakor niso mogli odplačevati (Manzi, 2008). Nizke obrestne mere in visoki pritoki tujega denarja so namreč spodbujali nepremičninski trg z vse večjo, s krediti podprto, potrošnjo. Tako je odstotek lastniških stanovanj v ZDA (angl. *home ownership rate*) v pičlih desetih letih narasel za dobrih 5, na 69,2 odstotkov. Posojanje ljudem z slabimi kreditnimi zmožnostmi je bilo ključno za tako visoko zvišanje tega odstotka ter višanje povpraševanja po stanovanjskih kreditih, kar je cene nepremičnin pognalo v višave (U.S. Census bureau, 2007). (Pre)visoke cene nepremičnin so povzročile, da so se zaloge le-teh počasi začele kopičiti in tako so se cene zaradi vse večje ponudbe, proti koncu leta 2006 začele počasi umirjati oziroma padati. Ker so cene začele padati, so s tem padale tudi vrednosti sredstev, s katerimi so imeli ljudje zavarovane svoje hipoteke. Tako ob nezmožnosti odplačevanja obrokov, ko so mnogi želeli refinancirati svoj dolg, tega niso mogli, saj je bila njihova lastnina vredna vedno manj. Ko je mnogo ljudi preprosto nehalo plačevati mesečne obveznosti, je to pomenilo, da se je ponudba na trgu nepremičnin še povečala in cene so še bolj padle. Začaran krog (angl. *vicious cycle*) se je začel (Feldstein, 2008).

Poleg nezmožnosti odplačevanja teh visokih cen nepremičnin se najpogosteje omenjajo tudi vzroki kot so: spreminjajoče se obrestne mere, prevelik obseg kreditov, prevelik obseg gradnje v času ekspanzije, visoko rizični kreditni instrumenti, previsoki nivoji osebnega in korporativnega zadolževanja, razni finančni produkti, ki so razpršili in tako na nek način zakrili tveganje najemanja kreditov, neustrezna denarna politika, neuravnovešenost v mednarodni menjavi in pomanjkanje državne kontrole (Roubini, 2009; Steverman, 2008).

K nastali krizi so pripomogle tudi špekulacije na nepremičninskih trgih. V letu 2006 je bilo tako na primer 22 odstotkov vseh prodanih stanovanj oziroma hiš kupljenih v investicijske namene, z dodatnimi 14 odstotki, ki so bili kupljeni v počitniške namene. V letu sta bili ti dve številki 28 in 12 odstotkov. Torej je bilo 40 odstotkov domov kupljenih v druge namene kot za stalno bivanje. Leta 2006, ko so se začela kazati prva znamenja krize, so špekulanti nehali vlagati v nepremičninski trg, kar je povzročilo, da so se investicije v ta sektor zmanjšale precej manj, kakor bi se v resnici morale (Christie, 2007).

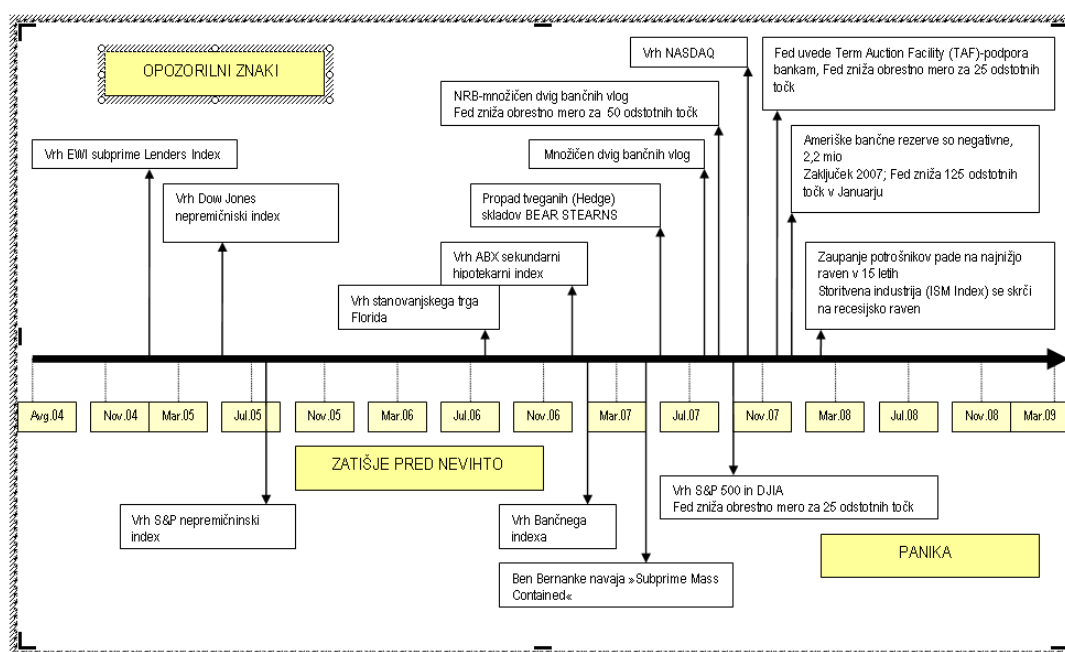
V novembru 2008 je skupina najrazvitejših svetovnih držav G-20 podala tudi uradno izjavo o razlogih za finančno krizo: »V obdobju močne gospodarske rasti, rastočih kapitalskih tokov in podaljšane stabilnosti v začetku tega stoletja, so udeleženci na trgih skušali doseči visoke donose brez upoštevanja tveganja in potrebne skrbnosti (angl. *due diligence*). Obenem so šibki standardi, neustrezno upravljanje s tveganjem, vedno bolj kompleksni in nerazumljivi finančni produkti in posledično previsoki nivoji zadolževanja ustvarili šibkosti v sistemu. Politiki, regulatorji in nadzorniki v nekaterih naprednih državah niso ustrezno prepoznali in se odzvali na vedno večja tveganja na finančnih trgih, niso bili v koraku s finančnimi inovacijami in niso upoštevali sistematičnega razcepljanja domače regulative« (The White House, 2008).

3.2 Potek

Po zastoju na medbančnem posojilnem trgu je ameriška centralna banka (FED) reagirala s povečanim obsegom delovanja t.i. diskontnega okna (angl. *Discount Window Facility*) in znižala posojilno mero za 300 bazičnih točk (Thornton, 2009). Kriza se je poglobila v marcu 2008 z rešitvijo investicijske banke Bear Stearns s strani bančnega konglomerata JP Morgan Chase & Co., podprtega s sredstvi centralne banke. Reševanje je FED opravičeval s trditvijo, da bi bil propad banke Bear Stearns pomenil le še poslabšanje krize (Goldstein, 2008). Po marcu so se odprla še nova diskontna okna, ki so nudila investicijskim bankam dostop do nujno potrebnih sredstev. Dvigovanje teh sredstev je postalo iz dneva v dan bolj sprejemljivo početje, veliko polemik pa je bilo v tistem času o tem, kako FED nadzira ali sredstva dejansko odhajajo v prave roke. Še v času, ko je to diplomsko delo nastajalo, je bil na primer podatek o tem, kdo so bili dejanski prejemniki teh sredstev, tajen, njegovo tajnost pa je predsednik FED Ben Shalom Bernanke opravičeval s tem, da bi podjetja, upravičena do teh sredstev, preveč pogledovala po svojih konkurentih in premalo upoštevala svoje lastne izračune, koliko sredstev v resnici potrebujejo (Davidson, 2009).

Naslednji večji dogodek v krizi je bilo reševanje in delna nacionalizacija državno sponzoriranih podjetij (angl. *Government Sponsored Enterprise – GSE*) Fannie Mae in Freddie Mac v juliju 2008. Ti dve podjetji naj bi bili za hipotekarni trg nujno potrebni in zato njunega propada vlada ni mogla dopustiti (Zuckerman, 2008). Že nekaj mesecev kasneje, natančneje 15. septembra, pa sta državna zakladnica in FED dopustila propad ene izmed največjih investicijskih bank na svetu Lehman Brothers. To je krizo vidno poslabšalo, saj je bilo s tem seveda konec ugibanja o tem, ali bodo vse insolventne institucije dobile pomoč s strani države ali ne. Strokovnjaki, ki so v tej zgodbi sodelovali, so trdili, da je bila banka Lehman Brothers v slabši kondiciji kot Bear Stearns in tudi manj rizična za preostali trg. Že naslednji dan je državno pomoč in s tem rešitev pred propadom doživelo podjetje American International Group (AIG), eno največjih zavarovalnih podjetij na svetu, za katerega so isti strokovnjaki trdili, da bi imel njegov propad usodne posledice za t.i. nepretočne kreditne zamenjave ali CDOs (angl. *Collateralized Credit Default Swaps*), ki so v bistvu neke vrste zavarovalne pogodbe na delnice. Po padcu banke Lehman Brothers je kriza že začela kazati svoje globalne vplive, saj propad podjetja, ki je imelo izpostave resnično po celem svetu, ni vzbujal nikakršnih posebno pozitivnih občutkov. Nasprotno, od takrat se je svet začel zavedati, da nobena banka ni več varna (Sloan, 2009). Nekaj obveznic te propadle velikanke so držale celo nekatere slovenske banke in manjše finančne institucije. S tem dejstvom lahko vidimo, kako je bila ta investicijska banka globalizirana. Posojilni trg je tako postal popolnoma »mrtev«, prav takšen, kakršnega v knjigi Manias, panics and crashes opiše Kindleberger. Med propadanjem banke Lehman Brothers, so se strokovnjakom porajala vprašanja o tem, kakšna bi bila prava rešitev in kako bi morebitno drugačno postopanje vplivalo na iztek kriznih razmer. Verjetno so bili to do takrat resnično pomembnejši mejniki kreditne krize.

Slika 8: Nekateri pomembnejši dogodki kreditne krize



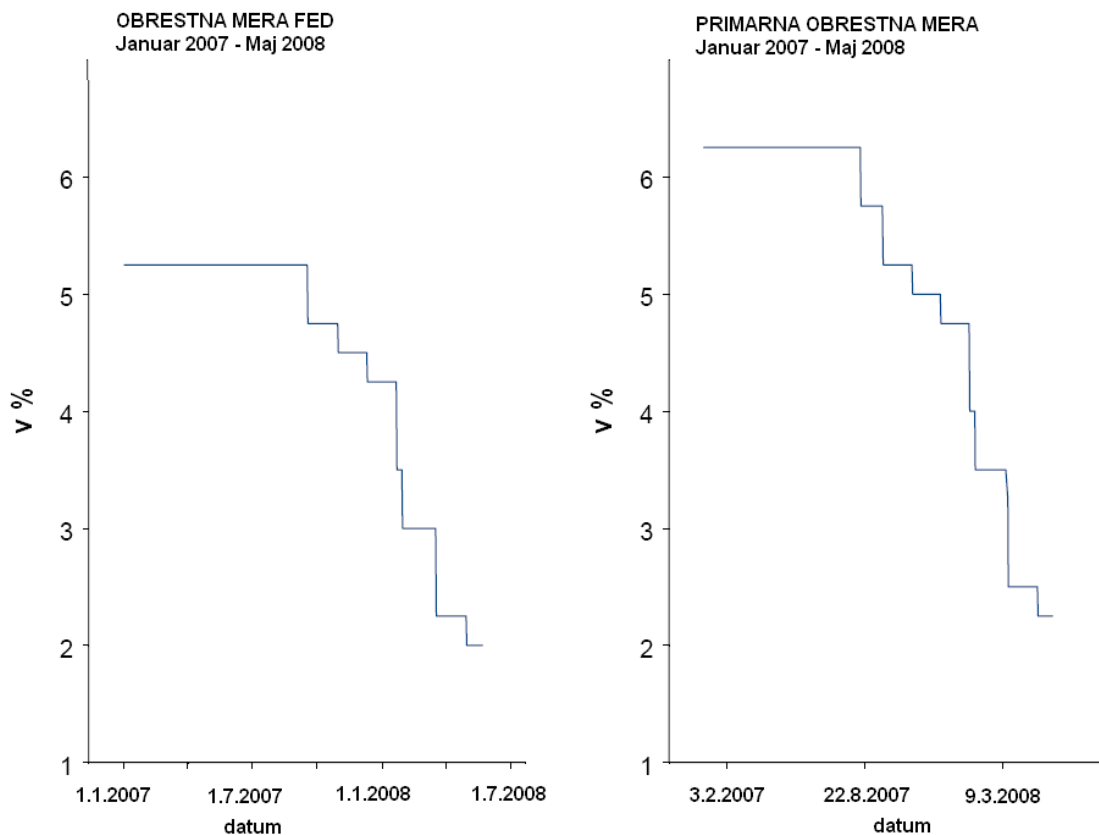
Vir: Financial crisis outline, The insider, (2009).

V nadaljevanju paničnih kriznih razmer, skupaj z ukrepoma FEDa za večjo likvidnost komercialnih zapisov in višanjem varnostne meje za vzajemne sklade denarnega trga, je ameriška državna zakladnica predstavila tako imenovani *sprostitevni načrt za težavna sredstva* (angl. *TARP – Troubled Assets Relief Program*). S tem bi za izjemnih 700 milijard ameriških dolarjev, izhajajočih iz davkoplačevalskega denarja, kupili precej podcenjene s *hipotekami zavarovane* (angl. *mortgage backed*) in druge finančne instrumente iz bančnih bilanc upajoč, da bodo tako sprostili, oziroma ponovno vzpostavili bančno posojanje oziroma dajanje kreditov (Manzi, 2008). Sprva je predlog po dvigu velikega prahu pogorel pred kongresom, a je kasneje, ko je senat nanj obesil nekaj politično ugodnih in dragih točk, vendarle uspešno preстал birokratsko proceduro in bil le teden po zavrnitvi uspešno sprejet v srce finančnega nemira.

3.3 Ukrepi politike

Z uporabo ukrepov monetarne politike torej poskušamo reševati težave likvidnosti, solventnosti in nestabilnosti ekonomije. Z vidika likvidnosti je bilo videti, da centralne banke delajo vse potrebno, kar je v njihovi moči, da bi preprečile nastanek popolnega mrka na medbančnem trgu. Evropska centralna banka je »poplavila« trge z likvidnostjo, prav tako tudi FED z znižanjem diskontne mere, tokrat za 50 bazičnih točk.

Slika 9: Grafični prikaz temeljne in primarne obrestne mere v ZDA med januarjem 2007 in majem 2008



Vir Dwyer P. Gerald. *The Financial Turmoil in 2007 and 2008, Government Actions.* (2008).

Centralna banka Združenega kraljestva Bank of England je do sredine 2007 zvesto sledila doktrini angleškega poslovneža, esejista in novinarja Walterja Bagehota s tem, da je imela svoja diskontna okna odprta vsem, vendar po kazenski obrestni meri (angl. *penalty rate*)⁹. Že 14 septembra 2007 so se stvari spremenile tudi za angleško centralno banko. Velike težave z likvidnostjo je namreč sporočila banka Northern Rock in centralna Bank of England je bila primorana brez kazenske obrestne mere na trg sprostiti veliko količino likvidnosti. Prav tako je tudi morala vzpostaviti stanje trenutne popolne garancije hranilnih vlog v vseh britanskih bankah. Mnogi menijo, da je do kolapsa Northern Rock prišlo ravno zaradi nezadostnih vladnih zagotovil, kar je botrovalo množičnemu dvigu hranilnih vlog in ne toliko to, da centralna banka pred tem ni želela posojati brez kazenske obrestne mere.

⁹ Kazenska obrestna mera služi kot sredstvo, ki preprečuje, da bi institucije, ki niso v likvidnostnih težavah, posegale po posojilih, namenjenih institucijam v težavah. Služi tudi kot varovalka, da se institucije v normalnih časih ne bi preveč zadolževale in prevzemale previsokega tveganja misleč, da si bodo v kriznih časih tako ali tako lahko sredstva preprosto izposodila od centralne banke. Kazenska obrestna mera naj bi bila tudi višja od obrestne mere, ki velja v normalnih razmerah in ne tiste v času krize, saj posojilodajalec želi doseči stabilnost v času normalnih razmer. Posojilodajalci so sicer praviloma posojali po ne kazenskih obrestnih merah, saj so želeli dosežati želeno likvidnost (Goodhart, 1995; Fischer, 1999; Kunovar 2002).

Namigovalo se je tudi, da so neustrezno ukrepanje angleške banke sprožili tudi pomanjkljiva kontrola in razni politični pritiski (Milne & Wood, 2008).

V takratnem dogajanju v ZDA se je znatno povečal pritisk na medbančni denarni trg in posledično se je močno povečala likvidnost pozimi med letoma 2007 in 2008 in še kasneje v marcu, ko je krizo doživela prej omenjena banka Bear Stearns. Po tem dogodku je FED predstavil kar nekaj novih programov, kako lahko podjetja pridejo do potrebnih sredstev (Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2008). Med njimi operacije začasne avkcije v ameriških dolarjih (angl. *TAF – Term Auction Facility*), orodja posojanja vrednostnih papirjev (angl. *TSLF – Term Security Lending Facility*) in orodje primarnega vpisnika kredita (angl. *PDCF – Primary Dealer Credit Facility*). Po marcu 2008 je FED svoje likvidnostne ukrepe razširil tudi na trg komercialnih vrednostnih papirjev.

- TAF – pri tem načinu pridobivanja sredstev gre za posojanje kreditnim institucijam z večjimi zahtevami zavarovanja. Te institucije so načeloma že upravičene primarnega diskontnega posojila in so v primerjavi s podobnimi v »dobrem« finančnem položaju. V času avkcije se oblikuje obrestna mera, po kateri potem te institucije za obdobje enega meseca pridobijo posojena sredstva. TAF kot orodje denarne politike nima tako negativnega prizvoka kot na primer diskontno okence, zato je tudi bolj priljubljeno. Prvi dve avkciji sta stekli konec leta 2007, vsaki je FED ponudil 20 milijard dolarjev. Na obe je bil pozitiven odziv in visoka udeležba (Mishkin, 2008b). Avkcije so se nadaljevale dvakrat mesečno, vrednost posojil pa vneto naraščala in tako v marcu 2008 dosegla že 75 milijard dolarjev po avkciji (Term Auction Facility, 2008).
- TSLF – s tem orodjem FED za obdobje enega meseca posoja državne finančne instrumente v zamenjavo za določene strukturirane finančne instrumente primarnim vpisnikom. S tem orodjem povečuje tako dostopnost kot tudi likvidnost državnih finančnih instrumentov. Glavni argument uveljavitve TSLF je bil, da bo imel pozitiven vpliv na nebančne institucije in da se bodo posledično izboljšale razmere na trgu skladov. S tem naj bi ponovno začeli delovati finančni trgi in makroekonomska stabilnost bi se povečala (Minutes of The Federal Open Market Comitee, 2008).
- PDCP – je posojilo čez noč, namenjeno zagotovitvi finančnih sredstev za primarne vpisnike. Ti vpisniki morajo v zameno ponuditi tri partitno zavarovalno pogodbo. Vpisniki dobijo posojilo še isti delovni dan, posojilo pa zapade naslednji delovni dan. Obrestna mera je enaka obrestni meri FED in se spreminja enkrat na 45 dni, ko FED z vsemi vpisniki doreče naslednji nivo te obrestne meri, ki temelji na stopnjevanju, vendar je dogovorjena v naprej. PDCP je tako še eden od poskusov spodbuditve normalnega delovanja finančnih trgov.

Zgoraj opisana orodja so nakazovala na spremembo taktike ameriške centralne banke. S temi orodji je namreč FED zagotavljal finančna sredstva neposredno podjetjem, za katera

so bili mišljenja, da jih najbolj potrebujejo in da so najbolj pomembna za trg kot tak. To je bilo v nasprotju z dotedanjo prakso, ko je FED z neposrednimi tržnimi nakupi državnih zakladnic (angl. *Treasury Securities*) poslal denar na trg in tako prepustil distribucijo teh sredstev podjetjem samim, delovanju trga, brez svoje direktne kontrole (Coy, 2008). Nov način tako imenovanega usmerjenega ali ciljnega posojanja (angl. *targeted lending*) je za FED pomenil nevarnost, da spolitizira izbiro tistih, ki bodo sredstva dobili. Poraja se nam vprašanje, zakaj je FED takrat izbral zapletenejši način izbire tistih, ki bodo sredstva dobili, namesto da bi preprosto še naprej kupoval državne zakladnice, kakor je to v navadi v praksi, in zakaj je FED v tistem času tudi zmanjševal delež državnih zakladnic v svojih bilancah? Kako naj bi se namreč po končani krizi proti inflaciji začel boriti z restriktivno monetarno politiko, če ne bi imel v bilancah dovolj državnih zakladnic, ki bi jih lahko ponudil na trgu. Prodaja državnih zakladnic je namreč eden izmed najmočnejših orodij centralne banke v boju proti inflaciji.

Z ozirom na plačilno zmožnost so se torej FED in drugi ameriški denarni uradi spustili v dajanje poroštev tistim podjetjem, ki so že kazala začetne znake plačilne nezmožnosti in za katera so domnevali, da so prepomembna, da bi jih doletel stečaj. Tako sem že prej omenil, da so poroštva dobili na primer banka Bear Stearns v marcu, državno sponzorirana podjetja v juliju in AIG v septembru 2008. Banka Lehman Brothers je septembra dočakala stečaj, imenovan enajsto poglavje (angl. *chapter eleven*), ker naj ne bi bil solventen. Vprašanje je, ali bi se morda lahko izognili poglobitvi krize v času septembra in oktobra, če bi ameriška vlada dopustila propad banke Bear Stearns. Če bi dopustili propad te ogromne investicijske banke, takrat poznane po enem najboljših kriznih menedžmentov, preprosto ne bi prišlo do tako povečanega povpraševanja po državnih sredstvih (Townes, 2008). Nekateri strokovnjaki so bili mnenja, da bi bili učinki prelivanja (zgoraj omenjeni) manjši, kakor pa so bili v tem primeru, ko so bili vsi subjekti, povezani z banko Bear Stearns zaradi združitve z JP Morgan Chase, popolnoma zavarovani. Če bi podjetje propadlo, bi FED zamrznil njegove račune in določil, kam se bo stekla likvidacijska masa. Po mnenju mnogih bi tako prišlo do manjšega udara tudi za javne sklade. Leta 1990 je propadla takratna peta največja ameriška investicijska banka Drexel Burnham Lambert¹⁰ in ni prišlo do znatnejših učinkov prelivanja.

FED je poroštvo banki Bear Stearns med drugim utemeljeval tudi s posledicami, s katerimi se je trg dejansko moral spopasti kasneje istega leta, po propadu banke Lehman Brothers. Skeptiki pa so se spraševali, če se finančne institucije zaradi rešitve banke Bear Stearns vseeno niso posluževale bolj tveganega pristopa in so tako le poslabšale situacijo, saj so bile mnenja, da bodo v resnih težavah tako ali tako dobili državno pomoč (Brock, 2008). Verjetno je to resno poslabšalo že tako šibek finančni sistem in zagotovo pripomoglo k še

¹⁰ Drexel Burnham Lambert je bila ena izmed večjih podjetij na Wall Streetu. Sprva je zrasla do ogromnega podjetja, potem pa je sledil njen propad zaradi insolventnosti, nelegalnih aktivnosti na trgu slabih obveznic (junk bonds), katerih boter je bil takratni zaposleni v banki Michael Milken. Na vrhu svoje moči je bila peta največja ameriška investicijska banka.

večjemu šoku, ko je le slabih 9 mesecev kasneje vlada dovolila propad banke Lehman Brothers.

Po septembru 2008 je bilo tako jasno, da je največji problem obstoječe krize plačilna nezmožnost. Problem je bil namreč v zelo težkemu ocenjevanju sredstev posameznih finančnih podjetij, pa naj so bila ta sredstva hipotekarna posojila, študentska posojila, izdaje komercialnih papirjev ali dolgovi kreditnih kartic. Ocenjevanje sredstev, katerih vrednost je odvisna od številnih podsredstev, je namreč težka: če bi želeli dobiti realno oceno, bi bilo potrebno vsakega od teh podsredstev temeljito pregledati in podati vrednost. Ob ogromnemu številu in sami kompliciranosti bilanc, h čemur lahko dodamo še znatno nižje vrednosti vseh finančnih instrumentov na trgu, je bilo to seveda nemogoče opravilo (Manzi, 2008). Kako torej, če ne moremo določiti prave vrednosti, lahko vemo, kako in do kolikšne mere zavarovati določena sredstva in v primeru da smo investitorji v takšna sredstva, zavarovati sebe, torej svojo naložbo?

Ravno zato je bilo s stališča bank videti, da je nemogoče oceniti, katera podjetja si zaslužijo podaljšanje kreditov ali celo odpiranje novih kreditnih linij. Moramo se zavedati, da so nekateri novi finančni instrumenti, ki so se v zadnjih letih razplamteli na finančnih trgih tako kompleksni, da jih niti ekonomska teorija še ne pozna. To je bil v dotedanjem razvoju krize zagotovo največji problem in na trenutke je bilo videti, kot da ni nikogar na svetu, ki bi pravzaprav vedel, kaj se dogaja in nikogar z idejo, kako celotno stvar nekako zaježiti. FED je bil v prepoznavanju problema počasen in vedno korak za krizo. Poudarjanje povečane likvidnosti je bilo po mnenju mnogih komentatorjev prepočasno oziroma prepozno in nobenega ukrepa ni bilo, ki bi reševal težavo prepoznavanja vrednosti sredstev v lastništvu podjetij, ki so se borila z vprašanjem plačilne zmožnosti. Jasno je, da noben finančni trg ne more normalno delovati, če primanjkuje osnovnih informacij o plačilni zmožnosti udeležencev na trgu in tako je bila ravno ta lastnost krize prepoznana kot glavni razlog za poglobljanje le-te.

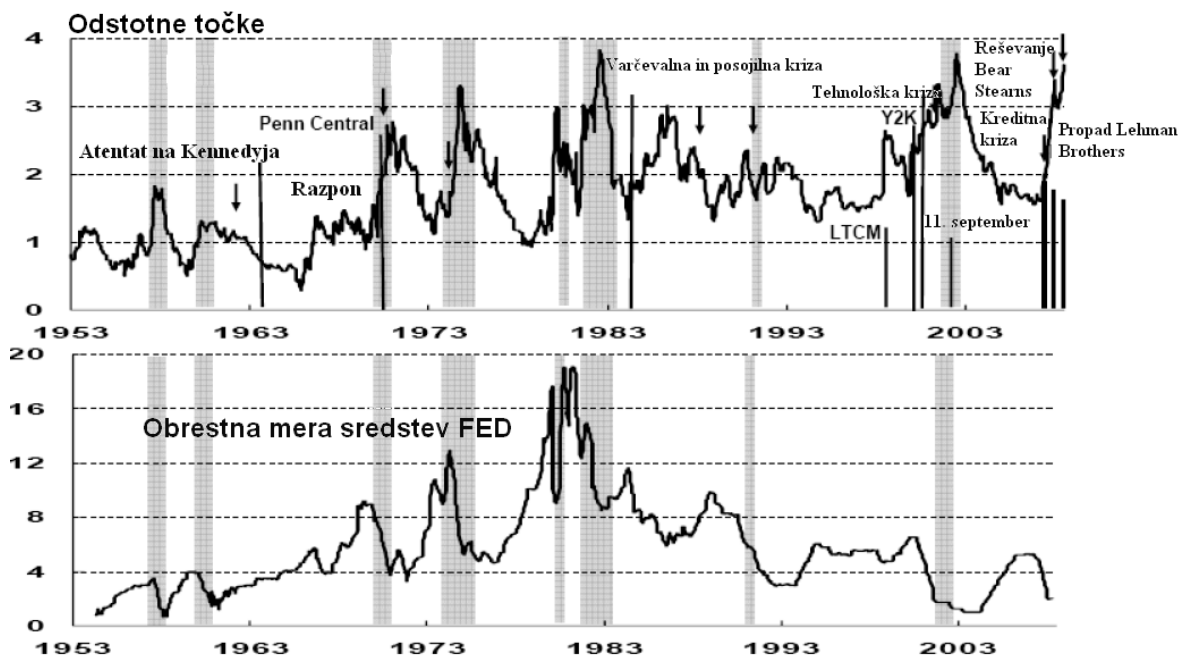
Trinajstega oktobra 2008 je ameriška državna zakladnica objavila nov načrt, ki je sledil zgledu Angležev, da vcepi denar direktno v bančni sistem in to naj bi bila prava rešitev. Vendar pa ni bilo jasno, ali bo država okrepila vse banke, tako plačilno nezmožne in nelikvidne ali le ene izmed njih. Če bi podkrepila plačilno nezmožne banke, bi lahko to pomenilo le podaljševanje kreditnega mrka, saj bi sredstva bolj kot posojanju banke namenile pokritju svoje plačilne nezmožnosti. Razlog za takšno prepričanje lahko najdemo v zgodovini, ko se je leta 1932 zgodila podobna zgodba, in sicer ko je Hooverjeva administracija predstavila tako imenovano Rekonstrukcijsko finančno korporacijo (angl. *RFC – Reconstruction Finance Corporation*). Državna zakladnica je takrat na trg poslala 1,3 milijarde ameriških dolarjev v 6000 bank, kar je enako, kot da bi danes sprostili 200 milijard. Trud je bil zaman, ko je v javnost prišel seznam vseh bank, ki so želele povišati svoj kapital in tako nihče ni želel pri temu programu sodelovati. Ogromno bank je posledično preprosto propadlo (Sylla, 2008).

Glede na realno ekonomijo je FED, ozirajoč se na cenovno stabilnost in polno zaposlenost, pravilno ocenil situacijo in energično zniževal obrestno mero. O tem sem pisal že na začetku naloge, da zgodovinsko gledano kreditni krči le podaljšajo in poglobijo finančne krize. Tako je smiselno resno znižati obrestne mere, s tem poskušati pridobiti nazaj prestrašene kreditojemalce, ko pa se vrnejo znaki inflacije, te obrestne mere ustrezno vrniti na prejšnje nivoje oziroma proti njim. Pri nekaterih piscih sem tako zasledil vprašanje, ali naj bi centralna banka sledila dogajanju na trgu ali naj bi na dogajanje reagirala? Tradicionalno naj bi centralna banka reagirala po dogodku in se z svojimi instrumenti poskušala boriti s posledicami dogodka (Bernanke, 2001). Alternativni vidik predlaga, da bi morala centralna banka delovati preventivno, se pravi dogodek pričakovati in preprečiti njegov nastanek (Cecchetti, 2000).

4 Primerjava sedanje s preteklimi krizami

Današnjo krizo je za boljše razumevanje potrebno gledati skozi oči zgodovine. Na sliki je grafično prikazano nekaj zgodovinskega ozadja za ZDA v prejšnjem stoletju. Gornji graf nam od leta 1953 do septembra 2008 prikazuje mesečni razpon med korporativnimi obveznicami z oceno Baa¹¹ in 10 letnimi zakladnicami s stalnim dospeljem (angl. *TCM – Treasury Constant Maturity Bond*).

Slika 10: Obrestne mere FED, Baa obveznic in 10-letnih zakladnic s stalnim dospeljem TCM



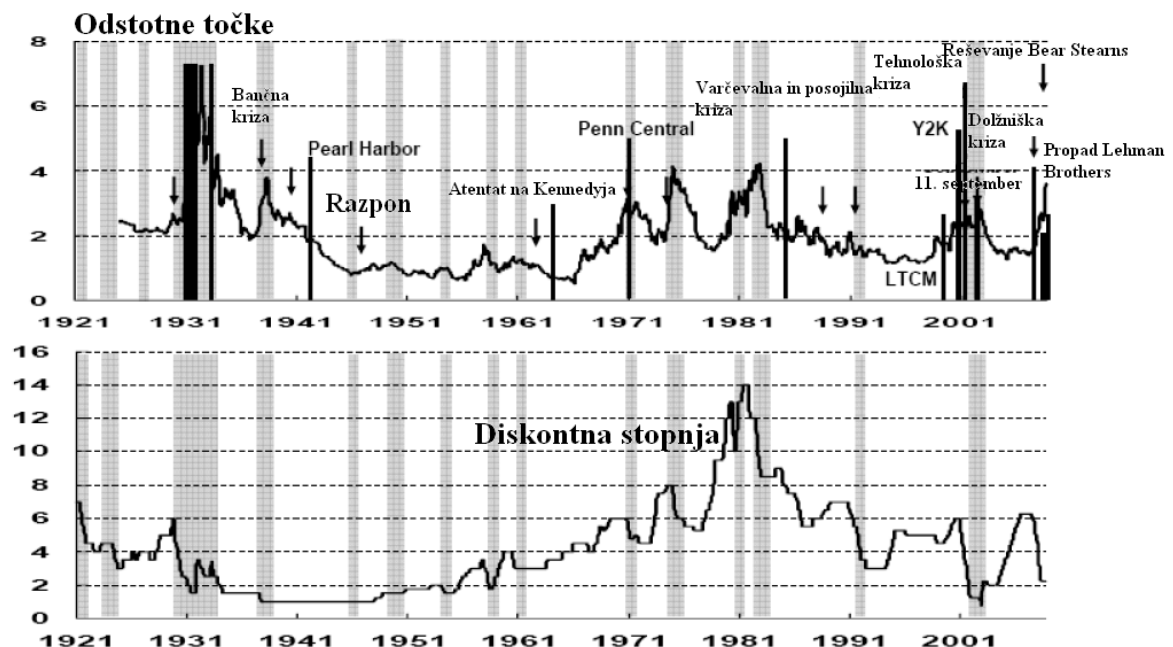
Legenda: ↓ pomeni borzni zlom

Vir: Federal Reserve Board, NBER, Bordo 2008.

¹¹ Nekako srednje ocenjena rizičnost obveznice. Ni niti slabo zavarovana niti visoko tvegana. Obveznice ocenjene s to oceno so nekako prag nizko tveganih obveznic.

Razpon nam prikazuje mero ocene finančnih trgov o kreditni tveganosti in je hkrati merilo finančne nestabilnosti kot posledice asimetričnosti informacij na trgu (Mishkin, 1991). Druga slika nam prikaže daljše obdobje, in sicer diskontno stopnjo Baa ocenjene obveznice in sestavljene zakladnice od leta 1921 do 2008. Na obeh slikah lahko vidimo tudi datume recesij in drugih pomembnejših dogodkov na finančnih trgih, kot so borzni zlomi, finančne krize in nekaj pomembnejših političnih dogodkov, ki so prav tako močneje vplivali na finančne trge. Podatki so povzeti po Nacionalnemu uradu za ekonomske raziskave (angl. *NBER – National Bureau of Economic Research*). Spodnja dela obeh slik kažeta obrestne mere zveznih rezerv od leta 1953 in diskontno mero za daljše obdobje prejšnjega stoletja. Kot lahko vidimo, so vrhovi kreditnih ciklov velikokrat poravnani z najvišjimi točkami, ki jih je označil NBER. Prav tako se pri teh vrhovih pojavijo borzni zlomi in bančne krize 30-ih. Še več, slike prikažejo, da so vrhovi obrestnih mer zveznih rezerv precej poravnani z vrhovi kreditnih ciklov. To nam pove, da je restriktivna monetarna politika pred zlomi velikokrat doživela vrh in potem obdobje sproščanja proti sledeči recesiji. Če pogledamo zdajšnjo krizo, lahko vidimo, da je razpon med Baa obveznicami in TCM dosegel enake nivoje kot med zadnjo recesijo do sedaj – recesijo 2000/2001 in nivoje kreditnega krča leta 1991. Razpon med Baa in TCM za obdobje 10 let pa je bil malce pod nivoji recesije leta 1980, ko je ameriški predsednik Carter uvedel svoj znameniti restriktivni program (Bordo, 2008).

Slika 11: Diskontna stopnja in Baa obveznice in sestavljene zakladnice (TCM) skozi obdobje 10 let



Legenda: ↓ pomeni borzni zlom

Vir: Federal Reserve Board, NBER, Bordo 2008.

4.1 Šola zgodovine

Mnogo finančnih institucij in novih finančnih instrumentov, ki so se znašli v krizi, so del stoletja starega fenomena finančnih inovacij. Na novo »izumljeni« inštrumenti so pogosto zasnovani na način, da se izognejo zakonodaji, oziroma na legalen način zaobidejo pravila. Za vsa ta finančna orodja mnogokrat pride do resnične preizkušnje šele v časih kriz. Vzponi in padci finančnih institucij in inštrumentov se delno kažejo že v tradicionalnih padcih cen vrednostnih papirjev, zemlje, nepremičnin, valut, blaga, proizvodov, surovin in še bi lahko našteval. Vsem ciklom pa je skupno eno in sicer, da so financirani z krediti (Roubini, 2009).

V monetarni ekonomiji je dobro znana teza, ki pravi da so nihanja poslovnih ciklov povzročena s tako imenovanimi spodrevi (angl. *displacement*). Spodriv je zunanji dogodek, ki pripelje do nastanka novih investicijskih priložnosti, čemur sledi investicijski *bum*, financiran z denarjem bank v sozvočju z ugodno monetarno politiko in novimi kreditnimi orodji. Takemu bumu sledi naložbena evforija, ko je praktično nemogoče ločevati slabe od dobrih naložbenih priložnosti. V takšni evforiji je tudi precej več možnosti za razne prevare, saj ljudje svojih investicijskih odločitev v želji po hitrem dobičku ne pretehtajo tako, kakor bi jih morali. Takšno stanje lahko vodi tudi do tako imenovanih borznih mehurčkov, ko določena sredstva na trgu porastejo mnogo več, kot je v realnosti njihova vrednost. Evforija pripelje do neizogibnega stanja, ko kreditorejmalci ne morejo več odplačevati svojih kreditnih linij. Prihaja do napačnih odločitev in ocen tako na strani kreditorejmalcev kot kreditodajalcev, ker ob takšnih stanjih monetarna politika prehaja zaradi inflacijskih pritiskov iz ekspanzivne v restriktivno. Nastane odličen »recept« za nastanek krize. Kriza potem sproži nasilne odprodaje sredstev (angl. *fire sales*), močna znižanja neto vrednosti, stečaje, propade bank in posledično recesijo. Še ena značilna dinamika recesije je po Mishkinu tudi asimetrija informacij. Med rizičnimi in varnimi finančnimi inštrumenti je to razpon, ki je posledica neupoštevanja med ekonomskim bumom in se med ponovnim ohlajanjem gospodarskih razmer maščuje (Mishkin, 1997). Banke so v teh situacijah seveda vedno igrale najpomembnejšo vlogo, saj so financirale ekonomske vzpone in posledične padce »začinite« z lastnimi težavami ali celo propadi in panikami, ki so celotno stanje le poslabšale. Kot zadnje sredstvo za izhod iz težav so temu tradicionalno sledili ukrepi monetarne politike, ki je preko denarnega trga poskrbela za likvidnost in preko diskontnih oken po kazenskih obrestnih merah, običajno solventnim in likvidnim, bankam posojala denar.

Proti ciklično delovanje monetarne politike je vedno tudi bilo del bumov in strmoglavljenj kreditnih ciklov. Bordo in Wheelock tako v svojem prispevku, v katerem sta uporabila podatke za Ameriko in devet drugih držav za prejšnje stoletje ugotavljata, da so borzni bumi nastali v okoljih nizke inflacije, višanja rasti realnega BDP in nizkih realnih obrestnih mer. Ko bum narašča in se večajo inflacijski pritiski, to neizogibno privede do reakcije monetarne politike, ki prične izvajati omejevalno monetarno politiko, zniža obrestne mere

in pomaga sprožiti padec. Zgodba je podobna v primeru nepremičninskih balonov in propadov, ki pa sledijo malce drugačnemu ciklu, saj zaradi trajanja gradbenih del traja dalj časa, da se cene odzovejo na spremenjene gospodarske razmere (Leamer, 2007).

Borzni zlomi so lahko zelo resni dogodki, ki vodijo v znižanje bogastva in potrošnje ter prav tako v pehanje za likvidnostjo, ki pelje v začetno stopnjo krize. Tudi padci nepremičninskih trgov prav tako nosijo težke posledice za bančni sektor. Kažejo se v neizpoljenih obveznosti kreditorejmalcev do bank (angl. *defaults on mortgages*) in v realni ekonomiji nižji potrošnji lastnikov nepremičnin, saj se s padcem vrednosti njihovo potencialno bogastvo realno zmanjša. Nižanje cen stanovanj se izraža tudi v zmanjšani investicijski aktivnosti na nepremičninskem trgu, saj se s tem tudi potencialni dobički relativno zmanjšajo. Izjemen zadnji porast cen v ZDA, je bil posledica dolge dobe zelo nizkih obrestnih mer, sproščene monetarne politike med letoma 2001 in 2004, ki je bila odraz strahu preteklih dogodkov in strahu pred deflacijo in prenasičenosti globalnega varčevanja (Bernanke, 2007). Zlom nepremičninskega trga je tako nastal zaradi brezkompromisnega višanja obrestnih mer kot odziva na grozečo inflacijo. Poleg tega nam je verjetno že vsem tudi jasno, da so bile posojilne institucije v želji po visokih donosih in morda tudi večji konkurenčnosti voljne posojati denar visoko rizičnim kreditorejmalcem.

4.2 Posebnosti sedanje krize v primerjavi s prejšnjimi

Kakor lahko najdemo precej vzporednic sedanje krize s prejšnjimi, pa lahko opazimo tudi nekaj edinstvenih razlik. V zadnji krizi so se finančne inovacije, komplicirani izvedeni finančni instrumenti, hipotekarni krediti in tveganja, povezana z njimi, združili v do sedaj neznane produkte, kot so s hipotekami in drugimi sredstvi zavarovane izvedene finančne instrumente, ki sem jih prej omenil. Težava teh finančnih derivativov je v tem, da jih združujejo in s tem porazdeljujejo tveganja vseh kreditorejmalcev, tako tveganih, manj tveganih, zelo tveganih in prav nič tveganih. Kot smo bili sami priča, so te finančne produkte nato agencije za ocenjevanje tveganja (angl. *credit rating agencies*) ponudile na trg kot prvovrstne, varne finančne instrumente, kar pa zagotovo niso bili, saj je bilo tveganje takega »finančnega zavitka« pravzaprav nemogoče določiti. Prav te instrumente so si izbrali nekateri skladi hedge, tako v ZDA kot drugje v razbitem svetu, za svoje primarne naložbe. Ne samo skladi, tudi nekatere največje investicijske banke. Lahko si le mislimo, kako velike vsote denarja oziroma investicij so te finančne zavitke dobesedno poplavile. Takšno preusmerjanje tveganja bank, katerih pglavitna vloga je spremljanje tveganja svojih kreditorejmalcev, na sklade hedge in druge finančne institucije, ki takšnega tveganja zagotovo ne spremljajo, povzroči potencirane padce sredstev (Rajan, 2005), kakršnim smo priča tudi v sedanji krizi.

Najpomembnejša značilnost v trenutni krizi je bila rast nebančnega finančnega sektorja (angl. *shadow banking system*), ki ni bil nadzorovan s strani centralne banke niti s strani mreže finančne varnosti (angl. *financial safety net*). Visoko rast nebančnega finančnega

sektorja naj bi povzročil leta 1999 ukinjeni tako imenovani Glass Steagall Act, ki je ločil komercialno od investicijskega bančništva (Eichengreen, 2008). Institucije tega sektorja so se zanašale na znatno manjšo kapitalsko ustreznost kot tradicionalne komercialne banke in so bile tako mnogo bolj nagnjene k tveganju. Ob udaru krize so bile primorane na padlem trgu intenzivno prodajati svoja sredstva po nižjih cenah, kar je povzročilo še dodatno nižanje vrednosti njihovih preostalih sredstev in sredstev drugih podjetij. Podoben efekt dominirajo sicer spoznali že v poglavju o veliki depresiji.

4.3 Prednosti sedanosti v primerjavi s preteklostjo

Različna zgodovinska okolja in sedanost so nudila in nudijo krizam edinstveno okolje, v katerem do njih pride, ko krize dozorevajo in se na koncu na takšen ali drugačen način zaključijo. Mnogokrat je bilo v zadnjih letih slišati, da bo kriza zagotovo najhujša do sedaj, saj svet še nikoli ni bil tako globalno povezan, kot je sedaj, kar pomeni, da ima vsak dogodek v ekonomiji ene države nekakšno posledico v ekonomiji druge. Lep primer je bilo videti v propadu investicijske banke Lehman Brothers: ta je pokazal, da imajo finančne institucije celo najmanjših držav na svetu denar naložen v podobne finančne institucije, kot je bila ta, resnično globalno razširjena ameriška banka. Kljub temu se vidijo nekatere izboljšave sedanjega gospodarskega sistema v primerjavi s prejšnjim in nekatere od njih so prikazane v nadaljevanju.

- Zgoščena konsolidacija bančne industrije v ZDA: nekje od devetdesetih prejšnjega stoletja je v ZDA potekala počasna, vendar vztrajna konsolidacija bančnega sektorja. Z njo so želeli izkoristiti prednosti, odstraniti transakcijske in birokratske ovire med bankami v različnih državah znotraj ZDA in s tem narediti velik korak za meddržavne banke in podružnice. V Kanadi in Evropi je enak proces, ki se je pokazal v združevanju in prevzemih bank v poznih devetdesetih in začetkih zdajšnjega tisočletja. Dokazano je, da je bil ameriški bančni sistem bolj nestabilen in manj učinkovit od kanadskega (Bordo, 1996), kjer je bančni sektor od nekdaj temeljil na maloštevilnih močnih bančnih velikanih. Posamezne manjše banke se bodo sicer verjetno vedno obdržale, saj poleg finančnega v nekaterih delih oziroma krajih nosijo tudi ogromen družbeno socialni kapital v oblikah skrbi za skupnost, nudenje delovnih mest in prepoznavnosti okraja.
- Kriza rešuje odprta vprašanja, ki so se pojavila s prej omenjenim Glass Steagall ukrepom, ki je že leta 1933 ločil investicijsko od komercialnega bančništva. Leta 1999 je bil ta ukrep ukinjen in od takrat je malo splošnejše regulirano investicijsko bančništvo s prednostjo nižjih kapitalskih ustreznosti lažje konkuriralo komercialnim bankam, te banke so bile primorane posluževati se močnejših finančnih vzvodov, s čimer so povečale obveznosti do virov sredstev v svojih bilancah. Rezultat je večja tveganost v primeru kriz, če ne kar eden od razlogov za njihov nastanek. Dogajanje z investicijskima bankama Bear Stearns in Lehman Brothers je na primer povzročilo, da so se druge investicijske banke po pomoč

zatekle v »varno« zatočišče ameriške centralne banke. Bančni sistem, kjer so mnoge banke združene pod eno – univerzalno banko, pa ne spominja več na tradicionalni skoraj stoletje star ameriški način bančništva, ampak že bolj spominja na nekatere sisteme v evropskih državah. Take univerzalne banke imajo dolgo zgodovino stabilnosti in učinkovitosti (Fohlin, 2007).

- Razširjenost državnega izposojevalca (FED, FDIC, Treasury) kot zadnje rešilne bilke na večino finančnih institucij, ki deluje morda hitreje in intenzivneje ravno zaradi globalne povezanosti ekonomije. Brez protekcionizma, v iskanju skupnega jezika lahko centralne banke in politike po svetu morda lažje najdejo skupni jezik za izhod iz krize.
- Hitrost odzivanja teh monetarnih struktur v ZDA in Evropi, ki se odzivajo na likvidnostne in težave plačilne nezmožnosti. To je v velikem nasprotju s krizo 1933, ko ameriška centralna banka ni naredila tako rekoč ničesar in sta se s krizo bolj ukvarjal takratni ameriški predsednik Roosevelt z devalvacijo dolarja leta 1933 in državno zakladništvo z nakupi zlata kasneje v krizi, da bi gospodarstvo ponovno začelo delovati. Delovanje v zdajšnji krizi je tudi popolno nasprotje delovanju japonskih oblasti, ko je prišlo do sesutja japonskih borznih trgov in njihovega nepremičninskega trga med leti 1986 in 1990.

SKLEP

Finančne krize imajo mnogo različnih definicij in osnov. Literatura si glede vzrokov in načinov ukrepanja na posamezno krizo ni enotna, je pa vseeno zaslediti delitev na valutne, dolžniške in bančne krize. Bordo ugotavlja štiri obdobja finančnih kriz, vsako od njih ima svoje bistvene posebnosti v primerjavi z drugimi obdobji. Skozi takšno delitev je bilo moč zaslediti mnogo tako valutnih, bančnih, dolžniških in dvojnih kriz.

Z Veliko depresijo v začetku prejšnjega stoletja so se ZDA spopadle z zelo neugodno gospodarsko situacijo, ki je trajala dobro desetletje. Bili so izjemno turbulentni časi z nezanemarljivo specifikom obdobja med obema svetovnima vojnoma. Strokovnjaki si še danes niso enotni glede vzrokov, pojavljajo se tri različne domneve. Prva vidi zlom na borznih trgih leta 1929 kot največji povod za nastalo katastrofo. Izrazito zmanjšanje premoženja ljudi, ki ga je povzročil padec na kapitalnem trgu, naj bi vodil do nenaklonjenosti ljudi k potrošnji in strahu pred nastalo situacijo. Po drugi strani si mnogo ekonomistov razlaga neugodno gospodarsko situacijo predvsem z napakami, ki jih je takrat naredila vladajoča opcija oziroma ne ukrepanjem tedanjih tvorcev oblasti. Spet tretja skupina zagovarja stališča, da moramo razloge za depresijo iskati v predhodnem obdobju takratne krize, predvsem v dogodkih povezanih, s prvo svetovno vojno. Strah ljudi, ki je ostal od vojne, neenaka delitev bogastva v povojnem času, različen tempo razvoja med državami sveta in pa katastrofalni leti v kmetijstvu leta 1929 in 1930 naj bi bili po tej zadnji teoriji odločilni za Veliko depresijo.

V obdobju po drugi svetovni vojni je ameriško gospodarstvo doživelo izjemen razcvet. Temu je botrovala vojna industrija, ki je bila tako rekoč zlata jama za ameriško vojaško industrijo. Amerika je takrat vzpostavila nekakšno superiorno vlogo v svetu, saj je bila edina večja država, ki ni utrpela škode na svojem lastnem ozemlju. Med vojno so ogromne vsote denarja pritekale v gospodarstvo preko podjetij, ki so bila tako ali drugače vpeta v vojaške formacije, po vojni pa so razcvet doživeli drugi sektorji, kot posledica mas denarja, ki so dotekale v ZDA preko gradbene in prehranske industrije. Gradbena industrija je bila še toliko bolj izrazita, saj so ZDA, tudi s pomočjo Marshallovega načrta, opravile ogromno gradbeništvu v Evropi, ki je trpela za hudimi posledicami vojne ujme.

V letu 2007, skoraj stoletje po Veliki depresiji, je v ZDA in kasneje po celem svetu udarila kriza, ki ji mnogi pripisujejo enako ali celo neprimerljivo večjo moč in posledice, kot jih je imela kriza v tridesetih prejšnjega stoletja. Občutek je, da je kriza prišla nekako nepričakovano, nastala pa je v času, ko je svetovno gospodarstvo med seboj prepleteno kot nikoli doslej. Z vidika reševanja nastale situacije se je močna globalna povezanost kazala za pozitivno, saj je obstajala težnja, da se posamezne države ne bi zatekale k protekcionizmu in bi se gospodarstvo reševalo na globalni ravni. Negativni vidiki te globalne povezanosti pa so čutila predvsem gospodarstva v vzponu, ki so tako ali drugače odvisna od naložb razvitejših držav. S tako globalno ekonomijo so se pojavili tudi komplicirani finančni inštrumenti, ki so bili mnogokrat tudi namerno zasnovani, v namen izogibanju se davčni zakonodaji in drugim državnim regulativam, ki so bile v tem pogledu vedno korak zadaj, kar je povzročilo pomanjkanje nadzora. Žal so posledično ravno ta kompleksna finančna orodja privedla do stanja zmanjšane transparentnosti, ki je ocenjevanje tveganja naložb v nekaterih primerih tako rekoč onemogočila, kar je vodilo do nezaupanja v finančni sistem in posledično v tako imenovan kreditni krč, saj kreditne institucije v nastalih razmerah preprosto niso bile pripravljene posojati denarja. Sledilo je obdobje intenzivnega ukrepanja, tako na nivoju centralnih bank, svetovne banke in politike same. Dolžniška kriza še traja in je njene razsežnosti in posledico trenutno še nemogoče ocenjevati.

Primerjava različnih kriz med seboj, iskanje karakteristik, ki bi bile enotne vsem in določitev neke splošne formule za preprečitev ali reševanje kriz, se je izkazalo za pretrd oreh celo za največje strokovnjake v gospodarstvu. Vsaka kriza je edinstven pojav, ki nastane v še bolj edinstvenem gospodarskem okolju. Kljub temu obstajajo nekatere skupne značilnosti, ki smo jih v petem poglavju pogledali s pomočjo Bordojevega razmišljanja in zajemajo predvsem obrestne mere v gospodarstvu, diskontne stopnje, borzne zlome in nastanke bančnih kriz. Bordo je želel pokazati na neizogibno povezanost monetarne politike s krizami, saj je prikazal, kako vrhovi restriktivne monetarne politike sovpadajo z različnimi zlomi v gospodarstvu. Kljub temu lahko prav z Bordojevih tabel opazimo, kako je mnogo obdobj, v katerih so krize nastale, posebnih prav zaradi edinstvenih dogodkov, pa naj je bil to napad na predsednika, teroristični napad ali zgolj prevelika kompleksnost finančnih inštrumentov v namen izogibanju davčnim izdatkom.

LITERATURA IN VIRI

1. Bernanke B. (2007). *Global imbalances recent developments and prospects*. Berlin: Bundesbank Lecture.
2. Bernanke B. & Gertler M. (2001). Should central bank respond to movements in asset prices? *American Economic Review*, 91 (2), 253-257.
3. Bernstein, M. A. (1989). *The Great Depression: Delayed recovery and economic change in America, 1929-1939 focus on low-growth and high-growth industries*. Cambridge: Cambridge university press.
4. Bloomberg. Najdeno 15. januarja na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=INDU:IND>.
5. Bordo, D. M. (2008). *An historical perspective on the crisis of 2007-2008*. Santiago: Rutgers University and NBER.
6. Bordo, D. M. & Wheelock D. (2007a, april). Stock market booms and monetary policy in the twentieth century. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 89.
7. Bordo D. M. & Wheelock D. (2007b). *When do stock market booms occur – The macroeconomic and policy environments of 20th century booms. The Origins and Development of Financial Markets and Institutions*. St. Louis: Cambridge University Press.
8. Bordo M., Redish A. & Rockoff, H. (1996). The U.S. banking system from a northern exposure - stability versus efficiency. *Journal of Economic History*, 54 (2), 325-341.
9. Bordo M., Eichengreen B., Kliengebiel D. & Martinez, P. (2001, April). Is the Crisis Problem Growing more Severe? *Economic Policy*, 16 (32), 10-35.
10. Brock, James W. (2008, 7. april). The real issue behind saving Bear Stearns: size. *Christian Science Monitor*, 100 (92), 9.
11. Brockie, M. (1950). Theories of the 1937-1938 Crisis and Depression. *Economic Journal*, 60, 292-310.
12. Business Dictionary. Najdeno 28. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.businessdictionary.com/>.
13. Cecchetti B. (2000). *Asset Prices and Central Bank Policy*. Geneva: Centre for economic policy research.
14. Census bureau reports on residential vacancies and homeownership. (2007, 26. oktober). Washington: *U.S. Census Bureau*.
15. Kindleberger C. & Aliber, R. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Wiley.
16. Christie, L. (2007, 30. april). Homes: Big drop in speculation. *Speculation statistics*.
17. Coy, P. (2008, 17. september). The Fed's focus: Lending, not cutting. *BusinessWeek online*, str. 8.
18. Davidson, K. (2009, 16. marec). A window into the Fed. *CQ Weekly*, 67 (11), 582.
19. Demirguc- Kunt and Detragiache. (1998, April). Financial Liberalization and Financial Fragility. *Paper prepared for the annual bank conference on Development Economics*,

- Washington D.C. Najdeno 10 aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.worldbank.org/html/rad/abcde/demirguc.pdf>.
20. Diamond, D.W. (2007). Banks and liquidity creation: a simple exposition of the Diamond-Dybvig model. *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*. Najdeno 7 decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.rich.frb.org/publications/research/economic_quarterly/2007/spring/pdf/diamond.pdf.
 21. Dungey, M., Lestano J. (2005). Synchronization of financial crises. *Centre for Applied Macroeconomic Analysis, The Australian National University. CAMA Working Paper 19/2005*, (22), 1-32.
 22. Dwyer P. Gerald. (2008, Maj). The Financial Turmoil in 2007 and 2008. Government Actions. Najdeno 15. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.jerrydwyer.com/pdf/lec22008dwyer.pdf>.
 23. Eichengreen, B. (2008, oktober). Origins and Responses to the Crisis. Berkeley: University of California.
 24. Eichengreen B., Bordo M. (2002). Crises now and then: What lessons from the last era of financial globalization?. *NBER working paper 8716. Cambridge: National Bureau of Economic Research*, 30.
 25. Feldstein, M. (2008, 18. november). How to help people whose homes are underwater. Najdeno 23. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://online.wsj.com/article/SB122697004441035727.html>.
 26. Filipan, T. (2003). *Upravljanje kreditnega portfelja v poslovni banki* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 27. Fischer S. (1999, Januar): On the need for an international lender of last resort. IMF. Najdeno 14 marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>.
 28. Fisher, Irving. (1932). *Booms and Depressions: Some first principles*. New York: Adelphi.
 29. Fohlin Caroline. (2007). *Finance capitalism and Germany's rise to industrial power*. Cambridge: Cambridge University Press.
 30. Galbraith, John Kenneth. (1972). *The Great Crash, 1929*. Boston: Houghton Mifflin.
 31. Goldstein, M. (2008, marec). Bear Stearns' big bailout. *BusinessWeek online*. Najdeno 22. marca na spletnem naslovu http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/mar2008/db20080314_993131.htm?campaign_id=rss_daily
 32. Goodhart Charles. (1995). *The central bank and the financial system*. London: Macmillan Press Ltd.
 33. Gusmorino, P. A. (1996). Main Cause of The Great Depression. Najdeno 21. marca na spletnem naslovu <http://www.geocities.com/capitolhill/senate/6854/greatdep.html>.
 34. Harris, S. (1948). *Saving American capitalism*. New York: A Liberal Economic Program.

35. Slovar Slovenskega Knjižnega jezika. Inštitut za slovenski jezik Frana Ramovša ZRC SAZU. Najdeno 15 decembra 2008 na spletnem naslovu <http://bos.zrc-sazu.si/sskj.html>.
36. Kaminsky L Graciela in Reinhart Camen M. (1999, marec). The Twin crises: The Causes of banking and balance of payments problems. *American Economic Review*, 473-500.
37. Kangas, S. (1997). "The Great Depression: Its Causes and Cure," Liberalism Resurgent. *A Review of Keynesian Theory*, (1), 3-7.
38. Keynes, M. J. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Harcourt, Brace & Company.
39. Kindleberger, C. (1973). *Poor.: The world in depression, 1929-1939*. Berkeley: University of California Press.
40. Kindleberger, C. (1978). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*. New York: Wiley.
41. Kindleberger, C. (1993) *A financial history of western Europe*. London: Oxford University Press.
42. Kunovar B. (2002). *Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili* (diplomsko delo), Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Lewis, W. A. (1950). *Economic Survey, 1919-1939*. Philadelphia: Blakiston.
44. Manzi, J. (2008, 3. november). Prediction time. *National Review*, 60 (20), 39-42.
45. Mattick, P. (1969). *The Limits of the Mixed Economy*. Boston: Porter Sargent.
46. Berle, A., Means, G. (1968). *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace and World.
47. Milne, A., Wood, E. G. (2008, september). Banking crises: Solutions old and new. *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*, 90 (5).
48. Minutes of the Federal Open Market Comitee. (2008a, 18. marec). Federal Open Market Comitee. Najdeno 7. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20080318.pdf>.
49. Mishkin, F. (1991): *Asymmetric Information and Financial Crises, A Historical Perspective*. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
50. Mishkin, F. (2001). *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
51. Mishkin, F. (1997). *The Causes and Propagation of Financial Instability, Lessons for Policy Makers' in Maintaining Financial Stability in a Global Economy*. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas City.
52. Mishkin, F. (2008, 15. februar). The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions. *Speech at the Tuck Global Capital Markets Conference*. Najdeno 7. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm>.
53. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance* (1. natis) Ljubljana: GV založba.
54. Raghuram Rajan. (2005, september) Has Financial Development Made the World Riskier? *Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium*.

55. Rose, K. D. (1954). *The Economics of Recession and Revival; An Interpretation of 1937-1938*. New Haven: Yale University Press.
56. Roubini, N. (2009, januar). Warning: More doom ahead. *Foreign Policy*.
57. Saint-Etienne, C. (1980). *The Great Depression 1929-1938. Lessons for the 1980s*. Stanford: Hoover press.
58. Slichter, Sumner. (1938). The Downturn of 1937. *Review of Economics and Statistics*, 20, 103-115.
59. Sloan, A., Burke, D. (2009, 8. junij). Unhappy anniversary. *Fortune*, 159 (12), 14.
60. Steindl, J. (1976). *Maturity and Stagnation in American Capitalism*. New York: Montly Review Press.
61. Steverman B., Bogoslaw D. (2008, 20. oktober). The financial crisis blame game. *Business Week Online*, 7.
62. Survey of Current Business. (2003, Maj). GDP and the economy: Advance estimates for the first quarter of 2008. Najdeno 15 decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bea.gov/scb/toc/0508cont.htm>.
63. Sweezy, P.M. (1939): Demand Under Conditions of Oligopoly. *Journal of Political Economy* 47, 568-73.
64. Sylla, R. (2008, 15. oktober). *Jim Lehrer News Hour* [televizijska oddaja]. Washington: PBS.
65. Term Auction Facility. Najdeno 7. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>.
66. The insider. Financial crisis outline Najdeno 7. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.upginsider.com/node/1431>
67. The White House. (2008, november). Declaration of the summit on financial markets and the world economy. Najdeno 10. aprila na spletnem naslovu <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>.
68. Thornton Daniel L. (2009, februar). *Review*, 91 (1), str. 14-15.
69. Timoshenko, V. P. (1933). *World Agriculture and the Depression*. New York: University of Michigan Press.
70. Townes, G. (2008, 20. marec). Buyout of Bear Stearns causes market frenzy; Federal Reserve lowers interest rate. *New York Amsterdam news*, 99 (13), str. 29.
71. U.S. Bureau of Economic Analysis. (2008). National Income and Product Accounts of the United States, 1929-97, (1), 13.
72. U.S. Bureau of Economic Analysis. (2008). National Income and Product Accounts, 1929-97, (1), 17
73. U.S. Census Bureau. (2008). Current Construction Reports, Series C20, Housing starts, monthly; publication discontinued in 2001. Najdeno 25. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.census.gov/const/www/newresconstindex.html>.
74. U.S. Department of Agriculture. (2009). *National agricultural statistics service, Farms and land in farms*. Washington: Fed statistics.
75. Wolfson, Martin H. (1994). Financial crises. Understanding the postwar US experience. *Sharpe, M.e., Inc.*, 9.

76. Yahoo Finance. Najdeno 22 januarja 2009, na spletnem naslovu <http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EDJI#chart3:symbol=%5Edji;range=19290102,19321231;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvalues=0;logscale=on;source=undefined>.
77. Zuckerman, Mortimer B. (2008, 4. avgust). Too fat to fail. *U.S. News & World Report*, 145 (3), 72.