

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Eva Opara

**Primerjava sedanje gospodarske krize z največjo gospodarsko krizo
prejšnjega stoletja**

Diplomsko delo

Ljubljana, 2010

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Eva Opara

Mentor: redni profesor dr. Mojmir Mrak

**Primerjava sedanje gospodarske krize z največjo gospodarsko krizo
prejšnjega stoletja**

Diplomsko delo

Ljubljana, 2010

Primerjava sedanje gospodarske krize z največjo gospodarsko krizo prejšnjega stoletja

V diplomski nalogi sem primerjala sedanjo svetovno krizo z veliko depresijo 30-ih let prejšnjega stoletja. Moja hipoteza je, da med obema obstajajo določene vzporednice ter da lahko spoznanja in zaključke študije velike depresije apliciramo na sedanjo situacijo, kljub temu da je med obema preteklo skoraj 80 let. Med vzroke za veliko depresijo štejemo posledice prve svetovne vojne, sistem zlatega standarda, ki je vplival na monetarne politike centralnih bank ter vse večje zadolževanje. Krizo je dodatno poglobil in podaljšal ekonomski nacionalizem oz. protekcionizem, h kateremu so se zatekle države. Razlogi za sedanjo gospodarsko krizo so povečana likvidnost in nizke obrestne mere, ki so najemodajalcem z nižjo boniteto omogočile financiranje. Izvedeni finančni instrumenti in napačne ocene tveganj so v obdobju globalizacije omogočili prenos krize na večino finančnih institucij ter iz ZDA na ostali svet. Kljub temu da se vzroki in potek obeh kriz razlikujeta, lahko po preučevanju reševanja obeh kriz potrdim hipotezo, saj so se na podlagi izkušenj iz obdobja velike depresije oblikovale uspešnejše monetarne in fiskalne politike. Odziv centralnih bank, vlad in mednarodnih organizacij je bil hiter in odločen, reševanje tokratne krize pa veliko bolj uspešno.

Ključne besede: gospodarska kriza, finančna kriza, velika depresija.

Comparison of the current economic crisis with the greatest economic crisis of the last century

In my thesis I compared the current global crisis with the great depression of the last century. My hypothesis is that there are certain parallels between them, and that the findings and conclusions of the great depression apply to the current situation, although nearly 80 years passed by between both. The consequences of the World War I and increasing debt are considered as the main causes for the great depression, while the gold standard system affected the monetary policy of central banks. The economic nationalism and protectionism, to which the countries resorted has deepened and prolonged the crisis. Increased liquidity and low interest rates enabled borrowers with lower credit ratings to get loans. This has led to current economic crisis. Derivatives and the wrong risk assessment have in the era of globalization enabled the transfer of the crisis in the majority of financial institutions and from the U.S. to the rest of the world. Although the causes and course of the two crises are different, I may, after examining the measures taken to ease both, confirm the hypothesis. The experience from the period of major depression enabled the development of the effective monetary and fiscal policy. The response of central banks, governments and international organizations has been swift and determined to address the crisis and therefore much more successful.

Keywords: economic crisis, financial crisis, great depression.

KAZALO

1	UVOD	9
2	VELIKA DEPRESIJA	13
2.1	VZROKI	13
2.1.1	POSLEDICE PRVE SVETOVNE VOJNE.....	13
2.1.2	SISTEM ZLATEGA STANDARDA.....	15
2.1.3	EKONOMSKI NACIONALIZEM IN PROTEKCIONIZEM	16
2.1.4	MONETARNA POLITIKA FED.....	17
2.1.5	RASTOČA BLAGINJA IN VSE VEČJE ZADOLŽEVANJE	18
2.1.6	TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV	19
2.2	IZBRUH IN ŠIRITEV	20
2.2.1	BORZNI ZLOM.....	20
2.2.2	ŠIRITEV KRIZE	22
2.2.3	PONOVA POGLOBITEV KRIZE LETA 1937	24
2.2.4	ŠIRITEV KRIZE NA DRUGE PREDELE SVETA.....	24
2.3	UKREPI ZA REŠEVANJE	26
2.3.1	MONETARNA POLITIKA FED.....	26
2.3.2	UKREPI PREDSEDNIKA HERBERTA HOOVERJA.....	27
2.3.3	UKREPI PREDSEDNIKA FRANKLINA D. ROOSEWELTA IN <i>NEW DEAL</i>	29
2.3.3.1	Finančna politika.....	30
2.3.3.2	Kmetijska politika	31
2.3.3.3	Socialna politika.....	32
2.3.3.4	Industrijska in delavska politika.....	33
2.3.4	UKREPI IN REŠEVANJE KRIZE V EVROPI.....	33
3	SEDANJA GOSPODARSKA KRIZA	36
3.1	VZROKI	36
3.1.1	NIZKE OBRESTNE MERE IN POVEČANA LIKVIDNOST	36
3.1.3	IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI – PRELAGANJE TVEGANJA	38
3.1.4	NEUSTREZNA REGULACIJA – NAPAČNE OCENE TVEGANJ BONITETNIH AGENCIJ	40
3.1.5	GLOBALIZACIJA.....	41

3.2	IZBRUH IN ŠIRITEV	43
3.2.1	POK NEPREMIČNINSKEGA BALONA V ZDA.....	43
3.2.2	STEČAJI PONUDNIKOV DRUGORAZREDNIH HIPOTEKARNIH POSOJIL IN PADEC TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV, TEMELJEČIH NA HIPOTEKARNIH OBVEZNICAH	44
3.2.3	IZGUBA ZAUPANJA VLAGATELJEV IN ŠIRITEV KRIZE NA MEDBANČNI TRG	46
3.2.4	PRENOS KRIZE V REALNI SEKTOR.....	47
3.3	UKREPI IN POTEK REŠEVANJA	49
3.3.1	MONETARNI UKREPI.....	50
3.3.2	FISKALNI UKREPI	51
3.3.2.1	Reševanje finančnih ustanov	51
3.3.2.2	Spodbujanje gospodarstva.....	52
3.3.3	VLOGA MEDNARODNIH ORGANIZACIJ	54
4	ANALIZA IN PRIMERJAVA OBEH GOSPODARSKIH KRIZ.....	55
4.1	PRIMERJAVA VZROKOV	57
4.2	POTEK OBEH KRIZ	59
4.3	ANALIZA REŠEVANJA VELIKE DEPRESIJE IN SEDANJE GOSPODARSKE KRIZE.....	62
5	ZAKLJUČEK.....	65
6	LITERATURA.....	66

SEZNAM GRAFOV

Graf 4.1: Javni dolg ZDA v letih 1920-2009 kot odstotek BDP.....	56
Graf 4.2: Proračunski primanjkljaj ZDA v letih 1920-2009 kot odstotek BDP.....	56
Graf 4.3: Obrestne mere v ZDA v odstotkih v letih 1970-2009.....	58
Graf 4.4: Obrestne mere v Veliki Britaniji v odstotkih v letih 1970-2009.....	58
Graf 4.5: Svetovni trg vrednostnih papirjev v času velike depresije in danes.....	59
Graf 4.6: Svetovna industrijska proizvodnja v času velike depresije in danes.....	60
Graf 4.7: Kazalci gospodarske krize v 30-ih letih prejšnjega stoletja.....	61
Graf 4.8: Obseg svetovne trgovine v času velike depresije in danes.....	64

SEZNAM KRATIC

AAA	<i>Agricultural Adjustment Act</i> (Zakon o preoblikovanju kmetijstva)
ABS	<i>asset-backed securities</i> (s premoženjem zavarovani vrednostni papirji)
CDO	<i>collateralised debt obligations</i> (zadolžnice, ki temeljijo na hipotekarnih obveznicah)
CDS	<i>credit default swaps</i> (kreditne zamenjave)
CLI	<i>composite leading indicator</i> (indeks vodilnih gospodarskih kazalcev)
CRA	<i>The Community Reinvestment Act</i> (Zakon o reinvestiranju v lokalne skupnosti)
CWA	<i>Civil Works Administration</i> (Uprave za državljanska dela)
ECB	Evropska centralna banka
EERP	European Economic Recovery Plan (Evropski načrt za oživitev gospodarstva)
EU	Evropska unija
Fannie Mae	<i>Federal National Mortgage Association</i> (ameriška družba za financiranje hipotekarnih posojil)
FED	<i>Federal Reserve</i> (ameriška centralna banka)
FERA	<i>Federal Emergency Relief Administration</i> (Zvezna uprava za nujno pomoč)
Freddie Mac	<i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i> (ameriško podržavljeno hipotekarno podjetje)
FRF	francoski frank
G20	<i>Group of Twenty</i> (skupina 19 večjih gospodarskih držav in Evropske unije)
GBP	britanski funt
IMF	<i>International Monetary Fund</i> (Mednarodni denarni sklad)
LIBOR	<i>London Interbank Offered Rate</i> (londonska medbančna obrestna)
LTV	<i>loan to value ratio</i> (razmerje med vrednostjo kredita in vrednostjo nepremičnine)
MBS	<i>mortgage-backed securities</i> (hipotekarno zavarovani vrednostni papirji)

NIRA	<i>National Industrial Recovery Act</i> (Zakon o okrevanju nacionalnih industrij)
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> (Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj)
PWA	<i>Public Works Administration</i> (Uprava za javna dela)
RFC	<i>The Reconstruction Finance Corporation</i> (Agencija za finančno obnovo)
SPV	<i>special purpose vehicle</i> (specializirana podjetja, ki izdajajo vrednostne papirje)
USD	ameriški dolar
WPA	<i>Works Progress Administration</i> (Uprava za razvoj javnih del)
ZDA	Združene države Amerike

1 UVOD

Svetovna kriza je bila v zadnjem letu ena najaktualnejših tem tako v Sloveniji kot v svetu. Nepremičninska kriza v ZDA (Združene države Amerike) je privedla do svetovne finančne krize, ki je danes že dodobra posegla tudi v realni sektor. Vpliva tako na razvite kot manj razvite države, posledice pa imajo globalne razsežnosti. Sedanjo krizo večkrat primerjajo z veliko depresijo v 30-ih letih prejšnjega stoletja, ki je prav tako vplivala na večji del sveta in jo mnogi navajajo kot enega od vzrokov za drugo svetovno vojno.

Poznamo valutne, bančne in dolžniške oziroma fiskalne krize, vendar pa so v praksi pogostejše kombinacije ali pa se en tip krize razvije v drugega (Mrak 2002, 573–574). Krize so pogost spremljevalec tržno usmerjenih gospodarstev tudi danes in trenutna je le ena v vrsti mnogih. V zadnjih nekaj desetletjih se je namreč zvrstilo več kriz, od svetovne dolžniške krize v 80-ih, do finančnih kriz 90-ih, med katere med drugim štejemo mehiško, azijsko in rusko krizo. Krizam se torej nismo nikoli povsem izognili.

Kljub temu da naj bi, po teoriji tržnega fundamentalizma, nevidna roka trga sama urejala delovanje gospodarstva, v realnosti ni tako. Ker popolna konkurenca v praksi ni dosegljiva, so krize neizogiben pojav gospodarskih ciklov. Nesimetrična informiranost, nepredvidljivo obnašanje investitorjev, precenjene vrednosti premoženja, nerealni devizni tečaji valute ter ostale pomanjkljivosti finančnih trgov so razlogi, da tržne sile ne morejo zagotoviti brezhibnega delovanja. Nemogoče je vnaprej napovedati, kateri dejavniki bodo pripeljali do nastanka makroekonomskih neravnovesij in s tem izbruha gospodarskih kriz. Napredek, razvoj novih tehnologij in vse hitrejša globalizacija še dodatno izpostavljajo gospodarstva. Liberalizacija finančnih trgov brez ustrezne regulacije in nadzora zato ni najboljša rešitev.

V diplomski nalogi sem se osredotočila na primerjavo sedanje svetovne krize z veliko depresijo 30-ih let prejšnjega stoletja. Moja hipoteza je, da med obema obstajajo določene vzporednice ter da lahko spoznanja in zaključke študije velike depresije apliciramo na sedanjo situacijo, kljub temu da je med obema preteklo skoraj 80 let.

Menim, da je reševanje tokratne krize veliko bolj uspešno. Raziskala sem ozadje oziroma razmere, ki so pripeljale do tokratne krize in razmere, ki so vplivale na razvoj krize v 30-ih letih, opisala vzroke ter analizirala ukrepe oziroma potek reševanja obeh kriz.

Za začetek velike depresije označujemo borzni zlom oktobra 1929, ko se je trend rasti gospodarstva prevesil. Do jeseni omenjenega leta so cene vrednostnih papirjev dosegle raven, ki je bila visoko nad pričakovanimi donosi. Kot rezultat tega so cene konec septembra in v začetku oktobra začele padati. Špekulacije so se nadaljevale vse do sredine oktobra, ko so investitorji dokončno izgubili zaupanje. Začel se je pospešen val prodaje in cene delnic so začele padati. Kriza na trgu vrednostnih papirjev je vplivala na zaupanje investitorjev in varčevalcev, ki so v strahu pred izgubami dvigovali svoje depozite. Bančna kriza je pripeljala do zmanjšanja kreditiranja in tako posegla v realni sektor. V ZDA je bilo leta 1932, ko je kriza dosegla vrh, brezposelnih več kot 25 odstotkov ljudi. Kriza se je razširila tudi na ostali svet. V Evropi je bila najbolj vidna v Nemčiji, ki je morala plačevati še vojne reparacije državam zmagovalkam prve svetovne vojne. Ljudje so bili brez služb in nezadovoljni z delovanjem oblasti, kar je pripeljalo do vzpona totalitarnih sistemov. Lahko rečemo, da je velika depresija posredno pripeljala do druge svetovne vojne. Prav zato, ker so bile posledice tako pogubne, je bistvenega pomena, da se jo analizira in zaključke aplicira pri reševanju ostalih kriz.

Trenutna gospodarska kriza je posledica izgube likvidnosti finančnih institucij zaradi slabih naložb. Zahteve po donosnosti so pripeljale do razvoja novih finančnih produktov, ki so prikrili tveganja in niso bili podprti z denarnimi tokovi. Hipotekarna posojila so se v obliki izvedenih instrumentov prodala naprej tretjim osebam, ki s tveganji niso bile seznanjene. Hipotekarne kredite so dobivali tudi kreditorejmalci z nižjo boniteto, ki pa niso bili vedno zmožni vračati posojil. S tem izvedene hipotekarne obveznice niso bile servisirane in imetniki so jih začeli prodajati. Ker vlagatelji niso mogli oceniti tveganja, ki jih obveznice vsebujejo, jih niso hoteli kupovati, kar je pomenilo znižanje cen, oziroma se obveznic ni dalo več prodati. Finančne institucije so zato prišle v likvidnostne težave, saj niso mogle servisirati depozitarjev in so se začele zadolževati na denarnem posojilnem trgu. V strahu za lastno likvidnost in zaradi nezaupanja v sposobnost odplačevanja druga druge, so si banke prenehale posojati

denar in medbančno kreditiranje se je ustavilo. Prišlo je do dviga cen denarja in njegovega drastičnega pomanjkanja. Banke so bile zaradi likvidnostnih težav primorane zaustaviti svojo primarno dejavnost – financiranje gospodarstva, kreditni krč pa je pomenil širitev krize na realni sektor in zaustavljanje gospodarske aktivnosti, kar je pripeljalo do gospodarske recesije.

Pri pisanju diplomske naloge sem uporabila metodo analize in interpretacije primarnih in sekundarnih virov. O obeh finančnih krizah je bilo že mnogo napisanega, tako o vzrokih kot o reševanju nastale situacije. Predvsem sem analizirala vladne dokumente, letna poročila centralnih bank in publikacije mednarodnih organizacij ter že obstoječo sekundarno literaturo in članke. Pri iskanju vzporednic med današnjo in krizo iz tridesetih let prejšnjega stoletja sem uporabila primerjalno metodo.

V svoji diplomski nalogi sem raziskala vzroke, ki so pripeljali do krize, opisala potek oziroma širitev obeh kriz in seveda analizirala ukrepe različnih institucij pri reševanju. V prvem delu sem se osredotočila na dogodke v času velike depresije, drugi del pa sem namenila raziskovanju sedanje krize. V tretjem delu sem iskala vzporednice med obema krizama in analizirala način ter uspešnost reševanja obeh, tako velike depresije kot sedanje krize.

Pri analizi vzrokov, ki so pripeljali do velike depresije, sem se osredotočila na posledice prve svetovne vojne, rastočo blaginjo v 20-ih letih in povečano zadolževanje, sistem zlatega standarda ter monetarno politiko centralnih bank, ki je po mnenju mnogih eden glavnih vzrokov za veliko depresijo.

Poleg vzrokov sem za točnejšo predstavo raziskala in opisala izbruh in širitev krize. Kriza se je v obeh primerih začela v ZDA, vplive pa so čutile tako razvite kot manj razvite države. Pri krizi 30-ih let prejšnjega stoletja sem tako obdelala borzni zlom, zmanjšano kreditiranje in s tem nižjo kupno moč. To je posledično privedlo do skrčenja proizvodnje in odpuščanja. V ZDA je stopnja brezposelnosti dosegla 25 odstotkov, kriza pa se je razširila tudi v Evropo in na ostali svet.

Najbolj aktualna tema za primerjavo se mi zdi reševanje krize in ukrepi držav. Pri veliki depresiji velja omeniti reakcijo FED (*Federal Reserve* – ameriška centralna banka).

Primerjala sem sredstva in način reševanja krize pod predsednikoma Herbertom Hooverjem in Franklinom Rooseveltom. Slednji je s programom *New Deal* razširil pristojnosti države in uvedel socialne elemente.

Med vzroke za nastanek trenutne krize, poleg poka nepremičninskega balona, štejem globalizacijo, ki je privedla do vzajemnega trga, in nizke obrestne mere, ki so omogočile povečan obseg kreditiranja. Predvsem pa igra vlogo napačna ocena tveganja za množico novih izvedenih finančnih instrumentov. Ta je, ob zlomu hipotekarnega trga v ZDA, privedla do nezaupanja med bankami in s tem do kreditnega krča. Za pravo sliko je torej treba razumeti celotno ozadje. V zadnjih letih se je namreč zvrstilo več gospodarskih kriz, vendar pa ima le tokratna globalne razsežnosti.

Sedanja kriza se je začela s pokom nepremičninskega balona v ZDA. Raziskala sem, kako je prišlo do poka, ter njegov vpliv na banke, vključno s propadom nekaterih največjih bank. Ker lastništvo izvedenih instrumentov, v katere so bila zapakirana hipotekarna posojila, ni bilo omejeno le na ameriške banke, se je kriza hitro razširila tudi na preostali svet. Finančna kriza je privedla do gospodarske in tu se čutijo največje posledice.

Menim, da je bilo reševanje tokratne krize veliko bolj uspešno. Vlade in centralne banke so oblikovale sklade za garancije in dokapitalizacije bank. Ameriška vlada je za odpravo posledic in preprečitev nadaljnjega poglobljanja finančne krize namenila več sto milijard USD. EU (Evropska unija) je oblikovala enotne pristope k reševanju.

2 VELIKA DEPRESIJA

2.1 VZROKI

Za začetek velike depresije 80-ih let prejšnjega stoletja se največkrat šteje zlom newyorške borze jeseni leta 1929. Takrat so cene vrednostnih papirjev dosegle raven, ki je bila visoko nad pričakovanimi donosi in kot rezultat tega so konec septembra in v začetku oktobra cene začele padati. Trend kupovanja delnic se je prevesil in začel se je pospešen val prodaje.

Vendar pa zlom borze pomeni le začetek desetletje dolge krize in ni glavni vzrok zanjo. Za pravo sliko je treba poznati celotno ozadje in razmere, ki so takrat vladale na trgu. Predvsem so dvajseta leta prejšnjega stoletja zaznamovale posledice prve svetovne vojne. Po vojni se je znova vzpostavil sistem zlatega standarda, ki pa glede na močno spremenjene gospodarske razmere v svetu ni bil prava rešitev. K izbruhu krize v ZDA je prispevala tudi rastoča blaginja in vse večje zadolževanje.

2.1.1 POSLEDICE PRVE SVETOVNE VOJNE

Prva svetovna vojna je močno spremenila sliko tedanjega sveta. Prišlo je do sprememb meddržavnih meja, razpada in nastanka novih držav. V Rusiji je prišlo do izbruha boljševiške revolucije. Uničene so bile transportne poti, porušen sistem mednarodne trgovine je onemogočal stabilizacijo.

Versajski sporazum ni vključeval ukrepov za gospodarsko rehabilitacijo Evrope. Glavni cilji držav zmagovalk so bili povrnitev ravnotežja moči, oslabitev skupnega sovražnika, ter prenos celotnega finančnega bremena vojne na poražence. John Maynard Keynes je zato že leta 1919 v svojem delu *Economic consequences of the Peace* napovedal gospodarsko depresijo (Keynes 1919, 6. pogl.).

Prvi izziv, s katerim se je po vojni spopadla stara celina, je bila rekonstrukcija gospodarstva, pri tem pa so se bile evropske sile prisiljene soočiti s tehnološkimi

spremembami. Zaradi novih naprednejših tehnologij in metod dela je povprečen delavec v ameriški tovarni proizvedel dvakrat toliko kot delavec v Evropi (Clavin 2000). To je za ZDA pomenilo veliko konkurenčno prednost, saj so bili ameriški izdelki cenejši.

Pred vojno je Velika Britanija kot glavna kreditodajalka podpirala in financirala kolonije. Presežek kapitala, ki ga je ustvarila Evropa, je v obliki investicij omogočil razvoj novih resursov hrane, materialov in transporta v deželah novega sveta (Rauchway 2008, 10), obenem pa je gospodarski razcvet pomenil večje povpraševanje po dobrinah oziroma proizvodih starega sveta, kar je omogočalo blaginjo tudi v Evropi.

ZDA so po vojni igrale vse pomembnejšo vlogo. Od oslABLJENE Velike Britanije so prevzele položaj velesile, New York je postal novi svetovni finančni center. Za financiranje vojne so se antantne sile obračale na ZDA za posojila, in ker je bila evropska industrija osredotočena na proizvodnjo za potrebe vojne, se je zaradi povečanega povpraševanja v tem času razvilo ameriško gospodarstvo.

Do tedaj dolžniška država je postala največja kreditodajalka, vendar pa se je predvojno zadolževanje močno razlikovalo od med- in povojnega. Konec 19. stoletja in v začetku 20. stoletja so ZDA s posojili financirale razvoj, ki je omogočal poplačilo dolgov državam upnicam. V nasprotju s tem so evropske države posojila porabile za financiranja stroškov vojne (prav tam, 12).

S pariško mirovno konferenco se status ZDA, kot glavne kreditodajalke, ni zaključil. V 20-ih letih so ZDA postale glavni vir posojil za države, ki so se soočale z valutnimi krizami in drugimi gospodarskimi problemi. Med leti 1924 in 1930 je Evropa prejela približno 7,8 milijarde USD. Samo Nemčija je z Dawesovim načrtom za obnovo in stabilizacijo nemškega gospodarstva od ameriških vlagateljev prejela približno 4 milijarde USD (Clavin 2000). Evropske države so se zanašale na ameriško financiranje vojnega deficita, in ko se je le-to konec 20-ih ustavilo, je to pripeljalo do recesije.

2.1.2 SISTEM ZLATEGA STANDARDA

»Sistem zlatega standarda je mednarodni denarni sistem, ki je temeljil na mehanizmu avtomatičnega plačilnobilančnega prilagajanja v pogojih fiksnega deviznega tečaja« (Mrak 2002, 315).

Zlati standard, kot mednarodni denarni sistem, je od držav zahteval, da so definirale količino zlata, ki je bila vsebovana v eni enoti domače valute, ter zagotovilo centralne banke, da bo po tej ceni kupovala in prodajala neomejene količine zlata. Obenem so morale države zagotavljati prosto gibanje, oziroma prost izvoz in uvoz zlata. Poleg vzdrževanja deviznega tečaja je sistem zlatega standarda avtomatično odpravljal tudi plačilnobilančna neravnotežja, zagotavljal dolgoročno stabilnost cen in zmanjševal inflacijo. Z izključitvijo valutnega tveganja je bilo mednarodno trgovanje lažje. Ker pa so imele vlade zelo majhno diskrecijsko pravico za uporabo denarne politike, je bila brezposelnost višja (Bordo 1962).

Od leta 1870 do leta 1914 je deloval model klasičnega zlatega standarda, ki je bil relativno uspešen, saj obdobje zaznamuje gospodarska rast, stabilnost cen in prost pretok blaga, kapitala in delovne sile. S prvo svetovno vojno je bil sistem prekinjen.

V času vojne in v letih po njej so se valute prosto gibale, vendar pa je bila to le začasna rešitev in v obdobju 1919–1926 se je v svetu spet vzpostavil sistem zlatega standarda (Mrak 2002, 325–326). Velika večina držav, med njimi tudi vse najpomembnejše gospodarske države tistega obdobja, je spet vezala svoje valute na zlato.

Po vojni so se Nemčija, Avstrija, Poljska in Madžarska soočale s hiperinflacijo, saj so se vlade za financiranje proračunskega primanjkljaja zatekle k tiskanju dodatnih bankovcev (Clavin 2000). Da bi se izognili posledicam hiperinflacije, so bili sprejeti programi za hitro stabilizacijo, del katerih je bila tudi ponovna vezava valute na zlato. Devizne rezerve so bile dopolnjene s krediti iz tujine.

Tudi vezava valut na zlato v državah z nižjo stopnjo inflacije (Velika Britanija, Francija) je bila izvedena na napačni ravni, kar je povzročalo stalen problem v

plačilnobilančnem prilagajanju. Vrednost GBP je bila na primer znatno precenjena, francoska valuta pa podcenjena (Mrak 2002, 328–330).

Medvojni sistem, obdobje obnovljenega zlatega standarda, se je soočal s problemom nezadostnih monetarnih zalog zlata v svetu. Države svojih deviznih rezerv niso več držale v zlatu, temveč v valutah zamenljivih za zlato. Zaradi povečanega deleža deviz v strukturi mednarodnih denarnih rezerv medvojni denarni sistem imenujemo zlati devizni standard. Bistvena je bila stopnja zaupanja v državo, v valuti katere so se hranile devizne rezerve (prav tam, 331–333). Vsak namig, da bo prišlo do devalvacije valute v odnosu do zlata, je namreč povzročil odliv zlata iz države.

Zlom newyorške borze je povečal nezaupanje v naložbe v različnih finančnih centrih in ljudje so se odzvali tako, da so začeli prodajati naložbe v tistih valutah, za katere so menili, da so najšibkejše. Pričakovana devalvacija valut Avstrije, Nemčije in Velike Britanije je povzročila beg kapitala iz teh držav. Centralne banke so zato leta 1931 ukinile zamenljivost svojih valut za zlato, sledile pa so jim še ostale države.

Če je sistem zlatega standarda eden glavnih razlogov za gospodarsko depresijo, to pomeni, da so države, ki so prej ukinile vezavo valute na zlato, hitreje okrevale. Dokazi to trditev podpirajo, saj so Velika Britanija ali Skandinavske države, ki so zlati standard zapustile leta 1931, krizo prebrodile veliko hitreje kot Francija ali Belgija, ki sta trmasto vztrajali pri vezavi na zlato (Bernanke 2004).

2.1.3 EKONOMSKI NACIONALIZEM IN PROTEKCIONIZEM

Vojna je privedla do političnih sprememb. Volilna pravica se je razširila na delavski razred in ženske, kar je spremenilo kontekst in pričakovanja do gospodarske politike. Evropske vlade so postale bolj odzivne na zahteve kmetov in industrialcev po zaščiti domačega trga s carinami in ali kvotami. Politika je preusmerila pozornost od zunanjega k notranjemu ravnovesju. Države so dale prednost gospodarski rasti in zmanjšanju nezaposlenosti.

ZDA so na čelu svetovne ekonomije ubralo drugačno politiko, kot je veljala pred vojno – namesto odprtega in fleksibilnega ekonomskega sistema so omejevale uvoz in dvignile carine. V svetovni ekonomiji je zavladal protekcionizem (Rauchway 2008, 11).

Spremenile so se prioritete nacionalnih ekonomskih politik in države niso bile več pripravljene plačevati visoke cene doseganja zunanjeekonomskega ravnotežja na račun povečevanja notranjeekonomskega neravnotežja. Vendar pa je upravljanje domačega gospodarstva v zadovoljstvo volivcev pripeljalo do zapletenih političnih odnosov med državami (Clavin 2000). Za obdobje je značilen gospodarski nacionalizem, ki je pomenil povečanje različnih trgovinskih omejitev.

Trideseta leta so bila obdobje, ko so se države zatekale k protekcionizmu in se osredotočale na lastne probleme, zato v tem času ne moremo govoriti o obstoju mednarodnega sistema v pravem pomenu besede. Zaradi tako imenovanih kompetitivnih devalvacij je prišlo do trgovinske vojne, v kateri se je obseg svetovne trgovine znatno zmanjšal. Prav tako se je zmanjšal obseg mednarodnega kreditiranja in investicij. Omejen dostop do financiranja je dolžniške države prisilil v moratorij na odplačevanje svojih dolgov v tujini.

V tem času še ni bilo mednarodnih organizacij kot so IMF (*International Monetary Fund* – Mednarodni denarni sklad), OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development* – Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj) in druge, ki danes predstavljajo protiutež gospodarskemu nacionalizmu. Le-te so bile ustanovljene po drugi svetovni vojni.

2.1.4 MONETARNA POLITIKA FED

V času gospodarske krize v 30-ih letih prejšnjega stoletja je, poleg nazadovanja v realnem sektorju, opaziti tudi zmanjšanje denarja v obtoku. Med leti 1929–1933 so se zaloge denarja zmanjšale za kar 30 odstotkov. Leta 1963 sta ekonomista Milton Friedman in Anna J. Schwartz v svojem delu *Monetary History of the United States, 1867–1960* postavila tezo, da je do krize pripeljala napačna monetarna politika centralnih bank (Friedman in Schwartz v Bernanke 2004).

FED je med leti 1929–1933 naredil več ključnih napak. V času krize je vodil zelo restriktivno denarno politiko, zmanjševal je ponudbo denarja v obtoku in višal obrestne mere. Komerzialne banke po vsej državi so se vse težje soočale z zahtevami depozitarjev, kar je pripeljalo do likvidnostnih težav le-teh, vendar FED ni naredil nič za njihovo rešitev (Stratton in Roberts 2001).

Bančna kriza je privedla do pogubnih učinkov na realno gospodarstvo in recesijo poglobila. Zapiranje bank je povzročilo še dodatno krčenje količine denarja v obtoku, obenem pa so banke v strahu pred likvidnostnimi težavami skoraj zaustavile kreditiranje. FED bi z manj restriktivno politiko kreditiranja komercialnih bank lahko preprečil propad mnogih bank, isti učinek bi imela tudi sprostitve večje količine denarja v obtok. Katerikoli ukrep bi olajšal stisko bank.

2.1.5 RASTOČA BLAGINJA IN VSE VEČJE ZADOLŽEVANJE

Dvajseta leta prejšnjega stoletja so v ZDA znana kot »bučna dvajseta« (*roaring twenties*). To je bil čas velike blaginje, vse večje industrializacije in novih tehnologij. ZDA so postale najbogatejša država in rojena je bila kultura potrošništva (United States History 2008). Tehnologija je igrala ključno vlogo pri zagotavljanju gospodarskega in kulturnega razcveta.

Večina Američanov je sledila doktrini, da ima vsak svoboden Američan pravico sam imenovati, kaj so njegove potrebe in jih ima tudi pravico zadovoljiti (Rauchway 2008, 13). Te potrebe so iz leta v leto naraščale. Radio je našel pot v skoraj vsak dom. Filmska industrija je predstavljala vse večji delež ameriške industrije. Leta 1922 je bilo prodanih 40 milijonov vstopnic na teden, številka je do leta 1929 narasla na 100 milijonov na teden. Gospodarstvo je raslo, proizvodnja je bila vse bolj učinkovita, dohodki so se povečevali. Vse več Američanov si je lahko privoščilo luksuzne dobrine in si tako materialno izboljšalo življenje. Ženske so z nakupi gospodinjskih aparatov, ki so še nedavno predstavljali razkošje, postale največji ameriški potrošnik (Schultz in Tishler 1999).

V gospodinjstva so prišli avtomobil, radio, hladilnik. Ljudje so denar porabili za prostočasne dejavnosti in letovanja. Naraščale so cene zemljišč, predvsem na Floridi

(United States Department of State 2008). Leta 1928 je gradbena industrija dosegla svoj vrh in v letu 1929 začela upadati (Valentine in Ellis 1991, 35). V 20-ih je bila v vzponu tudi avtomobilska industrija, produkcija avtomobilov je v desetletju zrasla z 2 milijonov na 5,5 milijonov in tako leta 1929 skoraj dosegla industriji železa in premoga, ki sta bili tedaj največji po obsegu. S povečano proizvodnjo avtomobilov so se povečale tudi z njo povezane industrije, gradile so se ceste, zrasla so predmestja in trgovski centri (Rauchway 2008, 13–14). Avtomobil je postal del ameriškega načina življenja. Na priljubljenost je precej vplival upad cen ter možnost kreditiranja. Leta 1925 se je 75 odstotkov Američanov pri nakupu avtomobila odločilo za obročno odplačevanje (Schultz in Tishler 1999).

S povečanjem blaginje in dohodkov se je močno povečalo tudi število kreditov. Znatno del kreditov je bil namenjen nakupu trajnih dobrin (Valentine in Ellis 1991, 35).

2.1.6 TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Pred letom 1924 je bil trg vrednostnih papirjev še relativno zadržan in izplačane dividende so bile v sorazmerju s tržno ceno delnice oziroma obveznice, v drugi polovici tega leta pa so cene začele strmo naraščati in se do leta 1927 več kot podvojile.

Zagovorniki so trdili, da ne gre za špekulacije, temveč le za zapoznelo uravnavanje cen vrednostnih papirjev s povečanimi korporativnimi zasluži. Do leta 1928 je bila rast še strmejša in je dosegla trikratno vrednost. Banke in zavarovalnice so pritegnile visoke rasti, nekatere so zato preusmerile svoj kapital od investicij na trg vrednostnih papirjev. Hitri zasluži so pritegnili tudi tuje vlagatelje in kapital je pritekal z vsega sveta. Kapital, vložen v vrednostne papirje, se je z 1 milijarde v letu 1924 povečal na skoraj 8,5 milijard leta 1929, tik pred borznim zlomom. Žal pa se cene vrednostnih papirjev niti približno niso več ujemale z dejansko vrednostjo (Smith 1972, 121). To je jeseni leta 1929 privedlo do borznega zloma.

2.2 IZBRUH IN ŠIRITEV

Zlom newyorške borze jeseni leta 1929 štejemo za začetek velike krize, ki se je vlekla skozi celo naslednje desetletje. Industrijska proizvodnja se je zmanjšala, naraščalo je število brezposelnih. Kriza ni bila omejena le na ZDA, temveč je vplivala tako na industrializirane kot neindustrializirane države v večjem delu sveta. V Evropi je bila med najbolj prizadetimi Nemčija, ki ji je bilo po prvi svetovni vojni naloženo plačevanje reparacij. Kljub temu da so vlade v različnih državah sprejele razne ukrepe za omilitev posledic krize in želele spodbuditi ponovno rast gospodarstva, so si strokovnjaki edini, da se je zares končala šele z začetkom druge svetovne vojne.

2.2.1 BORZNI ZLOM

Od leta 1921 do 1929 se je borzni indeks Dow Jones, ki kaže dnevno gibanje cen delnic na ameriškem trgu, povzpел s 60 na skoraj 400 točk (Stock market crash 2008).

Vlagatelje na borznih trgih ločimo na špekulante in investitorje. Slednji kupujejo vrednostne papirje glede na trdnost podjetja v daljšem obdobju ter na podlagi presoje, ali bo v prihodnosti poslovalo pozitivno. V nasprotju z njimi pa špekulanti trgujejo z delnicami in obveznicami na podlagi intuicije, kako se bodo obnašali drugi akterji na trgu vrednostnih papirjev (Rauchway 2008, 17). Ko je dejavnost špekulantov presegla investiranje, so se pojavili razlogi za skrb.

FED je na povečanje trgovanja z vrednostnimi papirji in vse večje kreditiranje te dejavnosti reagiral z višjo obrestno mero, kar je privedlo do zmanjšanega investiranja v tujini. Države, ki so bile odvisne od ameriških posojil (npr. Nemčija), so se znašle v težavah. Špekulacije so se nadaljevale.

Tretjega septembra je indeks vrednostnih papirjev na newyorški borzi dosegel vrh, borzni indeks Dow Jones Industrial Average je dosegel vrednost 381 točk (Konda 2009a). V septembru in oktobru cene niso več le strmo naraščale, temveč so začele

nihati. Do druge polovice oktobra je dokončno izgubilo zaupanje več tisoč špekulantov, ki so se želeli čim hitreje znebiti svojih delnic.

Prvi dan panike, 24. oktober, je znan kot »črni četrtek« (*Black Thursday*). Prodanih je bilo 12,9 milijona delnic. Skupina bankirjev na čelu finančne družbe J. P. Morgan and Company in nekaj drugih velikih newyorških bank je poskušalo omiliti situacijo s svojim poroštvom oziroma nakupom velikega števila delnic nad ceno. Trgovanje na borzi se je tako zaključilo z le 6 točk nižjim indeksom Dow Jones (Smith 1972, 122), vendar se je panika že preveč razširila in ta poteza ni rešila položaja.

Masovna prodaja vrednostnih papirjev se je nadaljevala. V ponedeljek, 28. oktobra, je borzni indeks padel za 12,8 odstotka, dan kasneje, na »črni torek« (*Black Tuesday*), pa je bilo prodanih rekordnih 16,5 milijonov delnic. Cene so še naprej padale in izguba je v nekaj tednih narasla na slabih 30 milijard (prav tam). Do sredine novembra so vrednosti padle za več kot tretjino.

Kljub borznemu zlomu so bile prve ocene dokaj optimistične. Časnik *Economist* je 23. novembra 1929 zapisal, da je borzni zlom pripeljal do padca obrestnih mer s 6,5 odstotka, konec septembra, na 5,5 odstotka v manj kot 2 mesecih (*The Economist* 1929). Napovedoval je sicer začasno zmanjšanje povpraševanja po luksuznem blagu, nevarnost izgube zaupanja in likvidacijo nekaterih bank, vendar pa naj bi cenejši denar hitro obrnil spiralo in ponovno sprožil gospodarsko rast. Po mnenju strokovnjakov tistega časa je bilo pričakovati manjše nazadovanje, vendar še ni bilo dovolj dokazov za dolgo recesijo, ki je sledila (prav tam).

Do konca leta so vrednostni papirji izgubili polovico septembrske vrednosti. Spirala navzdol se je nadaljevala naslednji 2 leti, dokler borzni indeks Dow Jones ni sredi leta 1932 dosegel minimuma.

Padec je neposredno vplival le na peščico Američanov, vendar se je zaradi psihološkega učinka – izgube zaupanja – zmanjšala gospodarska aktivnost. Najprej se je kriza pokazala v kreditnem in bančnem sistemu. Temu je sledila zmanjšana industrijska in trgovinska proizvodnja, nezaposlenost se je povečevala, cene so padale, prav tako nacionalni dohodek, število stečajev se je povečevalo. Zaradi dvomov v prihodnost se je

potrošništvo skrčilo. Predvsem se je ustavilo kupovanje dražjih trajnejših dobrin, kot so na primer avtomobili. V nekaj mesecih po zlomu borze je bila številka novo-registriranih avtomobilov za četrtno manjša (Rauchway 2008, 18–19). Tovarne so se zapirale, banke so propadale. Število brezposelnih se je podvojilo.

2.2.2 ŠIRITEV KRIZE

Znaki ekonomske recesije so obstajali že pred borznim zlomom. Stanovanjska gradnja je bila glede na leto 1928 precej okrnjena, trošenje se je upočasnilo, zmanjšala se je industrijska produkcija, povečala se je brezposelnost. Po borznem zlomu se je nazadovanje ekonomskega cikla še poglobilo. Odziv na vse manjše trošenje je bila zmanjšana proizvodnja na račun odpuščanja delavcev in krajšanja delovnika, kar je pomenilo še manjšo potrošnjo in posledično več odpuščanj. Spirala se je tako poglobljala. Industrijska proizvodnja je do leta 1932 padla za več kot polovico svoje stopnje pred borznim zlomom. BDP (bruto domači proizvod), ki je leta 1928 znašal 82 milijard je leta 1932 dosegel le 40 milijard (Smith 1972, 122–124).

Med leti 1929 in 1933 je gospodarska proizvodnja v ZDA padla za skoraj 30 odstotkov. V istem obdobju je stopnja brezposelnosti narasla s približno 3 na skoraj 25 odstotkov, tistim, ki so delovno mesto obdržali, pa se je skrajšal delovni čas (Bernanke 2004).

Druge značilnosti velike depresije vključujejo ostro deflacijo. Cene so v zgodnjih 30-ih letih padale približno 10 odstotkov letno. V začetku leta 1930 beležimo padec cen vrednostnih papirjev, pogosti so bili zlomi bank, močno je naraslo tudi število stečajev oziroma bankrotov podjetij in gospodinjstev. Razmere so se izboljšale z nastopom mandata predsednika Franklina Roosevelta, vendar je stopnja brezposelnosti do konca desetletja ostala višja od 10-ih odstotkov.

Bančna kriza se je začela jeseni leta 1930, ko FED ni reagiral na propad bank na jugu države. Naloga centralne banke je, da zagotavlja likvidnost, če se komercialne banke znajdejo v težavah in ne morejo izpolniti zahtev svojih vlagateljev. Najbolj neposreden način je nakup obveznic iz bančnega sistema (Stratton in Roberts 2001). FED na tem mestu ni izpolnil pričakovanj.

Posledično je bilo zaupanje v banke spodkopano in depozitarji so pospešeno unovčevali svoje prihranke. Do konca leta je vrata zaprlo več sto bank, ki niso bile več sposobne servisirati zahtev varčevalcev.

Septembra 1931, ko je Velika Britanija izstopila iz sistema zlatega standarda, je FED nadaljeval s svojo politiko deflacije. Komercialne banke so reagirale s kopičenjem presežnih rezerv, da bi lahko izpolnile zahteve vlagateljev za denar, ne da bi ogrozile likvidnost. FED še vedno ni sprejel nobenega ukrepa za zmanjšanje pritiska na bančni sistem.

6. marca 1933 je Franklin D. Roosevelt takoj po nastopu mandata razglasil »bančne počitnice«, med katerimi bankam ni bilo potrebno izpolnjevati zahtev depozitarjev (Konda 2009b). Roosevelt je namreč ukazal začasno zapreti vse banke. 11. marca se je bančni sistem delno odprl, po koncu bančnih počitnic je 12.000 bank s 23 milijardami USD depozitov ponovno začelo obratovati, 5.000 bank pa je ostalo brez licence (White 1995, 14).

Kolaps bančnega sistema je izbrisal več milijard USD depozitov in posledično so se zaloge denarja skrčile za približno eno tretjino (Stratton in Roberts 2001). Finančna kriza se je preselila v realni sektor in privedla do hude gospodarske depresije.

Brezposelnost je vztrajno naraščala. V 20-ih letih, v času predsednika Coolidgea, se je število brezposelnih gibalo okoli 2 milijona, po borznem zlomu je naraslo na 3 oziroma 4 milijone. Konec leta 1931 je dosegalo že skoraj 7 milijonov, leta 1932 pa je bilo doseženo dno. Število brezposelnih se je gibalo med 12 in 15 milijoni (Smith 1972, 122–124).

Tisti, ki so zaposlitev obdržali, so se soočali z ostrim zniževanjem plač, ali pa so delali polovični delovni čas. Socialni efekt krize je bil velik in uničujoč. Dolgo obdobje brezposelnosti je v ljudi naselilo strah in obup. Varnost je namesto napredka postala nov univerzalni cilj. Število brezdomcev se je povečalo, mnoge šole, še posebej tiste v ruralnih predelih juga, so zaprle svoja vrata. V mestih so se pojavljali neredi, saj je bilo na cesti vse več sestradanih ljudi oziroma družin (prav tam).

2.2.3 PONOVNNA POGLOBITEV KRIZE LETA 1937

Gospodarski kazalci kažejo, da je ameriško gospodarstvo najnižjo točko doseglo poleti 1932, nato pa je sledilo počasno okrevanje. Leta 1937 pa se je gospodarski cikel znova obrnil navzdol. Industrija je nazadovala, število brezposelnih se je zopet povečalo.

Rooseveltova administracija je po distribuciji drugega veteranskega bonusa leta 1936 močno skrčila vladno trošenje. Posledice omejevalne fiskalne politike so vodile v ponovno recesijo. Eden od pomembnejših vzrokov za upad leta 1937 so bile spremenjene vladne finance. Neto rezultat vladnih operacij se je kazal v zmanjšanju kreditiranja s 3,8 milijarde USD leta 1936 na 300 milijonov USD leta 1937 (Temin 1993, 122).

2.2.4 ŠIRITEV KRIZE NA DRUGE PREDELE SVETA

Višja obrestna mera FED je povzročila zmanjšanje investiranja v tujini. Države, ki so bile odvisne od ameriških posojil (npr. Nemčija), so se znašle v težavah. Leta 1928 je povpraševanje po kmetijskih in industrijskih izdelkih začelo upadati. Prav tako se je zmanjšala dejavnost na trgu nepremičnin.

Čeprav so obstajale razlike med državami, pa noben predel Evrope ni ostal nedotaknjen. V najbolj prizadetih državah je bil brezposeln eden od petih prebivalcev, industrijska proizvodnja se je zmanjšala za več kot 40 odstotkov. Do leta 1932 se je obseg evropske trgovine zmanjšal na tretjino svoje vrednosti iz leta 1929 (Clavin 2000). Mnoge ugledne bančne institucije so bile na robu prepada.

Splošno nezaupanje je privedlo do krčenja izdatkov, tako na strani vlad kot pri posameznikih. Države so v poskusu reševanja krize najprej zaščitile svoje nacionalne interese. Leta 1931 so centralne banke Avstrije, Nemčije in Velike Britanije izstopile iz sistema zlatega standarda in ukinile zamenljivost svojih valut za zlato (Mrak 2002, 334–335). Naslednje leto oziroma leta 1933 sta jim sledili Italija in ZDA. Francija, Poljska, Belgija in Švica pa so zlati standard opustile do leta 1936 (Bernanke 2004). Države so sprejele prosto drseči valutni režim. Do novembra 1932 so vse države v Evropi uvedle višje carine in kvote. Svet je bil razdeljen na trgovinske bloke.

Revščina je zajela veliko večino populacije, in ker se oblasti niso znale soočiti s krizo, so v več državah na oblast prišle ekstremistične stranke. Velika Britanija in Francija sta se temu uspeli izogniti s sprejemom večstrankarske koalicije. Za Nemčijo in Italijo pa je bil gospodarski nacionalizem prvi korak pri vzponu totalitarističnega sistema. V Rusiji se je namesto tržne ekonomije uveljavilo državno planiranje.

Če oboroževanje in vojna industrija oziroma druga svetovna vojna ne bi ustvarili povpraševanja in naložb, ki so gospodarski cikel zasukale navzgor, je zelo verjetno, da bi bila recesija še dolgotrajnejša. Velika depresija je močno vplivala na razvoj dogodkov v Evropi in lahko rečemo, da je posredno pripomogla tudi k začetku druge svetovne vojne.

2.3 UKREPI ZA REŠEVANJE

Gospodarsko krizo, ki je zajela skoraj ves svet, so države poskušale omiliti z različnimi ukrepi. Eni so bili bolj drugi manj uspešni, nekateri so recesijo še poglobili. Reševanje krize v ZDA lahko razdelimo na obdobje predsednika Hooverja ter na obdobje Franklina D. Roosevelta. Slednji je najbolj znan po *New Deal-u* – sklopu različnih ukrepov za soočanje z gospodarsko krizo. Reakcije FED so večkrat močno kritizirane, zato bom poskušala najti vzroke za tako ravnanje.

2.3.1 MONETARNA POLITIKA FED

Bančna praksa centralnim bankam nalaga odgovornost tako za spoprijemanje s špekulativnimi napadi na valuto kot za zaščito pred bančno paniko. Vendar pa je FED prezrl vse težji položaj domačega bančnega sistema in se osredotočil le na zaustavitev izgube zlatih rezerv (Bernanke 2004). Za stabilizacijo dolarja je FED močno zvišal obrestne mere in tako z višjo stopnjo donosa valutne špekulante odvrnil od prodaje USD.

FED je obrestno mero dvignil že pred borznim zlomom leta 1929, z namenom omejitve izdajanja posojil za špekulativno borzno poslovanje. Do ponovnega dviga cen denarja in krčenja ponudbe je prišlo jeseni leta 1931, ko so Velika Britanija in nekatere druge evropske države izstopile iz sistema zlatega standarda (Wheelock 1997, 9–10).

Nekateri avtorji navajajo, da so bile večji del tridesetih let nominalne obrestne mere pravzaprav zelo nizke (Board of Governors of the Federal Reserve System 2003, 9), torej je bila denarna politika vse prej kot restriktivna. Vendar pa gre tukaj omeniti, da je deflacija pomenila, da so bili stroški zadolževanja zelo visoki, saj je bila vrednost posojil vse večja. Posojilojemalci so zato dejansko odplačali več (Meltzer 2003). Zato kljub nizki ravni nominalnih obrestnih mer, ne moremo govoriti o ugodni denarni politiki.

Zaradi gospodarskih težav, s katerimi so se soočale ZDA, so centralne banke drugih držav in tudi zasebni vlagatelji, velike količine svojih sredstev, ki so jih prej držali v USD, pretvorili v zlato. Jeseni 1931 so se močno zmanjšale rezerve FED. Poslabšanje razmer je tudi depozitarjem v komercialnih bankah spodkopalo zaupanje, ti pa so množično dvigovali svoje prihranke. Ker zavarovanje depozita v tem obdobju še ni obstajalo, je stečaj banke povzročil izgubo vseh prihrankov. Prav to nezaupanje je nato povzročilo propad več tisoč bank.

Številne napačne odločitve, ki so jih sprejele vlade in centralne banke v svojih prizadevanjih pri reševanju krize, lahko razložimo z obstojem sistema zlatega standarda. Mnogi strokovnjaki ga danes navajajo kot enega največjih krivcev, da je recesija dosegla take razsežnosti (Clavin 2000).

Za ohranjanje fiksnega deviznega tečaja med valutami so bile države primorane voditi podobno monetarno politiko. Centralne banke z omejenimi zlatimi rezervami niso imele druge izbire, kot slediti trendu ob dvigu obrestnih mer v tujini (Bernanke 2004). Če tega ne bi storile, bi hitro izgubile svoje zaloge, saj bi finančni vlagatelji svoja sredstva prenesli v države, kjer so bili donosi višji.

Obstoj učinkovitega mednarodnega vodstva bi pomenil boljše mednarodno sodelovanje in določil primernejše denarne politike. V obdobju klasičnega zlatega standarda je, s sodelovanjem drugih večjih centralnih bank, za upravljanje skrbela centralna banka Velike Britanije. Po vojni so od gospodarsko in finančno izčrpane kraljevine položaj velesile prevzele ZDA, New York je postal novi svetovni finančni center. Za vodenje mednarodnega sistema naj bi poskrbel FED, ki pa s svojo decentralizirano strukturo in pomanjkanjem izkušenj ni bil kos nalogi (prav tam).

2.3.2 UKREPI PREDSEDNIKA HERBERTA HOOVERJA

Predsednik Herbert Hoover je svoj predsedniški mandat nastopil spomladi 1929, tik pred borznim zlomom. V zgodovino je zapisan kot glavni krivec za vso bedo v času velike depresije. Vendar pa so kritike, da Herbert Hoover ni naredil nič za reševanje krize, pretirane.

Filozofija in ukrepi predsednika Hooverja so temeljili na prepričanju, da so bistvo ameriškega sistema individualizem, gospodarske priložnosti in zasebno podjetništvo brez vmešavanja vlade oziroma politike (Smith 1972, 128–129). Njegov pristop je vključeval posredno vplivanje na ekonomijo, direktni intervenciji je nasprotoval.

Po borznem zlomu je bila prva reakcija predsednika Hooverja pomiritev javnosti, da je gospodarstvo trdno in da je vsak dvom v ekonomsko strukturo nesmiseln (Rauchway 2008, 26). Oktobra 1929 je v Washingtonu sklical več konferenc, na katerih so se zbrali gospodarstveniki, industrialci ter predstavniki kmetov in delavcev. Delodajalce je pozval, da ohranijo plače in mezde na isti ravni. Spodbujal je sodelovanje med različnimi akterji na ekonomskem trgu. Vendar pa je bilo, zaradi prevlade individualizma v ameriški ideologiji, nemogoče izvesti kolektivne ukrepe. Ko se je depresija poglobljala, je vsako podjetje najprej sprejelo korake za svojo zaščito, med katerimi so znižanje plač, odpuščanje in omejevanje proizvodnje.

Ukrepi, ki jih je izvajal predsednik Hoover, niso vključevali niti direktne aktivnosti niti finančnih sredstev politične oblasti. Po njegovem mnenju se politika ni smela vmešavati v gospodarstvo (prav tam). V času svojega predsedovanja ni sprejel nobene bistvene reforme ekonomskega sistema, čeprav se je le-ta zdela potrebna. Zaradi vse večjega nezadovoljstva med Američani in vse več izgredeov je začel na Hooverja pritiskati celo parlament oziroma kongres. Kljub temu se je pritiskom za povečanje vladnega trošenja upiral. Vendar pa se je zaradi vse večje brezposelnosti zmanjševal tudi prihodek, kar je pomenilo vse večji javni dolg in pritiske k opustitvi zlatega standarda, saj je zlato odtekalo iz države. Da bi dosegel bilančno ravnotežje, je Hoover omejil javna dela (Smith 1972, 131).

Politična oblast je vendarle delovala bolj drzno na področju bančništva in financiranja. Leta 1932 je bila ustanovljena RFC (*The Reconstruction Finance Corporation* – Agencija za finančno obnovo). Namen vladnega programa je bilo kreditiranje bank in finančnih institucij, ter s tem umetno sprožiti in pospešiti ekonomsko aktivnost (Todd 1992, 3). Predsednik Hoover je kot naloge RFC navedel vzpostavitev in financiranje sistema kmetijskih kreditnih bank, izdajanje posojil zavarovalnicam in nepremičninskim ter hipotekarnim agencijam, kreditiranje bank in finančnih ustanov, ki drugače ne

morejo zagotoviti posojil, kreditiranje železnic ter financiranje modernizacije in gradnje industrijskih obratov za povečanje zaposlenosti (prav tam, 3–4).

Vendar pa agenciji pred letom 1933 ni uspelo zaustaviti rasti brezposelnosti. Predsednik Franklin Roosevelt je agencijo ohranil ter povečal sredstva in poenostavil birokracijo. Pod njegovim vodstvom je RFC prispevala k obnovi gospodarske aktivnosti, zlasti v bančništvu in železnicah.

Da bi zaščitil ameriško gospodarstvo, je Hoover junija 1930 sprejel carinski zakon, t.i. *Hawley-Smoot Tariff Act*, ki je močno dvignil carinske stopnje. Namen je bil povečati zaščito domačih kmetov pred uvozom tujih kmetijskih proizvodov. Masovna širitev kmetijske proizvodnje zunaj Evrope med prvo svetovno vojno je, skupaj s povojnim okrevanjem evropskega kmetijstva, pripeljala do hiperprodukcije v 20-ih letih. To je vodilo do upada cen kmetijskih proizvodov.

Carinska stopnja spada med najbolj protekcionistične v zgodovini ZDA. Ukrep je izzval vihar tujih povračilnih ukrepov in drastičen upad mednarodne trgovine. Obseg svetovne trgovine se je med leti 1929 in 1934 zmanjšal za približno 66 odstotkov (United States Department of State 2004). Zakon je imel le zanemarljive posledice na ameriško gospodarstvo v krizi.

Hoover se kot predsednik, ki ni storil nič pri reševanju stiske ljudi, ni zapisal zaradi nesposobnosti, ampak zaradi svojega prepričanja. Verjel je v elemente ameriške politične tradicije, kot so individualizem, *laissez faire*, podjetništvo, osebni uspeh in materialno blagostanje. Te ideje so bile v času Jeffersona, Jacksona in Lincolna nove in prepričljive (Hofstadter 1989, 372–373), v času velike depresije pa se je tak pristop izkazal za neučinkovitega. Ljudje so potrebovali hitre in drzne rešitve. Predsednik Herbert Hoover je bil zadnji privrženec doktrine *laissez faire* liberalizma, konec njegovega mandata pa je prinesel prelom v tradiciji (prav tam, 373).

2.3.3 UKREPI PREDSEDNIKA FRANKLINA D. ROOSEWELTA IN *NEW DEAL*

V časniku *Economist* je bilo 24. junija 1933 zapisano, da v vsej ameriški zgodovini ni prišlo do menjave uprave v tako kriznih razmerah (*The Economist* 1933).

Po prihodu na predsedniški stolček je Franklin D. Roosevelt oblikoval serijo različnih ekonomskih in socialnih programov za ublažitev velike ekonomske krize, ki jih poznamo pod skupnim imenom *New Deal*. Slednji je prinesel najobsežnejšo širitev zvezne vlade v času miru v vsej ameriški zgodovini (Fishback in drugi 2001, 3).

Rooseveltova uprava je uvedla nešteto novih zveznih agencij in predpisov, programe socialnega zavarovanja ter neprecedenčno visoko raven vladnega trošenja. Če izznamemo tradicionalne kategorije, kot sta nacionalna varnost in mednarodne zadeve, je bila zvezna poraba v tridesetih letih štirikrat do šestkrat večja kot leta 1929 (prav tam).

Koncept ekonomska politike *New Deal-a* je bil osnovan na hipotezah keynesianizma, ki je zagovarjal državno regulacijo. Po trditvah angleškega ekonomista Johna Maynarda Keynesa je odgovornost države, da izkoristiti svojo veliko finančno moč (davki in trošenje) za stabilizacijo gospodarstva (The Great Depression and New Deal 1929–1940s 2009). *New Deal* je urejal štiri večja področja, in sicer finančno politiko, kmetijsko politiko, socialno politiko ter industrijsko in delavsko politiko.

2.3.3.1 Finančna politika

Roosevelt se je sprva lotil reševanja oziroma rekonstrukcije bančnega sistema. Eden njegovih prvih aktov je bila razglasitev »bančnih počitnic«. Njegova administracija je pripravila osnutek zakona o bančništvu, ki bi pomagal pri reševanju bančne krize. Bančni zakon (*Emergency Banking Act*) je določil standarde za ponovno odprtje bank (Federal Deposit Insurance Corporation 2006). Kot sredstvo za spopad s krizo, je razširil pooblastila vlade, ki je dobila pravico banko za stalno zapreti, v kolikor ni dosegala meril. Aprila 1933 so ZDA opustile sistem zlatega standarda. Monetarna politika je bila osvobojena omejujočih pravil.

New Deal reforme so uvedle številne nove mehanizme. Zmanjšale so konkurenco med finančnimi posredniki, prišlo je do ločitve med investicijskim in komercialnim bančništvom, najbolj vidna in verjetno ena od najpomembnejših *New Deal* reform pa je zagotovo uvedba mehanizma zavarovanja depozitov (White 1995, 15).

Predsednik Roosevelt je 20. marca 1933 podpisal gospodarski zakon (*Economy Act*), ki je znižal plače državnim uslužbencem, vojni veterani pa so se bili prisiljeni odpovedati delu svojih prejemkov (United States Department of Treasury 2003). Tako je Roosevelt želel uravnovesiti proračun, oziroma omogočiti financiranje številnih programov, ki so sledili.

2.3.3.2 Kmetijska politika

Kmetijstvo je bilo zaradi hiperprodukcije še bolj prizadeto. V letu 1933 je tako stopi v veljavo AAA (*Agricultural Adjustment Act* – Zakon o preoblikovanju kmetijstva), ki je usmerjal pridelavo sedmih osnovnih poljščin. S kmetijsko politiko je vlada skušala dvigniti cene in tako povečati kupno moč kmetijskega prebivalstva na raven iz let 1909–1914.

To je dosegla tako, da je kmetom ponudila plačilo za zmanjšanje obdelovalnih površin. S proizvajalci, predelovalci in distributerji so bili sklenjeni tržni dogovori. Da bi odpravili nelojalno konkurenco, so bile predelovalcem podeljene licence. Določena je bila davčna stopnja, prihodki iz davkov pa so pokrivali stroške preoblikovanja dejavnosti, širitev trgov in odstranitev kmetijskih presežkov (United States Department of Agriculture 1984).

Leta 1937 je vrhovno sodišče odločilo, da je bil AAA protiustaven, vendar pa je bil osnovni program predelan in je subvencije dodeljeval pod krinko ohranjanja zemljišč in izboljšanja zemlje.

V sklopu kmetijske politike je bila ustanovljena tudi TVA (*Tennessee Valley Authority* – Agencija doline Tennessee), s katero je bil uzakonjen eden najbolj vidnih poskusov za načrtno obnovo (Smith 1972, 144). Za kmetijski in industrijski razvoj v dolini so bile zgrajene hidroelektrarne, jezovi za preprečevanje nadaljnjih poplav, izvajalo se je pogozdovanje, področje je bilo elektrificirano.

2.3.3.3 Socialna politika

Zakon o socialni varnosti (*Social Security Act*) je prinesel vrsto socialnih in zdravstvenih storitev. Uvedena so bila nadomestila za brezposelne, pomoč za vzdrževane otroke in socialno skrbstvo za upokojene (Reich 2009). Prispevki državljanov so se zbirali v vladnih skladih in so bili namenjeni izplačevanju pokojnin oz. nadomestil.

Ustanovljena je bila FERA (*Federal Emergency Relief Administration* – Zvezna uprava za nujno pomoč), kateri je kongres namenil 500 milijonov USD za razdeljevanje pomoči za podporo ogroženim skupinam prebivalcev (Smith 1972, 142). Poleg ukrepov direktne pomoči je zagotovila delo za 15 milijonov brezposelnih. Cilj uprave za nujno pomoč je bil priskrbeti raznolike možnosti za delo, da bi se delavci lahko zaposlili v skladu s svojimi izkušnjami (University of Washington Libraries). V okviru FERA je prišlo tudi do ustanovitve dveh samostojnih institucij.

Delavci so pod okriljem CWA (*Civil Works Administration* – Uprava za državljanska dela) gradili in obnavljali infrastrukturo. Renovirali so gradbene objekte, postavili na tisoče šol, izboljšali več sto letališč, zgradili in popravili pa so tudi tisoče kilometrov cest.

WPA (*Works Progress Administration* – Uprava za razvoj javnih del) je, podobno kot CWA, želela pomagati prebivalstvu z nudenjem različnih zaposlitev, kot je šivanje oblačil, slikanje fresk, priprava šolskih kosil ter gradnja bolnišnic in šol (Smith 1972, 142–144). Z izvajanjem javno koristnih del so nudili zaposlitev mnogim brezposelnim.

Podoben program je bila tudi PWA (*Public Works Administration* – Uprava za javna dela), v okviru katere so se v letih 1933–1939 opravljali veliki projekti, na primer elektrifikacija, izgradnja jezov, stanovanj v mestih in industrijskih centrih, šol, bolnišnic ter vojaških letališč in ladjevja.

2.3.3.4 Industrijska in delavska politika

NIRA (*National Industrial Recovery Act* – Zakon o okrevanju nacionalnih industrij) je vključeval vrsto sklepov, vključno z določbami za javna dela, na podlagi katerih so bile ustanovljene vladne agencije za javna in državljanska dela. Glavni ukrep je bil oblikovanje industrijske politike in kodeksov, ki bi vzpostavili pošteno konkurenco (Rauchway 2008, 88). Oblikovali so se sindikati, prepovedano je bilo otroško delo, spodbujalo se je zasebno podjetništvo.

New Deal je prinesel pomembne spremembe politične prakse. Prvič se je upravičevalo deficitno trošenje. V letih 1933–34 so zvezni prihodki znašali 3,1 milijarde USD, vladna poraba pa je dosegla kar 7,1 milijarde USD (The Economist 1999). Uvedena je bila podpora za brezposelne, tako denarna kot v obliki delovnih mest. Kmetijska politika je z omejitvijo kmetijske proizvodnje dvignila cene v panogi. Do leta 1936 so se le-te podvojile (prav tam). NIRA je določil minimalne plače in maksimalno število delovnih ur na teden. Franklin Roosevelt je z oblikovanjem socialnih in ekonomskih institucij zaznamoval ameriško zgodovino dvajsetega stoletja.

Vendar pa fiskalni politiki ni uspelo rešiti gospodarske krize. Dejansko povečanje javnofinančne porabe in povečanje primanjkljaja državnega proračuna je bilo relativno majhno glede na velikost gospodarstva. Programi *New Deal-a* so sicer zmanjšali število brezposelnih, imeli pa so le malo neposrednih ekspanzivnih učinkov na gospodarstvo (Romer 2003, 6). Šele močno povečano vojaško trošenje je, po vstopu ZDA v drugo svetovno vojno, vplivalo na povečanje industrije.

2.3.4 UKREPI IN REŠEVANJE KRIZE V EVROPI

Poznavanje sistema zlatega standarda pomaga razumeti, zakaj so tudi v državah drugod po svetu vlade naredile toliko napak pri reševanju krize. Večina evropskih držav se je v začetku 20-ih let vrnila na sistem zlatega standarda, izjema je Španija, saj se je v tem času soočala s političnimi nemiri, ki so kasneje pripeljali do državljanske vojne.

Če so države ob dvigu obrestnih mer v ZDA želele preprečiti odliv zlata, so jih morale povečati tudi same. Poleg tega so se, zaradi gospodarske krize, vlade soočale z vse

manjšimi dohodki ravno v času, ko bi za ublažitev posledic morale povečati javno trošenje. Sistem zlatega standarda je zahteval uravnotežen proračun in države so, šele z ukinitvijo vezave na zlato, pridobile fleksibilnost, ki so jo potrebovale za boj proti posledicam gospodarske krize.

Velika Britanija in Skandinavske države so zlati standard zapustile že leta 1931 in so bile pri reševanju posledic krize uspešnejše kot Francija ali Belgija, ki sta pri vezavi na zlato vztrajali do sredine 30-ih let (Bernanke 2004).

Septembra 1931 britanska centralna banka (*Bank of England*) zaradi špekulativnih napadov na valuto, ni več mogla vzdrževati uradne vrednosti GBP. Velika Britanija je bila prisiljena zapustiti zlati standard (prav tam). To je pomenilo preobrat. Vrednost GBP je padla za 30 odstotkov in posledično se je britanski izvoz pocenil. Obrestne mere so se znižale, kar je olajšalo kreditiranje gospodarstva, z vse večjo stopnjo zaupanja pa se je povečevala tudi potrošnja (Clavin 2000). Velika Britanija je bila ena izmed prvih držav, ki je okrevala po krizi.

Francosko gospodarstvo je krčenje mednarodne trgovine in zmanjševanje izvoza močno prizadelo. Francija je leta 1932 beležila 15-odstotno brezposelnost, industrijska proizvodnja je, glede na leto 1929, padla za četrtno (Macrohstory and world report). Vendar pa je francoska vlada vztrajala pri uravnoteženem proračunu in ni povečala trošenja. Sistem zlatega standarda se je ohranil vse do leta 1937, leto kasneje pa je bil tečaj FRF vezan na tečaj GBP (Mrak 2002, 338). Ukrepa sta pripomogla k reševanju krize, vendar pa je okrevanje trajalo dlje kot v Veliki Britaniji.

V Nemčiji je bila pot do gospodarskega okrevanja drugačna. Nova totalitarna vlada je razvila sistem trgovskih in monetarnih omejitev za nadzor gospodarstva. Država je kontrolirala, ne le trgovine in pretoka deviz, ampak tudi cene, plače, zasebne investicijske banke in ostale vidike investiranja. Vlada je uvedla program javnofinančnega trošenja, da je ustvarila povpraševanje. Med letoma 1933 in 1934 se je raven javnih naložb podvojila. Programi oboroževanja so nadomestili ustvarjanje novih civilnih delovnih mest in pripomogli k nadaljnji širitvi gospodarstva (Clavin 2000).

Razvoj dogodkov v Italiji je bil podoben kot v ostalih evropskih državah. Padec v mednarodni trgovini je imel močne posledice. Industrijska proizvodnja se je močno skrčila, kljub temu da je bil padec manj strm kot v industrijsko bolj razvitih državah (Perri in Quadrini 2001, 3). Oblast je z javnimi deli, subvencijami in carinami poskušala stimulirati ekonomijo, vendar pa se je produkcija povečala šele z mobilizacijo za vojno.

3 SEDANJA GOSPODARSKA KRIZA

3.1 VZROKI

Kot vzroke za sedanjo gospodarsko krizo se največkrat navaja pok nepremičninskega balona v ZDA, pohlep bankirjev in izdajanje drugorazrednih hipotekarnih posojil. Vendar pa nam ti dajo le delno sliko. V zadnjem desetletju so se večkrat oblikovali mehurčki, med drugim tudi *dot-com* mehurček, zgodile so se različne krize, le trenutna pa je dosegla globalne razsežnosti.

Zakaj je tako? Pravzaprav gre za mnogo dejavnikov, ki so vsak po svoje prispevali svoj delež. Poleg že navedenih naj omenim neustrezno regulacijo, izvedene finančne instrumente in prelaganje tveganja, globalizacijo in napačne ocene rating agencij. Vsi ti so prispevali k izbruhu finančne krize, ki je preko posojilnega krča pripeljala do gospodarske krize.

3.1.1 NIZKE OBRESTNE MERE IN POVEČANA LIKVIDNOST

Trenutno svetovno krizo pogosto imenujemo tudi hipotekarna kriza. Sprožil jo je namreč zlom hipotekarnega trga, ko vse več kreditorejmalcev ni bilo sposobno izpolnjevati obveznosti.

K nastanku nepremičninskega balona so prispevale nizke obrestne mere oziroma velika likvidnost, rast cen nepremičnin in vse večja konkurenca, zaradi katere so banke iskale nove in nove kreditorejmalce in bile pripravljene prevzemati vse večja tveganja (Dell'Ariccia in drugi 2009; Kregel 2008).

Pod vodstvom Alana Greenspana je FED vodil ekspanzivno monetarno politiko in se od konca 80-ih let vsakemu padcu cen nepremičnin zoperstavil s povečano likvidnostjo in nižanjem obrestne mere. Nominalne obrestne mere so bile v prvih letih novega tisočletja najnižje v zadnjih 30-ih letih. V letih 2003 oziroma 2004 so bile nominalne obrestne mere celo nižje od stopnje inflacije (Carmassi in drugi 2009).

Nizke cene denarja so pomenile, da je lastništvo stanovanj postalo dostopno tudi sloju prebivalstva z nižjimi dohodki. Zaradi izredno nizkih nominalnih obrestnih mer so tudi kreditojemalci, ki si načeloma niso mogli privoščiti plačevanja obrokov hipotekarnega kredita, postali kreditno sposobni. Vse več se jih je odločalo za nakup nepremičnine, banke pa so jim, v želji po maksimiranju dobička, kredit odobrile. To so upravičevale z dolgoročnim trendom rasti cen nepremičnin.

Poleg rasti hipotekarnih kreditov se je, kot posledica nizkih obrestnih mer, povečalo investiranje z vzvodom, saj so bankirji želeli povečati donosnost lastniškega kapitala. Finančni vzvod je razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, torej dolgom in kapitalom podjetja. Večje kot je financiranje z dolgom, višji je finančni vzvod.

3.1.2 DRUGORAZREDNA HIPOTEKARNA POSOJILA IN NEPREMIČNINSKI BALON V ZDA

Tako Clintonova kot Busheva administracija sta želeli povečati delež lastniških stanovanj (Gjerstad in Smith 2009; Blundell-Wignall in drugi 2008). To je pripeljalo do ohlapnejših pogojev kreditiranja in posledično do nastanka trga drugorazrednih posojil. V svojem članku Peter J. Wallison kot krivce, ki so pripeljali do širitve trga drugorazrednih hipotekarnih posojil, navaja CRA (*The Community Reinvestment Act* – Zakon o reinvestiranju v lokalne skupnosti) ter vladno sponzorirani podjetji; družbo za financiranje hipotekarnih posojil Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) in podržavljeno ameriško hipotekarno podjetje Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) (Wallison 2009). Od leta 1995, ko je bil sprejet nov CRA, pa do leta 2005 se je delež lastniških stanovanj oziroma nepremičnin povečal s 64 odstotkov, kolikor je znašal zadnjih 25 let, na 69 odstotkov (prav tam).

Drugorazredna hipotekarna posojila so namenjena posojilojemalcem z nižjo bonitetno oceno, ki v preteklosti niso bili kvalificirani za pridobitev hipotekarnega posojila. Od klasičnih hipotekarnih posojil se razlikujejo v nižjem pologu, ki je zahtevan za pridobitev financiranja, ter višjih obrestnih merah in stroških odobritve. Ti so posledica večjega kreditnega tveganja.

Konec devetdesetih let je Fannie Mae uvedla hipoteko s 97-odstotnim razmerjem med vrednostjo kredita in vrednostjo nepremičnine – LTV (*loan to value ratio*). To je pomenilo, da je posojilodajalec za polog potreboval le 3 odstotke svojega lastniškega kapitala glede na vrednost nepremičnine. Tradicionalno razmerje LTV znaša 80 odstotkov. Do leta 2001 je ta vrednost narasla celo na 100 odstotkov (Friedman 2009, 14; Wallison 2009). Posojilodajalci so to dejstvo upravičevali z rastjo cen nepremičnin, ki je to razmerje zniževala.

Večina drugorazrednih hipotekarnih posojil je imelo variabilno obrestno mero, kar pomeni, da se jim je anuiteta spreminjala glede na višino referenčne obrestne mere. Ko je FED začel dvigovati obrestne mere, je to pomenilo višji mesečni obrok za kreditojemalca in vse več jih ni bilo zmožno poravnati obveznosti (Mohan 2009; Friedman 2009, 15). Poleg tega so višje obrestne mere pomenile zmanjšano povpraševanje in cene so začele padati. To je privedlo do tega, da so bile hipoteke na nepremičnino višje kot pa vrednost same nepremičnine. Vse več kreditojemalcev je prenehalo z odplačevanjem hipotek, kar je privedlo do poka nepremičninskega balona.

3.1.3 IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI – PRELAGANJE TVEGANJA

Neizpolnitev obveznosti je privedla do izgub finančnih institucij. Z razvojem finančnega trga in novih izvedenih finančnih instrumentov se je kreditno tveganje iz običajnih kreditnih institucij preneslo na različne skupine investitorjev.

Banke o svojih posojilih razmišljajo kot o izpostavljenostih, s katerimi lahko trgujejo. V iskanju donosnejših naložbenih možnosti in cenejših načinov financiranja, za zmanjšanje kapitalskih zahtev bank, izboljšanje finančnih kazalcev in prenosa kreditnega tveganja, se je razvil trg izvedenih finančnih instrumentov (Barle in Žunič 2000). Eni omogočajo prenos terjatev, z drugimi se prenaša samo kreditno tveganje, razlikujejo se po številu izpostavljenosti, prenos pa je lahko neposreden ali izpeljan preko posebnega specializiranega podjetja (Janevska 2006).

Nekatere produkte za prenos tveganja banke uporabljajo že vrsto let, na primer zavarovanje kreditov pri zavarovalnicah ali finančne garancije. Nove izvedene

zavarovalne finančne instrumente, s katerimi se prenaša kreditno tveganje imenujemo CDS (*credit default swaps* – kreditne zamenjave) (Štiblar 2008, 87).

Proces, v katerem banke terjatve iz naslova danih posojil prenašajo na tretje osebe in iščejo možnosti za njihovo financiranje, imenujemo listinjenje (*securitisation*). Zanje je značilen prenos preko specializiranih podjetij SPV (*special purpose vehicle*), ki izdajo ABS (*asset-backed securities* – s premoženjem zavarovani vrednostni papirji) (Janevska 2006).

Po modelu »ustvari in razdeli« (*originate and distribute*) je bila večina drugorazrednih hipotekarnih posojil listinjena (Crouhy in drugi 2008, 26; Mohan 2009). Zakon o reinvestiranju v lokalne skupnosti (CRA) je omogočil tudi privatno listinjenje. Tako so vladno sponzorirana podjetja in investicijske banke, kot so Lehman Brothers in Bear Stearns, nastopile v vlogi SPV in hipoteke pretvorile v MBS (*mortgage-backed securities* – hipotekarno zavarovani vrednostni papirji). Vsak MBS je sestavljen iz tisoč hipotek zbranih v skupnem bazenu (Friedman 2009, 11–15).

Veliko vlagateljev svojih naložb ni držalo v enostavnih hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjih, ampak v zadolžnicah CDO (*collateralised debt obligations*), ki temeljijo na hipotekarnih obveznicah (prav tam). Zadolžnice CDO so iz različnih bazenov »tranširane« hipotekarne obveznice in druge terjatve, da se dosežejo višje bonitetne ocene (Štiblar 2008, 87).

Različni razredi oziroma tranše so oblikovani glede na plačilno prednost. Po prioriteti plačil ima najvišja tranša najvišjo boniteto, naslednja tranša je v nižjem bonitetnem razredu in tako naprej. Različne ocene niso posledica različne vrednosti premoženja, dohodek za vse zadolžnice namreč omogoča isti bazen hipotek tako v višjih kot nižjih tranšah. Toda če katerakoli obveznost iz celotnega paketa ni poravnana, se izguba najprej čuti na dnu strukture (Friedman 2009, 11). Glede na oceno tveganja so vlagatelji prejeli različno visoke pribitke.

3.1.4 NEUSTREZNA REGULACIJA – NAPAČNE OCENE TVEGANJ BONITETNIH AGENCIJ

Izvedeni finančni instrumenti niso neposredni vzrok za finančno krizo, ki je pripeljala do globalne gospodarske krize. Do nje je pripeljala neregulacija, ki je dopustila, da se je kreditno tveganje izvedenih finančnih instrumentov preneslo na druge trge in v realno gospodarstvo (Parisi-Capone 2009, 3).

Franjo Štiblar v svoji knjigi *Svetovna kriza in Slovenci; Kako jo preživeti?* tveganje definira kot »prihodnje negotovo dejstvo, ki ga ni mogoče odpraviti z nikakršnim finančnim instrumentom, lahko se le prenaša med nosilci« (Štiblar 2008, 87). Kreditno tveganje, ali tveganje izpada terjatev, pomeni možnost, da posojiljemalec ne bo sposoben oziroma pripravljen poravnati svojih obveznosti. Banke se pri sklenitvi vsakega posojila srečujejo s kreditnim tveganjem.

Valiti krivdo za krizo na pohlep bankirjev, ki so se za povečevanje dobičkov posluževali izvedenih instrumentov, je nesmiselno. K temu jih je vodila konkurenca. So pa zapletenost novih finančnih produktov in prenašanje tveganj pripomogli k slabši regulaciji oziroma nepravilnim ocenam tveganj.

Mnoge aktivnosti, s katerimi si je finančni sektor povečeval donosnost lastniškega kapitala, vlagateljem niso bile vidne. V mnogih primerih so se zanašali na dejstvo, da so bili posredniki, na primer Fannie Mae in Freddie Mac, vladne agencije (Acharya 2009). Investitorji iščejo čim višjo donosnost, in če je institucija ocenjena kot kapitalsko ustrezna, je naloga regulatorjev, da je ocena pravilna.

Običajno so obveznicam oziroma njihovim izdajateljem pripisane bonitetne ocene, ki določajo kreditno tveganje, oziroma predstavljajo presojo o prihodnji zmožnosti dolžnika, da izpolni dolžnost do upnika. Ocene glede na stopnjo tveganj dodeljujejo bonitetne agencije, kot na primer Moody's, Standard and Poor's in Fitch. Delimo jih na višje (AAA, AA, A, BBB) in nižje bonitetne razrede (BB, B, CCC, CC ...), dejavniki ocenjevanja se razlikujejo glede na bonitetno agencijo ter vrsto kreditnega trga v katerem deluje izdajatelj (Smodiš 2008, 31–36).

Jamstvo Freddie Mac-a oziroma Fannie Mae je za hipotekarno zavarovane vrednostne papirje (MBS), čeprav izpeljane iz drugorazrednih hipotekarnih posojil, impliciralo najvišjo bonitetno oceno (Friedman 2009, 7). V primeru stečaja teh dveh podjetij bi namreč država prevzela njune obveznosti.

Ocenjevanje in upravljanje kreditnega tveganja postaja v času globalizacije posojilnih trgov in kreditnih izpostavljenosti vse težja naloga. Bonitetnim agencijam se očita zaostajanje za tempom ostalih akterjev, pomanjkanje transparentnosti ter napake pri modelih za dodeljevanju bonitetnih ocen (Smodiš 2008, 31–36).

Visoke bonitetni razredi so bili dodeljeni na podlagi ocen o nizki verjetnosti izpada plačil pri osnovnih bazenih hipotek. Ocene so temeljile na modelih bonitetnih agencij za napovedovanje verjetnosti neplačila na podlagi zgodovinskih podatkov. Ker pa ti niso bili posodobljeni od leta 2002, dinamika novih drugorazrednih hipotekarnih posojil ni bila vključena. Ne glede na to, ali so obveznice izvirale iz vladno sponzoriranih podjetij ali investicijskih bank, so mnoge končale v rokah komercialnih bank, za katere se je izkazalo, da niso imele dovolj kapitalskega kritja, čeprav je bila višina le-teh v skladu s predpisi. Ta koncentracija tveganja v bankah je pripeljala do finančne krize (Friedman 2009, 18).

3.1.5 GLOBALIZACIJA

Če želimo pojasniti, zakaj se je nepremičninski balon razvil in zakaj smo posledice čutili tudi v Evropi, moramo razumeti tudi vpliv globalizacije. Vzajemna povezanost med nacionalnimi ekonomijami, bankami, podjetji in državami še nikoli ni bila tako velika. Svetovni finančni sektor je zaokrožena celota. (Štiblar 2009, 2–9).

To je najbolj očitno v hitri integraciji mednarodnih finančnih trgov, z vsemi koristmi in tveganji, ki jih to prinaša. Proračunski presežki Kitajske, Japonske in proizvajalk nafte so omogočili svobodno monetarno politiko ZDA. Veliki pretoki kapitala so bili usmerjeni na nepremičninske trge v številnih državah. To je prispevalo k hitri rasti cen premoženja. Presežki v globalni likvidnosti so privedli tudi do rasti cen premoženja v Evropi, ker je v svetu z odprtimi kapitalskimi tokovi neizogibno (Evropska komisija 2009, 24).

Mednarodni finančni trg je prav tako omogočil trgovanje z obveznicami. Ko je po poku balona zaupanje drastično padlo, saj investitorji niso vedeli katere institucije imajo v svoji aktivi »okužene« izvedene instrumente, se je to odrazilo tudi na evropskem trgu.

3.2 IZBRUH IN ŠIRITEV

Pok nepremičninskega balona na ameriškem trgu je pripeljal do izgube likvidnosti in padca hipotekarnih ustanov in investicijskih bank v ZDA. Izkazalo se je, da imajo upravljavske družbe in banke po vsem svetu v svojih naložbenih portfeljih znatne deleže hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev (MBS) in tako se je finančna kriza razširila po celem svetu. Nezaupanje, ki je preželo finančni trg, je vplivalo tudi na finančne institucije, ki teh obveznic niso imele. Prišlo je do zaustavitve medbančnega kreditiranja, v strahu pred izgubo likvidnosti pa so banke močno skrčile svojo primarno dejavnost, to je kreditiranje gospodarstva, kar je privedlo do gospodarske krize, zaustavitve gospodarske rasti ter naraščanja števila brezposelnih.

3.2.1 POK NEPREMIČNINSKEGA BALONA V ZDA

Leta 2004, ob porastu inflacije, je ameriški FED začel krčiti zaloge denarja. Med leti 2004 in 2006 so obrestne mere USD zrasle z 1 na 3,35 odstotka (BBC News 2009). To je močno zvišalo anuiteto posojil z variabilno obrestno mero in kreditorejmalci drugorazrednih hipotekarnih posojil niso bili več sposobni poravnati svojih obveznosti.

Poleg tega je strožja denarna politika privedla do zmanjšanja povpraševanja po stanovanjih. Leta 2006 se je rast cen obrnila, v letu 2007 pa so cene pospešeno padale. Cene stanovanj višje kategorije, ki so počasneje rasle, niso doživele ekstremnih padcev, indeksi cen za stanovanja nižjega cenovnega razreda v Los Angelesu, San Franciscu, San Diegu in Miamiu pa so kazali padec med 50 in 57 odstotki (Gjerstad in Smith 2009).

Kot je rast cen razmerje med vrednostjo kredita in vrednostjo nepremičnine (LTV) zniževala, ga je padec sedaj povečeval. Milijoni domov so postali vredni manj od hipotekarnih posojil za njih, to pa je pomenilo upad motivacije za nadaljnje plačevanje obveznosti. IMF je aprila 2008 poročal, da je število neporavnanih obveznosti za kredite, odobrene v letih 2005 in 2006, močno naraslo in že krepko preseglo najvišje

stopnje izostankov v plačilih anuitet pri kreditih odobrenih v prejšnjih letih (Friedman 2009, 15). Strm padec vrednosti nepremičnin in močno povečanje števila neporavnanih pogodbenih obveznosti hipotekarnih posojil, imenujemo pok nepremičninskega balona.

3.2.2 STEČAJI PONUDNIKOV DRUGORAZREDNIH HIPOTEKARNIH POSOJIL IN PADEC TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV, TEMELJEČIH NA HIPOTEKARNIH OBVEZNICAH

Množica neporavnanih zapadlih obveznosti je privedla do milijardnih izgub bank, ki so kreditno dejavnost opravljale. Med prvimi je 2. aprila 2007 bankrot razglasila največja hipotekarna ustanova na področju drugorazrednih hipotekarnih kreditov v ZDA, New Century Financial Corporation. Tržna vrednost je decembra 2004 znašala več kot 3,5 milijarde USD, še leta 2006 pa je izdala za približno 60 milijard USD posojil. Od začetka leta 2007 je cena delnic padla za 97 odstotkov (Church in Keoun 2007).

Bankrotu New Century Financial Corporation so sledili stečaji konkurenčnih podjetij, med njimi Ownit Mortgage Solutions Inc., Mortgage Lenders Network USA Inc., ResMae Mortgage Corp. in People's Choice Financial Corp (prav tam).

Septembra 2008 je ameriška vlada nacionalizirala Fannie Mae in Freddie Mac-a, podjetji, ki sta zagotovili garancije za polovico ameriških hipotekarnih kreditov v skupni višini 2,9 bilijonov USD (Rayner 2008). Zaradi njune velikosti bi propad lahko imel katastrofalne posledice.

Padec stanovanjskega trga v ZDA je močno prizadel tudi zavarovalnico AIG, ki je utrpela enormne izgube, saj je bila prisiljena izplačevati zavarovalnine, ko kreditorejmalci niso izpolnili svojih obveznosti. Ameriška vlada je zato največji ameriški in svetovni zavarovalnici 16. septembra 2008, v zameno za 80-odstotni delež odobrila 85 milijard USD posojila, da bi jo rešila bankrota. Oblasti so upale, da bo dejanje preprečilo nevarnost globalnega finančnega zloma.

Škode pa niso utrpeli le ponudniki drugorazrednih hipotekarnih posojil. Izvedeni finančni instrumenti so pripomogli k širitvi krize na druge finančne akterje, večina hipotekarnih posojil je bila namreč listinjena in zanje so bili izdani vrednostni papirji, s

katerimi se je trgovalo na finančnih trgih. Bonitetne ocene le-teh so bile dokaj optimistične in ob poku nepremičninskega balona so bili izvedeni finančni instrumenti v portfeljih mnogih bank oziroma investicijskih institucij, ki zaradi visokih bonitetnih ocen izvedenih instrumentov niso imeli zadostnih kapitalskih rezerv. Ker investitorji niso mogli oceniti tveganj, vsebovanih v vrednostnih papirjih, izvedenih iz hipotekarnih kreditov, se je trg le-teh ustavil in institucije, ki so jih imele lasti, so se soočale z likvidnostnimi težavami.

Last hipotekarnih obveznic ni bila omejena le na ameriški trg. Tudi evropske finančne institucije so imele v svojih portfeljih velike deleže izvedenih finančnih instrumentov in so bile celo bolj izpostavljene, saj je razmerje med posojili in depoziti znašalo 1,4 medtem ko je bilo v ZDA to razmerje 0,9 (Štiblar 2008, 95). Avgusta 2007 je investicijska banka BNP Paribas zamrznila tri investicijske sklade, v skupni vrednosti 2 milijardi EUR, in kot razlog navedla nezmožnost ocene vrednosti strukturiranih produktov (Evropska komisija 2009, 21; Rayner 2008).

Bear Stearns je marca leta 2008 razglasil likvidnostne težave, čeprav je njegova kapitalaska ustreznost presegala minimum. Eni največjih svetovnih investicijskih bank to ni zagotovilo potrebne solventnosti (Acharya 2009). Peta največja banka na Wall Streetu je že julija 2007 poročala o močnem padcu vrednosti dveh svojih skladov. Zaradi slabih investicij v hipotekarne obveznice drugorazrednih posojil sta beležila izgube v vrednosti več milijard USD (Rayner 2008). Ob podpori ameriške vlade jo je za 236 milijonov USD odkupil njen največji tekmeč, J. P. Morgan Chase. Še leto prej je bil Bear Stearns vreden 18 milijard USD (BBC News 2008c).

Večina opazovalcev v tem trenutku še ni pričakovala, da bo kriza pomenila sistemsko grožnjo, vendar se je s propadom banke Lehman Brothers to začelo spreminjati. Ena večjih investicijskih bank, Lehman Brothers, je namreč septembra 2008 sprožila tečajni postopek. Objava je prestrašila veliko vlagateljev, ki niso verjeli, da bi vlada dopustila padec tako velike banke. Propad ene izmed ikon na Wall Streetu je razširil strahove o prihodnosti finančnega sektorja. Alarm se je sprožil na finančnih trgih po vsem svetu in finančna kriza se je poglobila.

3.2.3 IZGUBA ZAUPANJA VLAGATELJEV IN ŠIRITEV KRIZE NA MEDBANČNI TRG

Previdnost na finančnem trgu je vladala že vse od poka nepremičninskega balona. Ker investitorji niso vedeli, katere institucije imajo v svojih portfeljih izvedene instrumente, se je financiranje na medbančnem trgu najprej močno podražilo, s propadom banke Lehman Brothers pa skoraj popolnoma zaustavilo. V težavah so se znašle tudi popolnoma »zdrave« finančne institucije.

ECB (Evropska centralna banka) je v svojem poročilu za leto 2007 navedla, da se je zaradi negotovosti glede izpostavljenosti bank izgubam pojavila napetost na denarnih in finančnih trgih. Posledično so se obrestne mere na nezavarovanih trgih močno zvišale (ECB 2008). V začetku septembra se je LIBOR (*London Interbank Offered Rate* – londonska medbančna obrestna) dvignil na najvišjo raven od decembra 1998 in dosegel stopnjo 6,7975 odstotkov za posojila daljša od treh mesecev (BBC News 2007b). Obrestna mera britanske centralne banke je takrat znašala 5,75 odstotkov (BBC News 2009). Banke je skrbelo finančno zdravje kreditojemalk, ali pa so denar nujno potrebovale same.

Peta največja hipotekarna banka v Veliki Britaniji se je za financiranje svojih hipotekarnih posojil, namesto na vloge varčevalcev, zanašala na trge. Z začetkom krize je njen vir usahnil (BBC News 2007d). Britanska televizijska hiša BBC je septembra 2007 razkrila, da je Northern Rock zaprosil centralno banko za nujno finančno pomoč. Naslednji dan so vlagatelji dvignili za 1 milijardo GBP depozitov, kar pomeni največji naval na britansko banko (*run on the bank*) v zadnjem stoletju. Vrednost delnic je padla za 80 odstotkov.

Februarja 2008 je britanska vlada po petmesečnem iskanju zasebnega kupca nacionalizirala Northern Rock (Reuters 2008), septembra je Lloyds TSB odkupil HBOS, po močnem padcu delnic slednje (BBC News 2008č). Velika Britanija pa ni edina, ki se je soočala s težavami. Pomoč držav so potrebovali tudi belgijsko-francoska Dexia, bančno-investicijska in zavarovalniška družba Fortis iz držav Beneluksa, nemški Hypo Real Estate, islandski Glintir in drugi (Štiblar 2008, 95). Če ne bi prišlo do posredovanja vlad, bi bila škoda enormna.

TED spread, razlika v medbančni obrestni meri LIBOR in obrestni meri kratkoročnih ameriških zakladnih menic, je septembra 2008, po padcu Lehman Brothers, dosegel neprecedenčno vrednost. Finančne institucije, ki so bile ocenjene kot rizične, se niso več mogle financirati na medbančnem trgu in so prodajale premoženje ter omejile kreditiranje (Evropska komisija 2009, 20–21).

3.2.4 PRENOS KRIZE V REALNI SEKTOR

Izguba zaupanja, blokada medbančnega trga in likvidnostne težave, s katerimi so se soočale finančne institucije, so pomenili zmanjšanje kreditiranja realnega sektorja in s tem močno vplivali na gospodarstvo. Potrošnja se je zmanjšala. V ZDA se je BDP v četrtem kvartalu 2008 skrčil za 6,3 odstotke (IMF 2009a, 63). Samo oktobra je delovna mesta izgubilo 240.000 ljudi in brezposelnost je naraščala (Timeline: Global Economy in Crisis).

Proračunski urad Bele hiše in kongresa je januarja 2009 predvideval primanjkljaj v višini 1.186 milijard USD, ali 8,3 odstotka BDP za leto 2009 (Auerbach in Gale 2009, 2). Avgusta je dejanska številka znašala okrog 1.600 milijard dolarjev, s čimer je krepko presegel predlanski rekordni znesek, 455 milijard (STA 2009).

Od začetka leta 2008 je v ZDA delo izgubilo 7,2 milijona ljudi. Novembra 2009 je bila stopnja nezaposlenosti 10-odstotna, kar je največ v zadnjih 25-ih letih (Isidore 2010). Stopnja nezaposlenosti je ostala visoka do konca leta 2009. Kljub pričakovanjem, da se bo krivulja decembra obrnila navzgor, so vladna poročila pokazala izgubo dodatnih 35.000 delovnih mest. Nekateri strokovnjaki navajajo, da bo stopnja nezaposlenosti tudi v letu 2010 nad 10 odstotki in v naslednjih 6 letih ne pričakujejo, da bi se vrnila na raven pod 5 odstotkov, kolikor je znašala pred krizo (prav tam).

Bolj spodbudne so številke gospodarske rasti. Podatki IMF iz oktobra 2009 za drugi kvartal kažejo počasno stabilizacijo gospodarstva s padcem BDP-ja le za 1 odstotek, kar je močno izboljšanje glede na padec za 6,4 odstotkov v prvi četrtini leta (IMF 2009b, 67).

Finančna kriza je imela močan vpliv tudi na gospodarstvo EU, čeprav se je sprva predvidevalo, da napredne evropske ekonomije ne bodo utrpeli večjih posledic. Te napovedi so izhajale iz prepričanja, da realno gospodarstvo EU sloni na trdnih temeljih, kot so hitre rasti izvoza ter dober finančni položaj gospodinjestev in podjetij (Evropska komisija 2009, 20–21).

Vendar pa so finančni sistemi utrpeli veliko večji in dolgotrajnejši šok, kot je bilo pričakovano, in v zadnjem četrtletju 2008 se je kriza preselila v realno gospodarstvo. Cene nepremičnin so močno padle, poslovne naložbe so se zmanjšale, in kljub velikemu znižanju cen nafte, se je potrošnja proti koncu leta skrčila (IMF 2009a, 75). Padcu cen energentov so sledile tudi cene ostalih primarnih surovin (ECB 2009, 26–27).

Analize IMF iz aprila 2009 kažejo na 6-odstotni padec BDP na letni ravni tako v državah evroobmočja kot v Veliki Britaniji (IMF 2009a, 76). Prav tako je, čeprav počasneje kot v ZDA, naraščala brezposelnost. Na Irskem in v Španiji je kot posledica velikega padca gradnje stanovanj prišlo do velikih izgub delovnih mest v omenjenem sektorju, medtem ko Francija in Nemčija nista zaznali znatnega porasta (OECD 2008).

Nekatere države so občutile večje posledice. Posebej hudo recesijo je utrpela Islandija, ki je doživela zlom celotnega bančnega sektorja, ki glede na velikost njenega gospodarstva predstavlja zelo velik delež ter je močno izpostavljen in aktiven na mednarodnih trgih (Buiter in Sibert 2008).

3.3 UKREPI IN POTEK REŠEVANJA

V začetnih stopnjah sedanje gospodarske krize, takoj po poku nepremičninskega balona in ob stečajih ponudnikov drugorazrednih hipotekarnih posojil, so oblasti pomoč namenjale posamično, in sicer finančnim institucijam, ki so se znašle v težavah. Predvsem so dokapitalizirale oziroma nacionalizirale ključne finančne velikane, za katere so menile, da bi njihov propad lahko povzročil globalni finančni zlom. Centralne banke so začele z zmanjševanjem obrestnih mer.

Ob širitvi krize, ko je izguba zaupanja vlagateljev otežila financiranje na medbančnem trgu in posledično pahnila v likvidnostne težave tudi finančne institucije, ki v svojih portfeljih niso imele izvedenih hipotekarnih obveznic, pa so se države reševanja krize lotile celostno. Eden glavnih ukrepov centralnih bank tako v ZDA kot tudi v Evropi, je bil znižanje obrestnih mer, ki so bile konec leta 2008 in v letu 2009 v marsikateri državi na zgodovinsko najnižji ravni. Dejanje je pripomoglo k zmanjševanju stroškov financiranja bank. Drugi ukrep, ki so ga sprejele centralne banke, je bil povečanje količine denarja v obtoku.

Vendar pa zagotavljanje likvidnosti, čeprav bistvenega pomena, ni zadostovalo za ponovno vzpostavitev normalnega delovanja bančnega sistema. Vlade so zato sprejele fiskalne politike, s katerimi so javnofinančna sredstva namenjale za reševanje insolventnih finančnih institucij. Poleg finančnih injekcij oziroma dokapitalizacij so povečale tudi državna poročstva za bančne vloge. V nekaterih državah so vlade odkupile obveznice hipotekarnih kreditov. Ob prehodu krize v gospodarstvo so vlade velik del sredstev namenile tudi spodbujanju povpraševanja in ohranitvi delovnih mest.

Izvajanje ukrepov je, poleg nižjih proračunskih prihodkov zaradi gospodarske krize, vplivalo na javnofinančne primanjkljaje in naraščanje javnega dolga.

3.3.1 MONETARNI UKREPI

Med prvimi so se finančni krizi po robu postavile centralne banke z monetarnimi politikami, ki pa so bile v začetnih fazah krize precej nekoordinirane. Centralne banke so neodvisno ena od druge povečevale likvidnost in nižale obrestne mere z namenom lajšanja kreditnega krča na medbančnem trgu. FED je svojo intervencijo začel že avgusta 2007, ko je obrestno mero znižal s 6,25 na 5,75 odstotkov (BBC News 2007č).

Septembra 2007 so se s težavami Northern Rock prvi znaki krize pokazali tudi v Evropi. Centralna banka Velike Britanije je nastopila kot posojilodajalec v skrajni sili in Northern Rock-u zagotovila finančno podporo (BBC News 2007a). Obrestne mere ECB so v tem trenutku še vedno rasle. Julija 2008 je ECB pod pritiskom inflacije namreč zvišala obrestno mero na 4,25 odstotke.

S širitvijo krize pa so vse ključne centralne banke začele z usklajenim nižanjem obrestnih mer in povečevanjem likvidnosti. Britanska centralna banka je obrestne mere s 5,75 odstotkov v letu 2007 postopoma znižala na 0,5 odstotka v letu 2009. Januarja 2008 je FED znižal obrestne mere s 4,25 na 3,5 odstotke, kar je pomenilo največje znižanje v zadnjih 25-ih letih (BBC News 2008a) in do leta 2009 so padle na manj kot 1 odstotek (Board of Governors of the Federal Reserve System 2010).

ECB je do aprila 2009 obrestne mere znižala na 1,25 odstotka (IMF 2009a, 76). Po propadu investicijske banke Lehman Brothers je začela z refinanciranjem s polno dodelitvijo likvidnosti po fiksni obrestni meri. Banke so dobile toliko likvidnosti, kot so želele, in sicer po vnaprej znani obrestni meri (Banka Slovenije 2009, 10).

ECB je že avgusta 2007 na evropski finančni trg prilila 95 milijard EUR dodatnih sredstev, da bi preprečila kreditni krč zaradi povečanega nezaupanja kot posledice dogajanja na ameriškem nepremičninskem trgu (BBC News 2007c). Tudi ostale centralne banke, s FED na čelu, so decembra 2007 oznanile, da bodo bankam priskrbele več milijard sredstev z namenom znižanja medbančnih obrestnih mer (BBC News 2007a). Novica je pozitivno vplivala na gibanje borznega indeksa in dosegla začasno znižanje medbančnih obrestnih stopenj.

Centralne banke so domače trge oskrbele z dodatno likvidnostjo, izkazale pa so se tudi kot posojilodajalec v skrajni sili. Vse to je imelo pozitivne posledice na trg in medbančne obrestne mere, ki so jeseni 2007 dosegle vrh, so se počasi znižale.

Centralne banke so s povečevanjem količine denarja v obtoku in nižanjem obrestnih mer pripomogle k reševanju likvidnostnih težav finančnih institucij. Vendar se je finančna kriza kljub temu širila in oblasti so uvidele, da povečana likvidnost ne bo rešila težav, zato so bili sprejeti tudi različni fiskalni ukrepi.

3.3.2 FISKALNI UKREPI

Fiskalne politike, ki so jih sprejele vlade, vključujejo finančne injekcije, dokapitalizacije in nacionalizacije finančnih ustanov, ki so se soočale s problemom solventnosti. Po širitvi krize v realni sektor se je velik del javnofinančnih sredstev namenil tudi spodbujanju gospodarstva, povečevanju povpraševanja in ohranitvi delovnih mest.

3.3.2.1 Reševanje finančnih ustanov

Septembra 2008 je ameriška vlada v upanju na stabilizacijo finančnih trgov nacionalizirala velikana na področju hipotekarnih kreditov, Fannie Mae in Freddie Maca, kmalu zatem pa zavarovalnici AIG v zameno za 80-odstotni delež odobrila 85 milijard USD, da bi jo rešila bankrota. Analitiki menijo, da bi zlom tako velike družbe lahko imel katastrofalne posledice. Mnogo bank in investicijskih skladov po vsem svetu, ki so pri AIG imeli zavarovane posle, bi tako izgubilo zavarovalno kritje (BBC News 2008č).

19. septembra je ameriški finančni minister kongresu predlagal 700 milijard USD vreden vladni paket pomoči za sistemsko rešitev ameriškega finančnega sistema. Njegov načrt predvideva državni odkup obveznic izvedenih iz hipotekarnih kreditov, ki se jih zaradi nezaupanja v vrednost ni dalo več prodati (Spaventa 2008). Revidiran predlog je bil sprejet 1. oktobra (Sahadi 2008). Kasneje se je ameriška vlada odločila, da namesto nakupa hipotekarnih vrednostnih papirjev, paket porabi za kapitalske injekcije (Delo 2008). V sledečih mesecih je senat odobril še več finančnih paketov pomoči.

Tudi v Evropi so vlade intervenirale in reševale najpomembnejše finančne institucije. Po ocenah IMF so razvite države članice G20 (*Group of Twenty* – Skupina 19 večjih gospodarskih držav in Evropske unije) do februarja 2009 za dokapitalizacije povprečno namenile skoraj 3 odstotke BDP (Banka Slovenije 2009, 10). Poleg finančnih injekcij oziroma dokapitalizacij so vlade povečale tudi državna poročstva za bančne vloge.

Irska vlada je prva zagotovila garancije za bančne vloge občanov, krite obveznice in prednostne dolgove. Ukrep je stopil v veljavo takoj, velja pa za obdobje dveh let, torej do septembra 2010 (Doyle in Guider 2008). Sledile so ji Grčija in ostale članice EU.

3.3.2.2 Spodbujanje gospodarstva

Posledica krize na medbančnem trgu in kreditnega krča je bila recesija v realnem sektorju. V zadnjem letu so razvite ekonomije doživele strm padec gospodarske rasti, povečalo se je število brezposelnih. Ameriška in evropska ekonomija sta v letu 2009 doživeli največjo krizo po veliki depresiji v 30-ih letih prejšnjega stoletja. Vlade so zato poleg reševanja finančnih trgov velik del javnofinančnega proračuna namenile spodbujanju rasti gospodarstva.

Administracija predsednika Obame je v začetku leta 2009 oblikovala 787 milijard vreden paket spodbud, s katerim je ciljala na povečanje povpraševanja in okrepitev gospodarstva (The New York Times 2009b). Proti koncu leta so se že pokazali pozitivni učinki. BDP ni več negativen, nezaposlenost pa je od oktobra na ravni 10 odstotkov (Bureau of Economic Analysis 2010; U.S. Bureau of Labor Statistics 2010).

BDP Evropske unije se je lani zmanjšal za približno 4 odstotke, kar je največje krčenje v vsem času njenega obstoja (Evropska komisija 2009, 4). EU je zato poleg intervencije za stabilizacijo, obnovo in reformo bančnega sektorja decembra 2008 sprejela Evropski načrt za oživitvev gospodarstva (EERP – *European Economic Recovery Plan*). Cilj je bila ponovna vzpostavitev zaupanja in krepitev povpraševanja preko povečevanja kupne moči ter strateške investicije in ukrepi za podporo gospodarstva. Celoten paket fiskalnih spodbud znaša 5 odstotkov BDP Evropske unije (prav tam). Sredstva za pomoč

članicam je EU že uporabila v primeru Latvije in Madžarske (Banka Slovenije 2009, 11).

Če vlade in centralne banke ne bi reagirale na krizo, bi se v skladu z analizo Evropske komisije potencialni BDP Evropske unije lahko za stalno zasedel na nižjih stopnjah. Strokovnjaki namreč poudarjajo, da daljša obdobja brezposelnosti delovne sile pogosto povzročijo trajno izgubo sposobnosti. Poleg tega navajajo, da se bo zaradi manjšega obsega investiranja skrčila infrastruktura, obenem pa kriza ovira inovacije, saj so izdatki namenjeni raziskavam in razvoju eni prvih, ki jih podjetja v času krize omejijo. Države članice so izvedle vrsto ukrepov za zagotovitev začasne podpore trgom dela, povečale so naložbe v javno infrastrukturo in subvencionirale dejavnosti podjetij (Evropska komisija 2009, 4).

Intervencija vlad in centralnih bank se je obrestovala. V drugem četrtletju leta 2009 se je BDP v evro območju skrčil manj, kot je bilo predvideno, Francija in Nemčija pa že beležita pozitivno rast (IMF 2009b, 75). Edini dve državi evroobmočja, ki še vedno beležita recesijo, sta Španija in Grčija (STA 2010).

Analize OECD kažejo vse močnejše znake izboljšanja gospodarskih obetov. Novembra 2009 se je indeks vodilnih gospodarskih kazalcev (CLI – *composite leading indicator*), ki predstavlja zgodnji signal morebitnih obratov v gospodarskih ciklih, za euroobmočje okrepil za 1,1 točke in znaša 104,6 kar je 10,9 točk več kot novembra 2008 (OECD 2010, 1).

Vendar pa fiskalne stimulacije močno povečujejo deficit državnih blagajn. Projekcije kažejo, da bi javni dolg evroobmočja pri sedenjem tempu do leta 2014 lahko dosegel 100 odstotkov BDP. Pakt o stabilnosti in razvoju sicer predvideva fleksibilnost v času krize, vendar pa je omejitev porabe nujna, takoj ko gospodarstvo pokaže znake okrevanja (Evropska komisija 2009, 4).

Ameriški kongresni proračunski urad je avgusta 2009 ocenil, da bo proračunski deficit za leto 2009 znašal 1,6 bilijonov USD, kar pomeni 11,2 odstotka BDP. To je največji deficit od konca druge svetovne vojne. Dramatičen porast deficita, ki je še v letu 2008

znašal 3,2 odstotka BDP, je poleg povečane proračunske porabe tudi posledica zmanjšanih prihodkov državne blagajne (The Congress of the United States 2009).

3.3.3 VLOGA MEDNARODNIH ORGANIZACIJ

K reševanju krize so prispevale tudi mednarodne organizacije, ki so s programi pomoči podpirale države, poleg tega pa so poskrbele za oblikovanje skupnih planov za reševanje posledic krize. Oktobra 2008 so ob rednem zasedanju IMF in Svetovne banke v Washingtonu, finančni ministri zagotovili, da bodo uporabili vsa potrebna sredstva za rešitev situacije, vendar niso sprejeli konkretnega plana (Brstovšek 2008). Države so se dogovorile, da vzpostavijo finančne programe za preprečevanje kapitalskih izgub bank. Fokus vlad se je usmeril na sredstva pomoči in odkupe okužene aktive (Evropska komisija 2009, 4).

Že novembra pa je IMF posredoval pri reševanju Islandije in ji po oktobrskem zlomu bančnega sistema, odobril posojilo v višini 2,1 milijarde USD za stabilizacijo gospodarstva. Dveletno posojilo omogoča državi, da 827 milijonov USD porabi takoj, ostalo pa bo prejela v osmih obrokih po približno 155 milijonov USD. Ukrepu IMF so sledile Finska, Švedska, Norveška in Danska in Islandiji zagotovile dodatna sredstva v višini 2,5 milijardi USD (BBC News 2008b).

Glavno prizadevanje IMF je bilo okrepitev sredstev za pričakovane posege v podporo posameznim državam na globalni ravni. Po srečanju v Washingtonu so se 2. aprila 2009 na londonskem vrhu zbrali voditelji držav G20. Odločitve predstavnikov največjih svetovnih gospodarstev so bile objavljene v Globalnem načrtu za obnovo in reformo (The London Summit 2009). V njem so se zavezali k ponovni vzpostavitvi zaupanja, rasti in k zmanjševanju brezposelnosti. Zagotovili so okrevanje finančnega sistema in nadaljevanje posojilne dejavnosti ter okrepljeno finančno regulacijo z reformo mednarodnih finančnih institucij, da bi se preprečile prihodnje krize. Obsodili so protekcionizem in podprli svetovno trgovino in investiranje. Sredstva, ki so na voljo IMF, so potrojili na 750 milijard USD (prav tam).

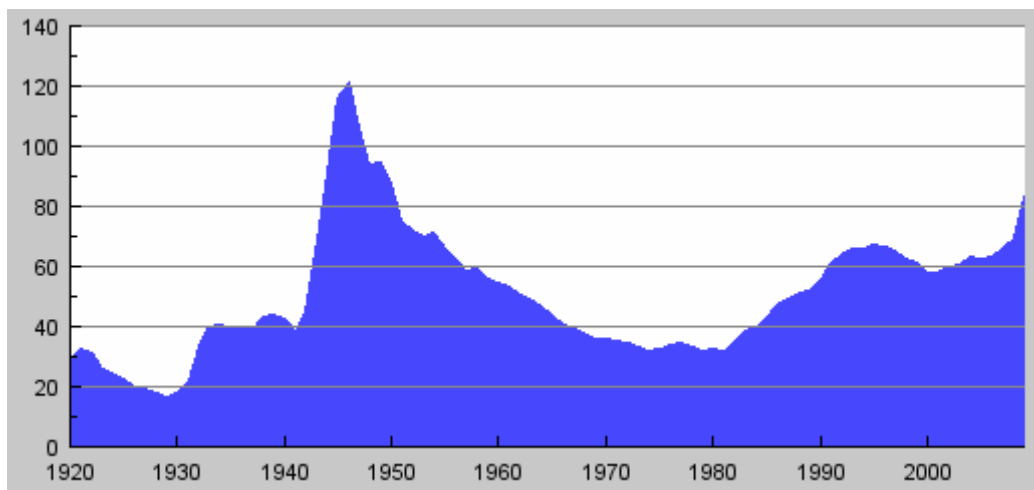
4 ANALIZA IN PRIMERJAVA OBEH GOSPODARSKIH KRIZ

Globina in širina sedanje krize se ne more primerjati z nobeno krizo po drugi svetovni vojni. Seveda ostajajo podobnosti, vendar pa razen velike depresije nobena ni imela globalnih razsežnosti.

Ko primerjamo sedanjo gospodarsko krizo z največjo gospodarsko krizo prejšnjega stoletja, opazimo, da sta, v nasprotju z večino ostalih, imeli korenine v razvitih državah. Obe sta se namreč začeli v ZDA. Vendar je med veliko depresijo in sedanjo finančno krizo preteklo skoraj 80 let. Situacija v ZDA in svetu je danes precej drugačna kot takrat. V sistemu zlatega standarda so bile valute vezane na zlato, danes je v svetu uveljavljen fleksibilni devizni tečaj. Po vojni in v času velike depresije je pomanjkanje zlata v svetu pomenilo, da so države svoje devizne rezerve držale v valuti zamenljivi za zlato in tako se je USD do danes uveljavil kot svetovna rezervna valuta. Sedanja gospodarska kriza njegovo prevlado ogroža.

V tem času so se ZDA iz največje neto izvoznice prelevile v največjo neto uvoznico. Javni dolg ZDA, tako dejanski kot delež BDP, je bil pred veliko depresijo precej manjši. Bruto javni dolg je leta 1929 znašal 16 odstotkov BDP (glej graf 4.1), do leta 1939 je sicer dosegel vrednost 44 odstotkov, vendar so številke danes še precej višje. Že pred začetkom krize je ta znašal 65 odstotkov BDP, ameriški kongresni proračunski urad pa je napovedal, da bo ta do leta 2019 dosegel 82 odstotkov BDP (Pineda 2009).

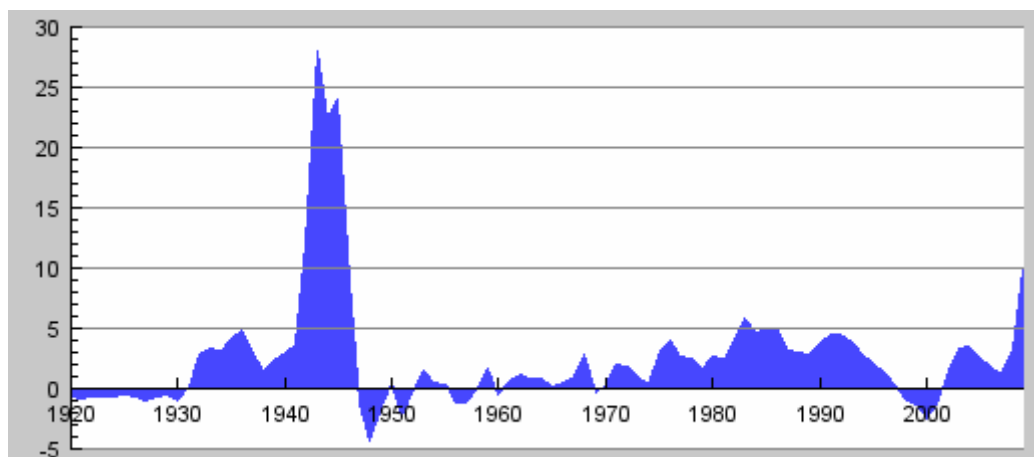
Graf 4.1: Javni dolg ZDA v letih 1920-2009 kot odstotek BDP



Vir: US Government Spending.

Prav tako je proračunski primanjkljaj v času velike depresije najvišjo vrednost dosegel pri 6,2 odstotkih BDP, in sicer v letu 1934 (glej graf 4.2), za leto 2009 pa ta znaša več kot 10 odstotkov (Pineda 2009; The New York Times 2009a).

Graf 4.2: Proračunski primanjkljaj ZDA v letih 1920–2009 kot odstotek BDP



Vir: US Government Spending.

Kljub temu da se okoliščine največje gospodarske krize prejšnjega stoletja in sedanje gospodarske krize precej razlikujejo, med obema najdemo tudi veliko vzporednic.

4.1 PRIMERJAVA VZROKOV

Tako v primeru največje gospodarske krize prejšnjega stoletja kot v primeru sedanje krize lahko med razloge prištevamo spremembe v svetu. 20-ta leta prejšnjega stoletja so zaznamovale posledice prve svetovne vojne. Spremenile so se državne meje, nastale so nove države, v Rusiji je izbruhnila revolucija, položaj gospodarske velesile pa so prevzele ZDA. V letih pred veliko depresijo se je razvil finančni sistem ZDA, kreditiranje je postalo dostopno posameznikom (Pineda 2009). Danes trgi postajajo vse bolj soodvisni in integrirani, globalizacija igra vse pomembnejšo vlogo, razvijajo pa se tudi nove ekonomske velesile, kot je na primer Kitajska. V zadnjih letih so se razvili novi finančni produkti, za katere ni bilo prave regulacije.

Na razvoj velike depresije je vplivalo vse večje zadolževanje in rastoča blaginja. Ljudje so kupovali nove potrošne dobrine, kot so avtomobil, radio, gospodinjski aparati. Opazimo lahko hitro rast cen, še najbolj opazna je rast cen borznih vrednostnih papirjev. Podoben vzorec lahko opazimo tudi v letih pred sedanjo krizo. Tokrat je največji porast cen doživel nepremičninski sektor. Kapitalisti so svoje dobičke povečevali z zadolževanjem, banke pa so posojilno dejavnost razširile tudi na kreditojemalce z nižjo boniteto.

Eden glavnih vzrokov za veliko depresijo, njeno globino in trajanje je sistem zlatega standarda. Monetarna politika sistema je od držav zahtevala, da so ohranjale vrednost valute in centralne banke so v poskusu ohranjanja zunanjeekonomskega ravnotežja vodile zelo restriktivno denarno politiko. Da bi preprečile odliv zlata iz države blagajne, so višale obrestne mere in krčile količino denarja v obtoku. FED je dopustil propad mnogih bank, ki so se soočale z likvidnostnimi težavami, kar je privedlo do panike in zmanjšanja povpraševanja. Monetarna politika se tudi po prehodu krize v realni sektor ni spremenila, restriktivno politiko je FED vodil vse do opustitve zlatega standarda aprila 1933.

Danes je fiksni devizni tečaj preteklost, zamenjal pa ga je drseči devizni tečaj. Centralne banke so zato lažje regulirale svojo monetarno politiko ter so veliko hitreje reagirale na finančno krizo in zaustavitev medbančnega kreditiranja. Povečale so količino denarja v

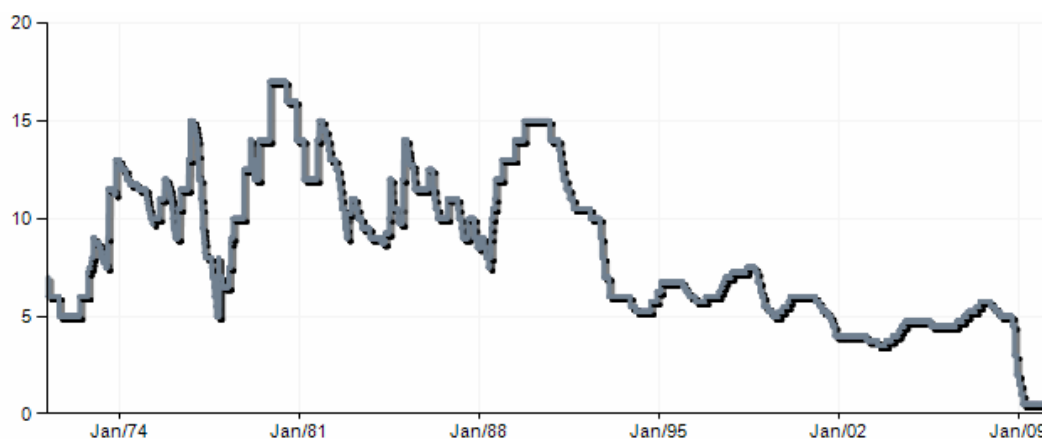
obtoku in znižale obrestne mere, kar je znatno prispevale k lažšanju posledic. Vendar pa kljub hitrejšemu in uspešnejšemu ukrepanju ob izbruhu krize monetarne politike držav niso brez napak. Nominalne obrestne mere so bile v prvih letih novega tisočletja najnižje v zadnjih 30-ih letih (glej graf 4.3 in 4.4). V letih 2003 oziroma 2004 so bile nominalne obrestne mere nižje od stopnje inflacije (Carmassi in drugi 2009). To pa je pomenilo, da je lastništvo stanovanj postalo dostopno tudi sloju prebivalstva z nižjimi dohodki, ki ob dvigu obrestnih mer niso več zmogli odplačevati anuitet kredita.

Graf 4.3: Obrestne mere v ZDA v odstotkih v letih 1970–2009



Vir: Trading Economics.

Graf 4.4: Obrestne mere v Veliki Britaniji v odstotkih v letih 1970–2009



Vir: Trading Economics.

Pomemben razlog za trajanje in globino velike depresije je bilo tudi pomanjkanje mednarodnega sodelovanja. V poskusih reševanja krize so se države v tridesetih letih zatekale k protekcionizmu. Vlade so povišale carine in uvedle kvote, kar je precej

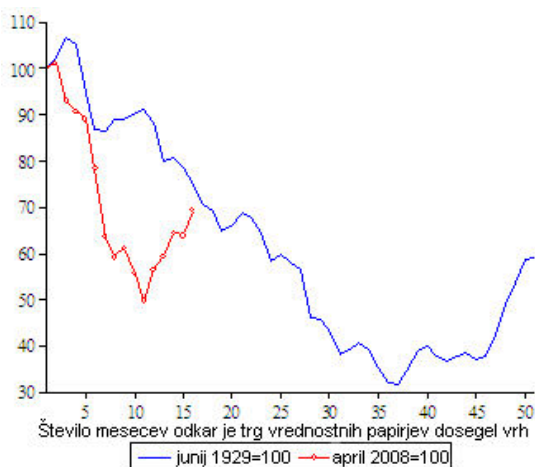
zmanjšalo obseg svetovne trgovine. Tudi danes je posledica krize upad svetovne trgovine, vendar pa v svetu obstaja mnogo več sodelovanja. Mednarodne organizacije so pri reševanju sedanje krize igrale veliko vlogo, saj so poskrbele za oblikovanje skupnih načrtov za reševanje posledic krize in s programi pomoči podpirale države.

Če kot glavna krivca za veliko depresijo navajamo sistem zlatega standarda in neustrezno monetarno politiko, so danes finančni trgi mnogo kompleksnejši in razlogi, ki so pripeljali do sedanje gospodarske krize, še bolj prepleteni. Razvoj trga izvedenih finančnih instrumentov je omogočil prenos kreditnih tveganj na različne skupine investorjev. Banke so o svojih posojilih začele razmišljati kot o izpostavljenostih, s katerimi so lahko trgovale. Novi finančni instrumenti sami po sebi niso pripeljali do nastanka svetovne krize, je pa njihova zapletenost pripomogla k slabši regulaciji oziroma nepravilnim ocenam tveganj.

4.2 POTEK OBEH KRIZ

Za začetek velike depresije se šteje zlom newyorške borze, ko so zaradi pospešenega vala prodaje cene vrednostnih papirjev močno padle. Borzni indeks *Dow Jones Industrial Average* je v 34 mesecih od septembra 1929, ko je dosegel vrh, zabeležil kar 89-odstotni padec (Pineda 2009). Močan padec cen na borznih trgih je bilo zaznati po vsem svetu (glej graf 4.5). Padec vrednosti na delniškem trgu je vplival na zaupanje investorjev in varčevalcev, ki so v strahu pred izgubami dvigovali svoje depozite.

Graf 4.5: Svetovni trg vrednostnih papirjev v času velike depresije in danes



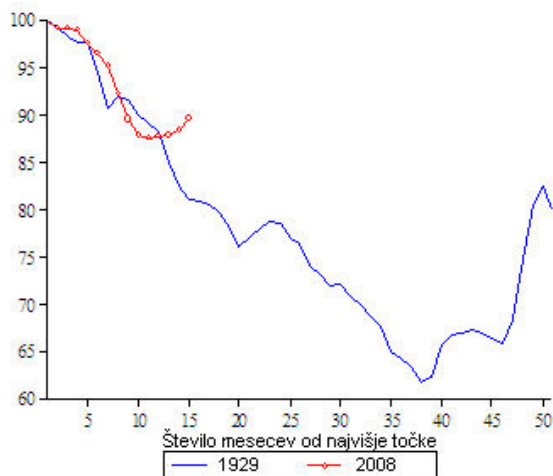
Vir: Eichengreen in O'Rourke (2009).

Podoben učinek je v sedanji krizi imel propad investicijske banke Lehman brothers. Padec je bil še bolj strm kot v času velike depresije, vendar pa se je spirala do danes že obrnila navzgor in cene na vrednostnem trgu zopet rastejo (glej graf 4.5).

V času velike depresije je krčenje investicij močno vplivalo na evropske države, katerih povojno okrevanje je temeljilo na ameriških kreditih. Poleg tega je odločitev FED, da dvigne obrestne mere, pripeljala do podobnih ukrepov v vseh državah, saj so hotele preprečiti odliv zlata. Kriza se je tako razširila na ves svet.

Danes se je nezaupanje zaradi integriranih finančnih trgov razširilo veliko prej. Ker investitorji niso vedeli, katere institucije imajo v svoji aktivni finančne instrumente izvedene iz drugorazrednih hipotekarnih kreditov, se je medbančni posojilni trg ustavil. Obrestne mere na medbančnem trgu so močno zrasle, v strahu pred izgubo likvidnosti pa so banke prenehale financirati gospodarstvo. To je privedlo do selitve krize v realni sektor, do krčenja proizvodnje (glej graf 4.6), povečevanja brezposelnosti in padca cen, vendar so vlade tokrat s fiskalnimi spodbudami preprečile globlji padec in že spodbudile rast. Enak razvoj dogodkov beležimo tudi v času gospodarske krize v 30-ih letih prejšnjega stoletja.

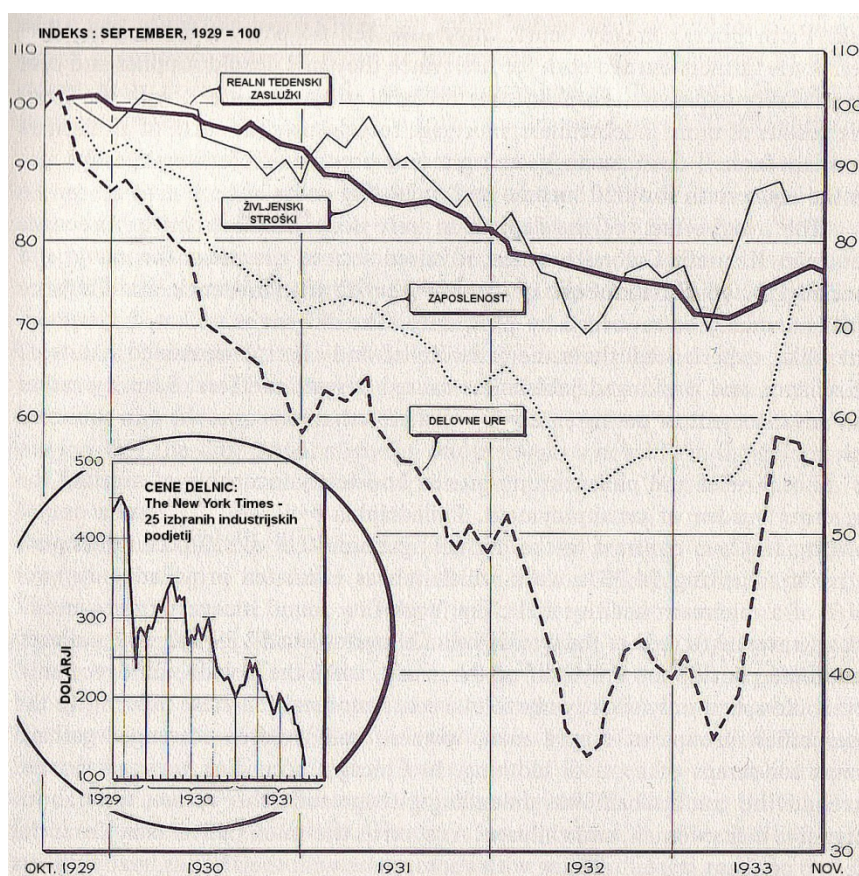
Graf 4.6: Svetovna industrijska proizvodnja v času velike depresije in danes



Vir: Eichengreen in O'Rourke (2009).

Recesija je do nastopa mandata predsednika Roosevelta prizadela že velik del gospodarstva. Brezposelnih je bilo 25 odstotkov prebivalcev, cene so padle, skrajšal se je delavnik (glej graf 4.7). Leta 1933 je Franklin Roosevelt začel z reševanjem krize, rekonstruiral bančni sistem in oblikoval socialne programe, ki so zmanjšali nezaposlenost. Kljub temu pa je zadostno povpraševanje za ponovno rast gospodarstva in polno zaposlenost ustvarila šele mobilizacija za drugo svetovno vojno.

Graf 4.7: Kazalci gospodarske krize v 30-ih letih prejšnjega stoletja



Vir: Smith (1972, 123).

Centralne banke in vlade so tokrat ukrepale dosti hitreje. Znižale so temeljne obrestne mere, povečale količino denarja v obtoku, izvajale dokapitalizacije in z deficitnim trošenjem spodbujale povpraševanje. Posledice sedanje krize nimajo tako katastrofalnih razsežnosti kot v primeru velike depresije.

4.3 ANALIZA REŠEVANJA VELIKE DEPRESIJE IN SEDANJE GOSPODARSKE KRIZE

Danes so monetarne in fiskalne politike držav uspele zajeziiti poglobljanje finančne krize zaustaviti negativno gospodarsko rast. Rast brezposelnosti se je ustavila, kažejo se že znaki ponovne gospodarske rasti. V primerjavi s potekom reševanja krize v času velike depresije, so oblasti tokrat ukrepale veliko hitreje in v večjem obsegu. Lahko rečemo, da aktivnost vlad in centralnih bank temelji na spoznanjih, ki temeljijo na študiji velike depresije.

Prvo vzporednico lahko zagotovo vidimo v aktivnostih vlad in centralnih bank, da bi ohranile zaupanje v finančni sistem in banke. V času velike depresije centralne banke, tako ameriška kot evropske, niso prevzele vloge posojilodajalca v skrajni sili. Primarni cilj centralnih bank je bil preprečiti odliv zlata iz državne blagajne, zato so skrčile količino denarja v obtoku in zvišale obrestne mere. To pa je pomenilo dodaten pritisk na banke, ki so se soočale z rastočim nezaupanjem. Zaradi navala na banke je mnogo bank propadlo in bančni sistem je doživel kolaps. To je poglobilo in podaljšalo trajanje gospodarske krize.

Krčenje denarja v obtoku je pripeljalo do močne deflacije, in čeprav nekateri strokovnjaki navajajo, da so bile obrestne mere v 30-ih letih na dokaj nizki ravni, je deflacija pomenila, da je bila cena denarja pravzaprav zelo visoka. Opustitev zlatega standarda in ohlapnejša monetarna politika sta bila prva koraka na poti do okrevanja.

Pri primerjavi sedanje krize z veliko depresijo lahko opazimo, da so bile reakcije centralnih bank ravno nasprotno. Študija največje gospodarske krize iz tridesetih let prejšnjega stoletja je pokazala, da se morajo centralne banke izogniti deflaciji. Obseg in hitrost odziva je značilnost, v kateri se sedanja kriza najbolj razlikuje od velike depresije. Že ob prvih znakih izgube nezaupanja septembra 2007 so centralne banke začele s sistemskimi ukrepi za reševanje krize. V finančni sistem so vnesle dodatno likvidnost in postopno znižale obrestne mere, da bi bankam omogočile zadostne vire financiranja. Mnogo finančnih ustanov je bilo dokapitaliziranih, centralne banke so prevzele vlogo posojilodajalca v skrajni sili, in kljub nekaterim navalom na banko, kot

na primer na britansko banko Lehman Brothers, so rešile ključne institucije, katerih propad bi lahko imel katastrofalne posledice.

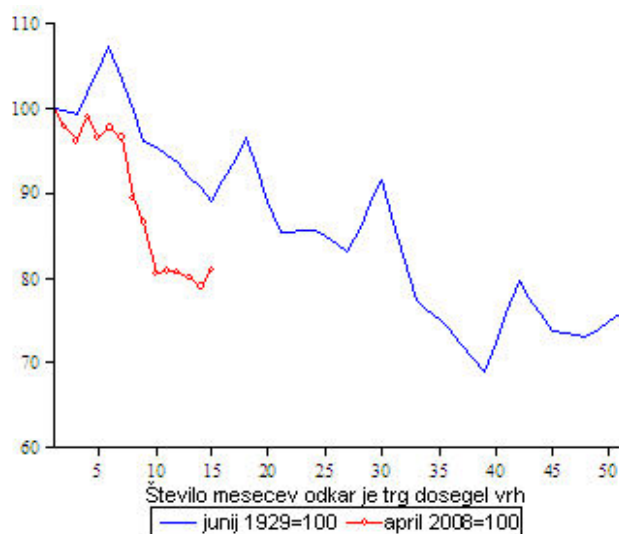
Ukrepi fiskalne politike pod predsednikom Hooverjem in predsednikom Rooseveltom se močno razlikujejo. Ker prvi ni verjel v neposredno poseganje v gospodarstvo, so bili njegovi ukrepi omejeni in niso vključevali direktne aktivnosti ali finančnih sredstev politične oblasti. Roosevelt je s programom *New Deal* priskrbel delo več milijonom brezposelnih in investiral v izboljšanje kakovosti življenja. Njegova trajnejša zapuščina so razširjena vlada, državno jamstvo za depozite in sistem socialne varnosti, vendar pa tudi *New Deal* ni uspel spodbuditi ponovne rasti gospodarstva.

Danes so bili ukrepi fiskalne politike mnogo obsežnejši. Vlade so že v začetku poskrbele za dokapitalizacije ključnih finančnih institucij, katerih propad bi lahko privedel do zloma finančnih trgov. Ko pa se je kriza preselila v realni sektor, so z generiranjem povpraševanja uspeli zaustaviti krčenje gospodarstva. Konec preteklega leta se je že pokazala pozitivna rast. Države so s programi subvencioniranja uspele omejiti nadaljnje naraščanje brezposelnosti, oblikovale pa so tudi socialne programe.

Velika depresija se od sedanje krize razlikuje tudi v stopnji mednarodnega sodelovanja. Slab odziv politik v času velike depresije je bil deloma posledica pomanjkanja mednarodnega usklajevanja. Društvo narodov, ustanovljeno leta 1919, in Banka za mednarodne poravnave, ustanovljena leta 1930, nista imela nikakršne vloge pri spopadanju z gospodarsko krizo (Evropska komisija 2009, 30).

Ob začetku krize se je mednarodni pretok blaga, storitev, kapitala in delovne sile močno zmanjšal (glej graf 4.8). Države so se zatekle k nacionalizmu in oblikovali so se trgovinski bloki. Z boljšim mednarodnim sodelovanjem in sprejetjem konsenza bi lahko oblikovali primernejše politike. Tudi sedanja kriza je privedla do krčenja obsega mednarodnega trgovanja. Ker je danes obseg svetovne trgovine precej večji, je padec še bolj strm, vendar pa je večje sodelovanje med državami preprečilo sprejem protekcionističnih ukrepov za reševanje krize. Mednarodni trgovinski trg se počasi stabilizira.

Graf 4.8: Obseg svetovne trgovine v času velike depresije in danes



Vir: Eichengreen in O'Rourke (2009).

Danes internacionalne institucije, kot so Mednarodni denarni sklad, Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj, G20 in EU, sodelujejo pri oblikovanju političnih ukrepov za zmanjšanje posledic krize. Vloga mednarodnih institucij je predvsem zbiranje in objavljanje gospodarskih podatkov ter spremljanje in poročanje o razvoju dogodkov in sprejetih ukrepov. Mednarodni forumi na tak način spodbujajo sodelovanje med državami, saj so lekcije iz velike depresije jasno pokazale, do kakšnih posledic lahko pripeljeta nacionalizem in protekcionizem. V Evropi je tesno sodelovanje med državami institucionalizirano v EU, s skupnim trgov in enotno evropsko valuto.

Aktivnosti oblasti in centralnih bank so preprečile zlom finančnega sistema, vladno trošenje pa povečuje potrošnjo in lajša posledice krize v realnem sektorju. Primerjava pa se tukaj konča, saj se sedanja svetovna kriza še ni končala. Čeprav je gospodarstvo že doseglo dno, še ni znano, kakšna bo pot do popolnega okrevanja.

Veliko depresijo je, ne samo v ZDA, temveč po vsem svetu, končal začetek druge svetovne vojne. Danes je ustrezne strategije za gospodarsko rast brez vladnih stimulacij treba še oblikovati, vendar so te ključnega pomena. V kolikor bodo vlade prehitro opustile politiko trošenja, lahko to privede do ponovne krize, kot se je to zgodilo leta 1937. Po drugi strani pa ne smejo dopustiti prevelike eskalacije javnega dolga, ki bi lahko pripeljala do visoke inflacije.

5 ZAKLJUČEK

Analiza in primerjava največje gospodarske krize prejšnjega stoletja s sedanjo krizo je potrdila mojo hipotezo, da med obema obstajajo vzporednice in da lahko spoznanja in zaključke študije velike depresije apliciramo na sedanjo situacijo.

Posledice bi bile nedvomno hujše, če odziv ne bi temeljil na izkušnjah iz preteklih kriz. Analiza vzrokov, reševanja in posledic velike depresije je pripomogla k razvoju ekonomske teorije in oblikovanju boljših in uspešnejših pristopov k reševanju kriz. Odziv centralnih bank, vlad in mednarodnih organizacij je bil zato hiter in odločen, reševanje tokratne krize pa veliko bolj uspešno.

Seveda bodo tudi analize tokratne krize pripeljale do svojih zaključkov, vendar pa bodo ti po vsej verjetnosti potrdili pretekle nauke. Čeprav se gospodarski in politični sistemi spreminjajo, temeljni mehanizmi, ki pripeljejo do kriz, ostajajo enaki.

Trenutno je največji izziv, ki je pred nami, usklajen izhod iz politike monetarnih in fiskalnih vzpodbud, ki ne bo sprožil nove krize ter vzpostavitev novih strategij in okvirov za preprečevanje in reševanje finančnih oziroma gospodarskih kriz v prihodnosti. IMF napoveduje le počasno okrevanje. Napovedana globalna rast v letu 2010 je približno 3-odstotna, do leta 2014 pa se napovedi za globalno rast gibljejo okoli 4-ih odstotkov, kar je občutno manj od 5-odstotne stopnje rasti v letih pred krizo (IMF 2009a, 1).

V prihodnje bo potreben večji poudarek makroekonomske politike na regulacijo finančnih tveganj. Inovacije na svetovnih trgih se bodo nadaljevale, in nacionalni poizkusi, da bi jih omejili bi vodili do slabšanja konkurenčnega položaja, poleg tega pa je težko oceniti kateri izvedeni instrumenti lahko pripeljejo do destabilizacijskih učinkov. Torej je na strani regulative, da natančneje in ažurirano spremlja dogajanje na svetovnih trgih in pravilno oceni tveganja.

6 LITERATURA

1. Acharya, Viral V. 2009. *Regulation, Not Markets, Let Us Down*. Dostopno prek: <http://causesofthecrisis.blogspot.com/2009/11/regulation-not-markets-let-us-down.html> (2. januar 2010).
2. Auerbach, Alan J. in William G. Gale. 2009. *The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond*. Dostopno prek: http://www.taxpolicycenter.org/UploadedPDF/411843_economic_crisis.pdf (8. januar 2010).
3. Banka Slovenije. 2009. *Letno poročilo za leto 2008*. Dostopno prek: http://www.bsi.si/iskalniki/letna_porocila.asp?MapaId=709 (2. januar 2010).
4. Barle, Janez in Anton Žunič. 2000. Prehodne matrike in vrednotenje internega bonitetnega sistema v banki. V *6. Strokovno posvetovanje o bančništvu: Analiza bančnih tveganj*, ur. Neven Borak, 97–112. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
5. *BBC News*. 2007a. Central banks act on credit fears, 13. december. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7140771.stm> (2. januar 2010).
6. --- 2007b. Credit woes hit bank lending rate, 4. september. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6977798.stm> (5. januar 2010).
7. --- 2007c. ECB moves to help banking sector, 9. avgust. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/6938425.stm> (2. januar 2010).
8. --- 2007č. Fed cuts rate to stabilise market, 17. avgust. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6951476.stm> (5. januar 2010).
9. --- 2007d. Northern Rock gets bank bail out, 13. september. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6994099.stm> (8. januar 2010).
10. --- 2008a. Fed slashes rates in shock move, 22. januar. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7202645.stm> (7. januar 2010).
11. --- 2008b. IMF approves \$2.1bn Iceland loan, 20. november. Dostopno prek: http://news.bbc.co.uk/2/hi/in_depth/7738874.stm (12. januar 2010).
12. --- 2008c. Rescue for troubled Wall St bank, 17. marec. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7299938.stm> (4. januar 2010).
13. --- 2008č. US government rescues insurer AIG, 17. september. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7620127.stm> (11. januar 2010).

14. --- 2009. Timeline: Credit crunch to downturn, 7. avgust. Dostopno prek: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/7521250.stm> (4. januar 2010).
15. Bernanke, Ben S. 2004. *Money, Gold, and the Great Depression*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm> (2. december 2009).
16. Blundell-Wignall, Paul Atkinson in Se Hoon Lee. 2008. *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*. Dostopno prek: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/26/41942872.pdf> (20. november 2009).
17. Board of Governors of the Federal Reserve System. 2003. *Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/pubs/FEDS/2004/200401/200401pap.pdf> (2. december 2009).
18. --- 2010. *Federal reserve statistical release: Selected Interest Rates*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm> (14. februar 2010).
19. Bordo, Michael D. 1962. *Gold Standard*. Dostopno prek: <http://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html> (20. november 2009).
20. Brstovšek, Andrej. 2008. Države G7 so se zavezale k ukrepom za rešitev finančne krize. *Dnevnik*, 13. oktober. Dostopno prek: http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042213865 (2. januar 2010).
21. Buiter, Wiliem in Anne Sibert. 2008. *The collapse of Iceland's banks: the predictable end of a non-viable business model*. Dostopno prek: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2498> (9. januar 2010).
22. Bureau of Economic Analysis. 2010. *National Economic Accounts*. Dostopno prek: <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp> (13. februar 2010).
23. Church, Steven in Bradley Keoun. 2007. New Century, Biggest Subprime Casualty, Goes Bankrupt. *Bloomberg*, 2. april. Dostopno prek: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20670001&sid=a9e64Mkizp7I> (5. januar 2010).
24. Clavin, Patricia. 2000. *The Great Depression in Europe, 1929-39*. Dostopno prek: <http://www.historytoday.com/MainArticle.aspx?m=14072&amid=14072> (15. september 2009).
25. Council on Foreign Relations. *Timeline: Global Economy in Crisis*. Dostopno prek: <http://www.cfr.org/publication/18709/> (29. december 2009).

26. Crouhy, Michel G., Robert A. Jarrow in Stuart M. Turnbull. 2008. *The Subprime Credit Crisis of 07*. Dostopno prek: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467 (20. december 2009).
27. Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan in Luc Laeven. 2009. *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*. Dostopno prek: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1100138 (23. december 2009).
28. Delo. 2008. 700 milijard dolarjev namenjenih predvsem bankam, 12. november. Dostopno prek: <http://www.delo.si/clanek/70827> (6. januar 2010).
29. Doyle, Dara in Ian Guider. 2008. Ireland Guarantees Bank Deposits, Debt for Two Years. *Bloomberg*, 30. september. Dostopno prek: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601085&refer=news&sid=aIK7mP7Mg8Es> (4. januar 2010).
30. ECB – Evropska centralna banka. 2008. *Letno poročilo ECB 2007*. Dostopno prek: <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=1180> (9. januar 2010).
31. --- 2009. *Letno poročilo ECB 2008*. Dostopno prek: <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=1180> (2. januar 2010).
32. Eichengreen, Barry in Kevin O'Rourke. 2009. *A Tale of Two Depressions*. Dostopno prek: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> (20. februar 2010).
33. Evropska komisija. Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve. 2009. *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*. Dostopno prek: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf (31. december 2009).
34. Federal Deposit Insurance Corporation. 2006. *The First Fifty Years: A History of the FDIC 1933–1983*. Dostopno prek: <http://www.fdic.gov/bank/analytical/firstfifty/chapter3.html> (23. december 2009).
35. Fishback, Price. V., William C. Horrace in Shawn Kantor. 2001. *The Impact of New Deal Expenditures on Local Economic Activity: An Examination of Retail Sales, 1929-1939*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w8108> (20. december 2009).
36. Friedman, Jeffrey. 2009. *A crisis of politics, not economics: complexity, ignorance, and policy failure*. Dostopno prek: http://www.criticalreview.com/crf/pdfs/Friedman_intro21_23.pdf (28. december 2009).
37. Gjerstad, Steven in Vernon L. Smith. 2009. *From Bubble to Depression?* Dostopno prek: http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=10103 (29. december 2009).

38. Hofstadter, Richard. 1989. *The American political tradition: and the men who made it*. New York: Vintage books.
39. IMF – International Monetary Fund. 2009a. *World Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009*. Dostopno prek: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf> (29. december 2009).
40. --- 2009b. *World Economic Outlook, Sustaining the Recovery, October 2009*. Dostopno prek: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf> (9. januar 2010).
41. Isidore, Chris. 2010. 7 million lost jobs: Gone forever? *CNNMoney.com*, 8. januar. Dostopno prek: http://money.cnn.com/2010/01/07/news/economy/jobs_outlook/index.htm (12. januar 2010).
42. Janevska, Lidija. 2006. *Prenos kreditnega tveganja*. Dostopno prek: www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=505 (29. december 2010).
43. Keynes, John M. 1919. *Economic consequences of the Peace*. Dostopno prek: <http://socserv2.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/keynes/peace> (12. september 2009).
44. Konda, Uroš. 2009a. Pred 80 leti se je zgodil borzni zlom. *Finance*, 29. oktober. Dostopno prek: <http://www.finance.si/261860/Pred-80-let-se-je-zgodil-borzni-zlom> (1. december 2009).
45. --- 2009b. Roosevelt je Dow Jones dvignil za 75 odstotkov. *Finance*, 21. januar. Dostopno prek: <http://www.finance.si/235551> (1. december 2009).
46. Kregel, Jan. 2008. *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*. Dostopno prek: http://www.levy.org/pubs/wp_530.pdf (29. december 2009).
47. Macrohistory and world report. *The great depression, to 1935. The U.S. economy hits bottom, 1930–32*. Dostopno prek: <http://www.fsmitha.com/h2/ch15wd.html> (14. februar 2010).
48. Meltzer, Allan. 2003. *A History of the Federal Reserve, Volume I: 1913-1951*. Dostopno prek: http://books.google.si/books?id=DktBcxprXaEC&printsec=frontcover&source=gbs_v2_summary_r&cad=0#v=onepage&q=&f=false (2. december 2009).
49. Mohan, Rakesh. 2009. *Global financial crisis - causes, impact, policy responses and lessons*. Dostopno prek: <http://www.bis.org/review/r090506d.pdf> (28. december 2009).
50. Mrak, Mojmir. 2002. *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.

51. OECD – Organisation for economic co-operation and development. 2008. *Impact of the economic crisis on employment and unemployment in the OECD countries*. Dostopno prek: http://www.oecd.org/document/63/0,3343,en_2649_33927_41727231_1_1_1_1,00.html (8. januar 2010).
52. --- 2010. *OECD composite leading indicators continue to signal a recovery*. Dostopno prek: <http://www.oecd.org/dataoecd/13/6/44357424.pdf> (10. januar 2010).
53. Parisi-Capone, Elisa. 2009. *The Role of Financial Derivatives in the Origin and Spreading of the Subprime Crisis*. Dostopno prek: http://www.roubini.com/analysis/pdf/THE_ROLE_OF_FINANCIAL_DERIVATIVES_IN_THE_ORIGIN_AND_SPREADING_OF_SUBPRIME_CRISIS.pdf (2. januar 2010).
54. Perri, Fabrizio in Vincenzo Quadrini. 2001. *The great depression in Italy: Trade restriction and real wage rigidities*. Dostopno prek: <http://www-rcf.usc.edu/~quadrini/papers/deprpap.pdf> (13. februar 2010).
55. Pineda, Mikka. 2009. Comparing Three Crises. Dostopno prek: <http://www.roubini.com/analysis/44374.php> (16. december 2009).
56. Rauchway, Eric. 2008. *The great depression & the New Deal*. New York: Oxford University Press.
57. Rayner, Gordon. 2008. Credit Crunch timeline: From Northern Rock to Lehman Brothers. *Telegraph*, 15. september. Dostopno prek: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2963415/Credit-Crunch-timeline-From-Northern-Rock-to-Lehman-Brothers.html> (7. januar 2010).
58. Reich, Robert. 2009. *The New Deal and the New New Deal: Countering Conservative Claptrap*. Dostopno prek: http://www.roubini.com/us-monitor/255652/the_new_deal_and_the_new_new_deal_countering_conservative_claptrap (16. december 2009).
59. Reuters. 2008. UK Stocks -- Factors to watch on Feb 18, 18. februar. Dostopno prek: <http://www.reuters.com/article/idUSL1586755920080218> (3. januar 2010).
60. Romer, Christina D. 2003. *The Great Depression*. Dostopno prek: http://elsa.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf (28. november 2009).
61. Sahadi, Jeanne. 2008. *Bailout is law*. Dostopno prek: http://money.cnn.com/2008/10/03/news/economy/house_friday_bailout/index.htm (7. januar 2010).

62. Schultz, Stanley K. in William P. Tishler. 1999. *The Politics of Prosperity: The 1920s*. Dostopno prek: <http://us.history.wisc.edu/hist102/lectures/lecture15.html> (28. november 2009).
63. Smith, Daniel M. 1972, *War and depression, America 1914–1939*. St. Louis: Forum Press.
64. Smodiš, Sebastjan. 2008. Kreditni trgi proti bonitetnim agencijam. *Bančni vestnik* 57 (9): 31–36.
65. Spaventa, Luigi. 2008. *A (mild) defence of TARP*. Dostopno prek: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1713> (28. december 2009).
66. STA – Slovenska tiskovna agencija. 2009. Letošnji proračunski primanjkljaj v ZDA 1600 milijard dolarjev, 26. avgust. Dostopno prek: <http://www.sta.si/vest.php?s=s&id=1420882> (28. december 2009).
67. --- 2010. ECB brez sprememb monetarne politike, na tapeti Grčija, 13. januar. Dostopno prek: <http://kr-og.sta.si/2010/01/ecb-brez-sprememb-monetarne-politike-na-tapeti-grcija/> (8. februar 2010).
68. Stock market crash. 2008. *Stock market crash of 1929*. Dostopno prek: <http://www.stock-market-crash.net/1929.htm> (23. november 2009).
69. Stratton, Lawrence M. in Paul C. Roberts. 2001. *The Fed's "Depression" and the Birth of the New Deal*. Dostopno prek: <http://www.hoover.org/publications/policyreview/3476271.html> (15. december 2009).
70. Štiblar, Franjo. 2008. *Svetovna kriza in Slovenci; Kako jo preživeti?* Ljubljana: Založba ZRC SAZU.
71. --- 2009. Nadaljnjega razvoja finančne krize ne more nihče napovedati. 2009. Intervju z rednim profesorjem na ljubljanski pravni fakulteti. *Bančni vestnik* 58 (12): 2–9.
72. Temin, Peter. 1993. *Lessons from the great depression*, 4th printing. London: MIT Press.
73. The Congress of the United States. Congressional Budget Office. 2009. *The Budget and Economic Outlook: An Update, avgust 2009*. Dostopno prek: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/105xx/doc10521/08-25-BudgetUpdate.pdf> (12. januar 2010).
74. *The Economist*. 1929. Reactions of the Wall Street slump, 23. november. Dostopno prek:

- http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=12327393 (20. avgust 2009).
75. --- 1933. The New Deal – Roosevelt Administration's Record, 24. junij. Dostopno prek: http://www.economist.com/world/unitedstates/displaystory.cfm?story_id=13133714 (25. avgust 2009).
76. --- 1999. FDR and the New Deal, 23. december. Dostopno prek: http://www.economist.com/world/unitedstates/displaystory.cfm?story_id=346942 (25. avgust 2009).
77. The London Summit 2009. 2009. *Global plan for recovery and reform: the Communiqué from the London Summit*. Dostopno prek: <http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/summit-communication/> (3. januar 2010).
78. *The New York Times*. 2009a. \$1.4 Trillion Deficit Complicates Stimulus Plans, 16. oktober. Dostopno prek: <http://www.nytimes.com/2009/10/17/us/17deficit.html> (20. februar 2010).
79. --- 2009b. Economic Stimulus, 9. december. Dostopno prek: http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/u/united_states_economy/economic_stimulus/index.html (13. februar 2010).
80. Todd, Walker F. 1992. *History of and Rationales for the Reconstruction Finance Corporation*. Dostopno prek: <http://www.clevelandfed.org/research/review/1992/92-q4-todd.pdf> (15. december 2009).
81. *Trading Economics*. Dostopno prek: <http://www.tradingeconomics.com/default.aspx> (21. februar 2010).
82. U.S. Bureau of Labor Statistics. 2010. *Economy at a Glance*. Dostopno prek: <http://www.bls.gov/eag/eag.us.htm> (13. februar 2010).
83. United States Department of Agriculture. 1984. *History of Agricultural Price-Support and Adjustment Programs, 1933–84*. Dostopno prek: <http://www.ers.usda.gov/Publications/aib485/aib485a.pdf> (18. december 2009).
84. United States Department of State. 2004. *Smoot-Hawley Tariff Act*. Dostopno prek: http://future.state.gov/when/timeline/1921_timeline/smoot_tariff.html (28. november 2009).

85. --- 2008. *USA History in Brief. World War I, 1920s Prosperity, the Great Depression.* Dostopno prek: <http://www.america.gov/st/educ-english/2008/June/20080610224125eaifas0.4326097.html> (1. december 2009).
86. United States Department of Treasury. 2003. *History of the Treasury, Chronology of Events.* Dostopno prek: <http://www.treas.gov/education/history/events/1900-present.shtml> (18. december 2009).
87. United States History. *Roaring Twenties.* Dostopno prek: <http://www.u-s-history.com/pages/h1564.html> (23. november 2009).
88. University of Washington Libraries. *The Federal Emergency Relief Administration (FERA).* Dostopno prek: <http://content.lib.washington.edu/feraweb/essay.html> (21. december 2009).
89. *US Government Spending.* Dostopno prek: <http://www.usgovernmentspending.com/index.php> (20. februar 2010).
90. Valentine, Loyd M. in Dennis F. Ellis. 1991. *Business cycles and forecasting, 8th ed.* Cincinnati: South-Western publishing.
91. Wallison, Peter J. 2009. *Cause and Effect - Government Policies and the Financial Crisis.* Dostopno prek: http://www.roubini.com/globalmacro-monitor/255258/cause_and_effect_-_government_policies_and_the_financial_crisis (2. januar 2010).
92. Wheelock, David C. 1997. *Monetary Policy in the Great Depression and Beyond: The Sources of the Fed's Inflation Bias.* Dostopno prek: <http://research.stlouisfed.org/wp/1997/97-011.pdf> (20. november 2009).
93. White, Eugene. 1995. *Deposit insurance. The World Bank, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division and Financial Sector Development Department.* Dostopno prek: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/1995/11/01/000009265_3961019154935/Rendered/PDF/multi_page.pdf (5. december 2009).