

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Andrej Černic

Vloga države v ameriški finančni krizi in v njenem reševanju
Magistrsko delo

Ljubljana, 2016

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Andrej Černic

Mentor: red. prof. dr. Bogomil Ferfila

Vloga države v ameriški finančni krizi in v njenem reševanju
Magistrsko delo

Ljubljana, 2016

*Bela svetloba lije počasi
lahnò, lahnò
iz tvoje večnosti v moj hudi čas.*

Tone Pavček, *Belo (Dediščina)*

Vloga države v ameriški finančni krizi in v njenem reševanju

Magistrsko delo obravnava vlogo države v ameriški finančni krizi in v njenem reševanju. V ospredju je predvsem monetarna politika, ki jo je izvajala ameriška centralna banka Fed od obdobja pred začetkom velike finančne krize do današnjih dni. Predsednik Obama je v pomoč prizadetim sektorjem gospodarstva februarja 2009 sprejel tako imenovani American recovery and reinvestment act (ARRA) v višini približno 800 milijard dolarjev. Ameriška centralna banka pa je pod vodstvom guvernerja Bena Bernanke vpeljala dva izrazita ukrepa, ki še danes bistveno pogojujeta ameriško gospodarstvo. Znižanje ključne obrestne mere na zgodovinski minimum (med 0 in 0,25 odstotka) decembra 2008 je bil prvi teh ukrepov. Nične obrestne mere so ostale v veljavi do decembra 2015. Takrat jih je ameriška centralna banka dvignila za 0,25 odstotkov. Drugi ukrep, ki ga je ameriški Fed pod vodstvom Bernanke uresničil takoj po začetku krize, je strategija kvantitativnega sproščanja. Ameriška centralna banka je odkupila izjemno veliko količino državnih obveznic in obveznic, vezanih na zavarovane kredite v nepremičninskem sektorju (t.i. mortgage backed securities oziroma MBS). Bilančna vsota ameriške centralne banke se je tako izjemno povečala. V primerjavi z obdobjem začetne krize je danes trikrat večja in je poskočila z 860 milijard dolarjev na 2.600 milijard dolarjev. Zaradi nizkih obrestnih mer in kvantitativnega sproščanja je umetno padla vrednost dolarja, ameriški izvoz je postal konkurenčnejši. Posledično je (tudi) zaradi tega nastala t.i. valutna vojna.

Ta dva ukrepa sta sprožila val posledic. Poglejmo najprej posledice na domačem trgu. Večja likvidnost v domačem in večja konkurenčnost v mednarodnem gospodarstvu sta sprožili pozitivne učinke. Po letu 2009 so ZDA začele ponovno rasti. Najbolj očitne so bile posledice na trgu dela: stropnja brezposelnosti, ki je leta 2012 znašala 9 odstotkov, je padla na raven 5 odstotkov. Inflacija – tretji pomembni kazalec – pa se še ni prebila do ciljne vrednosti 2 odstotkov. Skratka, na ameriškem trgu so ponovno pognali zasebno potrošnjo in domače povpraševanje.

Zaradi ponovnega zagona ameriškega gospodarstva je ameriška centralna banka začela vse bolj izrazito namigovati na možnost niza dvigov ključne obrestne mere (do prvega štirimesečja 2016 tega vsekakor še niso udejanili). Dolar, ki je bil dotlej dokaj šibek, se je v primerjavi z drugimi valutami začel krepiti. Močnejši dolar je zaradi strateške pomembnosti valute postal zelo pomemben dejavnik v vseh večjih mednarodnih finančnih krizah od leta 2014 dalje. Okrepitev ameriške valute je pospešila kitajsko finančno, pa tudi naftno krizo. Začnimo s kitajsko krizo: vrednost juana je bila namreč povezana z vrednostjo dolarja. To je bilo za kitajsko gospodarstvo pozitivno, dokler je bil dolar šibek. Ko pa se je začel krepiti, je to negativno vplivalo najprej na juan in posledično na kitajski izvoz ter ohladitev tamkajšnjega gospodarstva. Podobno velja za naftno krizo. Močan padec cene nafte je namreč v sklepnih fazah ošibil tudi Savdsko Arabijo, državo, ki je ta padec povzročila. Med dejavniki padca konkurenčnosti arabskega gospodarstva, je bila tudi povezanost med ryalom in dolarjem. Savdska Arabija je morala tako (zaradi nepredvidene nizke cene nafte in močne domače valute) vpisati v letno bilanco 2015 okoli 15-odstotni primanjkljaj.

Ameriška centralna banka bo, po napovedih, z restriktivnimi potezami novih dvigov ključne obrestne mere nadaljevala še v letu 2016. »Težava je v tem«, je v začetku leta 2016 dejala Yellenova, »da je bila rast ZDA umetno napihnjena z obrestnimi merami, ki so močno pod mejo normalnosti«. Ponovna vzpostavitev te normalnosti bo kratkoročno in srednjeročno največji izziv za ameriško centralno banko. ZDA morajo namreč biti pozorne na tuje, a tudi na domače trge, ki so na restriktivne ukrepe občutljivi. Nepremičninski trg ima pri svojem razvoju še vedno izdatno pomoč države: ameriška centralna banka je v postopku kvantitativnega sproščanja odkupila izjemno velike količine nepremičninskih obveznic dveh največjih agencij na tem področju (Fannie Mae in Freddie Mac), naftna kriza pa je povzročila precejšnje izgube tudi na novorastočih trgih ameriškega črpanja nafte s hidravličnim drobljenjem kamnin (fracking tehnologija, s katero pridobivajo »shale« nafto).

Ključne besede: finančna kriza, Fed, ključne obrestne mere, kvantitativno sproščanje.

The role of the State in the American financial crisis and in the recovering

The paper is about the role of the state in the American financial crisis and in the recovery of its economy. A specific attention will be paid to the Federal reserve monetary policy since the very beginning of the crisis in 2008. President Obama signed the 800 billion American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) in 2009 to help the indebted US productive activities. The Fed, under Ben Bernanke, took almost simultaneously two measures, that are still affecting the American economy. Federal reserve let the federal funds rate fall to 0 rate in the period from 2006 to 2008 and then maintained it till December 2015, when the federal funds rate was raised by 0,25% (after that the Fed decided to remain in a “stand-by” position). The second measure was about a new monetary strategy, the Quantitative Easing (QE). The Fed purchased a huge amount of US Treasury securities and mortgage backed securities (MBS) of the Government sponsored enterprises (Fannie Mae and Freddie Mac). The Fed balance sheet has tripled its value after the crisis. It has risen from 860 billion dollars to 2.600 billion dollars over the past 8 years. Consequently, all those measures artificially weakened the American currency, making the US export more competitive, and caused an international currency war. A higher liquidity on the domestic market and higher competitiveness on international ones had a positive impact on American economy, which started to grow again after 2009. The US monetary policy had its best effects on labour market. The unemployment rate has fallen from 9% to 5% since 2012. The macroeconomic indicator that has not recovered yet is inflation, which is well below the 2% Fed target.

The domestic demand and private consumption on the American market have started to rise and the growth of the GDP has stabilized at around a rate of 2%. As the recovery of the American economy became real, the Fed decided to start a process of normalisation of federal funds rates. The Fed raised them for the first time in December 2015, although the rise had been expected earlier. The expectation for higher interest rates strengthened the American currency, that had weakened for the past years during the crisis. A strong dollar has become an important factor in the global financial crisis since mid 2014. Its strengthening had an impact on the Chinese financial crisis and on the oil price crisis as well. Beginning with the Chinese crisis, yuan (or renminbi) was pegged to US dollar. That was a good peg for Chinese currency and its export, as the dollar was weak. When American currency gained strenght, yuan strengthened as well reducing the competitiveness of Beijing's export and the growth of its economy. The strong dollar played an important role also in the oil price crisis and especially in the economy of Saudi Arabia. The low prices were predominantly a consequence of Saudi's strategy not to diminish the daily production of oil despite the fall of global demand. The Saudi Arabia's low prices policy was meant to be a dumping price strategy, that other oil producers could not afford. Eventually, the fall of the oil price had a negative impact also on Riyadh's social and welfare programs causing a public deficit equal to 15% of GDP in 2015. One of the causes was the peg of the Arabian currency riyal to the strong dollar. While the oil price was falling, Riyadh wasn't able to devaluate its currency.

The Federal Reserve has slowed down its program of rising the Fed funds for 2016, but the intention remains the same. The Fed chief Janet Yellen said the biggest problem today is the fact, that the American economy was artificially pumped up with the 0-rate Fed funds, which are far below the normal level. The return to normality by rising the fund rates will be on a medium term the biggest challenge for the Fed, as the domestic markets as well as the foreign ones are susceptible to restrictive measures. The real estate market is still dependent on the state (an example of its dependency is the quantity of MBS in the Fed balance sheet), the oil price crisis has brought large losses to a new-formed American energy market of the shale oil. The high production prices do not support the low barrel price of oil creating the basis for a possible new economic bubble.

Key words: Financial crisis, Fed, Fed fund rates, quantitative easing.

KAZALO

1	Uvod	str. 10
1.1	Hipoteze	str. 11
1.2	Metodologija	str. 11
2	Vladne politike pri reševanju finančne krize	str. 13
2.1	Obamove rešitve	str. 13
2.2	Obamovo javno zadolževanje	str. 15
2.3	Politični vidik ameriške zadolženosti	str. 16
2.4	Rast zadolževanja in politika javnih primanjkljajev	str. 19
3	Močan odgovor ameriške centralne banke Fed	str. 21
3.1	Zniževanje obrestne mere	str. 21
3.2	Fed in kvantitativno sproščanje (QE)	str. 25
4	Posledice globalne ekspanzivne monetarne politike	str. 29
4.1.	Valutna vojna s Kitajsko	str. 30
4.2.	Kitajska in ameriški javni dolg	str. 32
4.3	Dolar, lokomotiva za valute	str. 34
4.4	Javni dolg, domači in tuji imetniki obveznic	str. 35
4.5	Ameriški izvoz dolarja	str. 38
5	Manična depresija gospodarstva	str. 41
5.1	Faza visoke inflacije ameriškega gospodarstva	str. 42
5.2	Prva faza visokega javnega dolga	str. 43
5.3	Rast in padec new economy	str. 44
5.4	Manična depresija ameriškega gospodarstva	str. 45
6	Bilančna vsota ameriške centralne banke	str. 54
6.1	Koristnost napihnjene bilančne vsote Fed	str. 55
6.2	MBS in dolgoročne državne obveznice v bilančni vsoti Fed	str. 57
6.3	Nevarnost MBS in ustvarjanje balona	str. 60

6.4	Kaj prinaša napihnjena bilančna vsota še v poslovanje Fed	str. 62
7	Poslovanje Fannie Mae in Freddie Mac pred veliko krizo	str. 67
7.1	Kronologija napovedane katastrofe	str. 67
7.2	Kdo je kriv?	str. 69
	7.2.1 Kaj je storila ameriška centralna banka?	str. 70
7.3	Nastanek in pok balonov Fannie Mae in Freddie Mac	str. 73
	7.3.1 Zunanji pritiski	str. 74
	7.3.2 Državni interesi	str. 75
7.4	Pok balonov Fannie Mae in Freddie Mac	str. 75
	7.4.1 Pogajanja z državo	str. 79
7.5	Prisilna uprava in razvoj dogodkov	str. 81
7.6	Povezava GSE – FED	str. 86
8	Ameriška centralna banka in globalne krize	str. 91
8.1	December 2015 – prvi dvig ključne obrestne mere	str. 91
8.2	Stagnacija dvigovanja ključne obrestne mere	str. 95
8.3	Kitajska kriza in nadaljevanje valutne vojne	str. 99
	8.3.1 Valutna vojna evro – dolar	str. 103
8.4	Naftna vojna	str. 105
8.5	Vrednost dolarja in ameriški »shale oil«	str. 109
8.6	Stranski učinki odločitev ameriške centralne banke	str. 112
9	Sklep	str. 113
10	Literatura	str. 117

Kazalo tabel

Tabela 2.1	Makroekonomski podatki ZDA (realne vrednosti v milijardah \$)	str. 16
Tabela 3.1	Politika ključnih obrestnih mer ameriške centralne banke	str. 22
Tabela 3.2	Indeks cen nepremičnin ZDA (HPI), povprečje	str. 23
Tabela 3.3	Politika Fed uvajanja kvantitativnega sproščanja (QE)	str. 27
Tabela 4.1	Največje lastnice ameriškega javnega dolga v številkah (v mld \$)	str. 32
Tabela 4.2	Javni dolg ZDA: razmerje med domačimi in tujimi imetniki obveznic	str. 36
Tabela 4.3	Največji domači imetniki državnih obveznic (v mld \$)	str. 37
Tabela 4.4	Dolarski depoziti v tujini (v mld \$)	str. 39
Tabela 6.1	Postavke bilančne vsote Fed (v milijardah \$)	str. 58
Tabela 6.2	Fannie Mae: Premoženje, osnovni kapital in izplačane dividende	str. 62
Tabela 6.3	Depoziti komercialnih bank v ameriški centralni banki	str. 64
Tabela 7.1	Tuji imetniki obveznic agencij Fannie Mae in Freddie Mac jeseni 2008	str. 73
Tabela 7.2	Vrednost in količina nepremičninskih »subprime« posojil	str. 76
Tabela 7.3	Trg obveznic PLS – v mln \$	str. 78
Tabela 7.4	Portfelj nepremičninskih obveznic Fannie Mae – v mln \$	str. 82
Tabela 7.5	Celoten portfelj Fannie Mae – v mln \$	str. 83
Tabela 7.6	Prodajni portfelj nepremičninskih obveznic Freddie Mac – v mln \$	str. 84
Tabela 7.7	Celoten portfelj Freddie Mac – v mln \$	str. 85
Tabela 7.8	Nepremičninski portfelj in vsota izdanih MBS – v mln \$	str. 87
Tabela 7.9	Izdaja novih MBS s strani GSE in odkup FED (v mln \$)	str. 89
Tabela 8.1	Nove zaposlitve v letu 2015, na mesečni ravni	str. 93
Tabela 8.2	Napovedi rasti BDP, stopnje brezposelnosti in inflacije	str. 94
Tabela 8.3	Proizvajalci surove nafte in drugih tekočih goriv ter cena proizvodnje	str. 106

Kazalo grafov

Graf 4.1	Države, lastnice javnega dolga ZDA, v mld \$	str. 33
Graf 4.2	Javni dolg ZDA: razmerje med domačimi in tujimi imetniki obveznic	str. 36
Graf 4.3	Največji domači imetniki državnih obveznic (v mld \$)	str. 37
Graf 5.1	Spremembe v ključni obrestni meri, v %	str. 42
Graf 5.2	Krivulja javnega primanjkljaja v ZDA, v mld \$	str. 44
Graf 5.3	Primerjava makroekonomskih gibanj 1993-2006	str. 46
Graf 5.4	Primerjava makroekonomskih gibanj 1993-2014	str. 48
Graf 5.5	Stopnja inflacije in ključne obrestne mere od leta 1965 dalje	str. 50
Graf 5.6	Dinamika domačega povpraševanja in zasebne potrošnje	str. 52
Graf 6.1	Bilančna vsota Fed, v mld \$	str. 54
Graf 6.2	Depoziti komercialnih bank v Fed, v mln \$	str. 65
Graf 8.1	Stopnja brezposelnosti ZDA	str. 94
Graf 8.2	Napovedi Fed o ključni obrestni meri za december 2016	str. 96
Graf 8.3	Indeks Dow Jones	str. 98
Graf 8.4	Dolarski indeks	str. 100
Graf 8.5	Menjava juan – dolar	str. 101
Graf 8.6	Menjava evro – dolar	str. 104
Graf 8.7	Padec cene sodčka nafte, v \$	str. 106
Graf 8.8	Dnevna proizvodnja shale nafte v ZDA – v tisočih sodčkih	str. 110

1 Uvod

Finančna kriza, katere institucionalni začetek je padec banke Lehman brothers septembra 2008, je spremenila podobo globalnega sveta. Kriza se je, zaradi pomembnosti ameriškega trga, pa tudi zaradi poslovnih in kreditnih navad, ki so bile skupne malodane celotnemu zahodnemu svetu, kmalu razširila tudi čez lužo. Evropa je sicer občutila bodisi nepremičninsko krizo (primer Španija), pa tudi nekoliko drugačno različico recesije, vezano na makroekonomsko stanje in državne finance posameznih držav članic (primer Grčija). V obdobju zadnjega poldruega leta se kriza močno širi tudi v tisti razvijajoči se del sveta, ki ga s kratico poznamo pod nazivom BRICS. Neposredni razlogi za upočasnitev gospodarstva v Rusiji, Braziliji, Južni Afriki in predvsem Kitajski so morda na prvi pogled res nekoliko različni. Medtem ko je bil za Rusijo usoden padec cen naftnega sodčka, je Brazilija postala žrtev korupcijskih škandalov in padca cen surovin. Podobno velja tudi za Južnoafriško republiko. Za Kitajsko krizo pa, če nekoliko poenostavimo, je strokovna javnost našla glavne krivce v borznih špekulacijah in tveganih finančnih odločitvah ter v predragem juanu, ki je pospešil padec izvoza. Kljub temu se je težko izogniti občutku, da gre tudi v primeru držav BRICS prej ko slej za dolgi val tiste finančne krize, ki se je formalno začela v ZDA septembra 2008. Ob koncu leta 2015 so se začeli vse bolj jasno kazati znaki krize celo v Savdski Arabiji, državi, za katero so mnogi domnevali, da je zaradi številnih ležišč nafte, enostavno ne more prizadeti kriza. Le nekaj dni pred koncem lanskega leta so iz Riada napovedali, da se bo leto 2015 sklenilo z javnim primanjkljajem v višini 98 milijard dolarjev oziroma 16 odstotkov BDP.

V tem makroekonomskem ozračju so ZDA v zadnjih letih popravile svoje gospodarske kazalce: gospodarska rast se je okrepila, javni primanjkljaj se je zmanjšal, predvsem pa se je v zadnjem obdobju zmanjšala stopnja brezposelnosti, ki je bila še v času volilne kampanje leta 2012 9-odstotna in se je danes zmanjšala na skoraj polovičnih 5 odstotkov BDP. Izhodišče magistrske naloge so ukrepi, ki sta jih v obdobju krize vpeljali ameriška vlada in predvsem ameriška centralna banka in ki so pripomogle k ponovnemu vzponu ameriškega gospodarstva. Posebej izpostavljamo dve točki monetarne politike Fed. Prva je znižanje ključne obrestne mere na zgodovinski minimum nič odstotkov. To je storil v obdobju med 2006 in 2008 prejšnji prvi mož ameriške centralne banke Ben Bernanke, da bi pocenil kreditiranje in tako pripomogel k zagonu gospodarstva. Kmalu zatem, v začetku leta 2009, je zagnal še program kvantitativnega sproščanja, ki je bil nov dovod likvidnosti za hirajoče gospodarstvo. Ameriška centralna banka je začela množično kupovati državne obveznice in nepremičninske obveznice, ki jih izdajata agenciji Fannie Mae in Freddie Mac. Ključni problem, ki se pri tem postavlja, je vzdržnost take monetarne politike na dolgi rok. V nalogi

analiziramo makroekonomske kazalce ameriške rasti v zadnjih letih in jih skušamo povezati z državnimi ukrepi za preprečevanje finančne krize. Hkrati analiziramo tudi mednarodno razsežnost ukrepov, ki jih je v prvi vrsti sprejela ameriška centralna banka. Preučujemo vpliv znižanja obrestnih mer in uvedbe strategije kvantitativnega sproščanja na ekonomske dinamike drugih svetovnih velesil predvsem v luči dveh večjih globalnih kriz iz zadnjih let, kitajske finančne in naftne krize. V tem kontekstu preučujemo morebitne povezave med ameriškiimi državnimi ukrepi in pojavoma »valutne ter naftne vojne«, ki sta tesno povezani z omenjenima globalnima krizama. Nazadnje v ospredje postavljamo tudi potencialne senčne plati ameriških državnih ukrepov za samo ameriško gospodarstvo. V marsičem namreč spominjajo na tiste ukrepe, ki jih je ameriška centralna banka sprejela po poku internetne finančne krize (v začetku novega tisočletja) in ki so pomagali ustvariti pogoje za nastanek finančne krize iz leta 2008.

1.1 Hipoteze

Hipoteze, ki jih torej postavljamo ob začetku raziskovanja in preučevanja izbrane teme, so naslednje:

H1: Ekspanzivna monetarna politika, ki sta jo uvedli Obamova administracija in ameriška centralna banka, je imela kratkoročne pozitivne učinke na ameriško gospodarstvo

H2: Monetarna politika ZDA je v določenih okvirih utrdila ameriško vodilno pozicijo v globalnem gospodarstvu in vplivala na finančne krize v drugih regijah

H3: Dolgoročni učinki ukrepov, ki jih je sprejela ameriška centralna banka, lahko skrivajo manj zelene »temne plati«. V nekaterih sektorjih prinaša zdajšnja monetarna politika ameriške centralne banke enake rešitve kot so tiste, ki so jih ameriške oblasti prevzele leta 2008

1.2 Metodologija

Metodologija raziskovanja in preučevanja v magistrski nalogi je opisna. Proučevanje predstavljenih tem temelji na opisovanju dejstev, ugotavljanju vzrokov in analizi posledic. Postavljene hipoteze preverjamo na osnovi obdelave podatkov, ki izhajajo iz primarnih virov. Predvsem gre tukaj izpostaviti uradne statistične podatkovne baze o ameriških makroekonomskih kazalcih, ki jih

posebej omenjamo. Pomenljivejše podatke nekoliko bolj nazorno prikazujemo tudi s pomočjo tabel in grafov. Na podlagi primarnih virov in uradnih statističnih podatkov bomo orisujemo dogajanje, ki je privedlo do kriznega stanja s kronološkega vidika, pa tudi z vidika spreminjanja vrednosti posameznih spremenljivk. Na tej osnovi skratka skušamo ustvariti sliko, ki temelji na objektivnih dejstvih.

Te podatke nato kontekstualiziramo in jih postavljamo v širši okvir, da bi tako dobili nekoliko širši vpogled. Pri tem delu naloge se poslužujemo sekundarnih virov, ki so v prvi vrsti vezani na analize in komentarje iz mednarodnih medijev. S pomočjo sekundarnih virov poskušamo predstaviti različne vidike, ki jih prinašajo prej omenjeni podatki. Gre torej za t.i. interpretativni pristop, ki nadgrajuje pozitivističnega, osredotočenega na podatke. Če z analizo primarnih virov predstavljamo v prvi vrsti neko finančno in gospodarsko stanje v ZDA, pa sekundarni viri ponujajo čim širši pogled in interpretacijo teh podatkov. Če torej nekoliko povzamemo, govorimo v tem primeru o analizi dokumentov, ki zajemajo uradne statistike, vladna poročila in poročila drugih javnih institucij ter analizo medijskih besedil na to temo. Raziskovalna strategija je osnovana na primerjalni analizi. Ponekod posamezno spremenljivko primerjalno analiziramo v istem časovnem obdobju v različnih kontekstih (na primer različni tipi strategije kvantitativnega sproščanja, ki so se skoraj istočasno pojavili v različnih državah), drugod pa v istem kontekstu, a v različnih časovnih obdobjih (na primer spreminjanje ključne obrestne mere v ZDA v povojnem obdobju). Ob primerjalni analizi, ki prevladuje v prvem delu naloge, se v njenem drugem delu posvečamo tudi študiji primera. Preučujemo način reševanja dveh glavnih državnih agencij, ki sta v ZDA trgovali z nepremičninskimi krediti, Fannie Mae in Freddie Mac.

2 Vladne politike pri reševanju finančne krize

2.1 Obamove rešitve

Ko je predsednik Obama premočno zmagal na predsedniških volitvah leta 2008, je bilo njegovo predvolilno geslo »*Yes, we can*«. Vsi začetni ukrepi, ki so bili vseskozi podprti s tremi besedami gesla, so bili seveda usmerjeni v reševanje zelo zapletene ekonomske situacije. Najodmevnejši Obamov ukrep je bila sprostitvev 787 milijard dolarjev javnih sredstev za ponovni zagon gospodarstva, imenovan ARRA (American Recovery and reinvestment act). Ukrep je bil sprejet februarja 2009, torej le nekaj tednov potem ko je Obama 21. januarja istega leta tudi formalno prevzel vsa predsedniška pooblastila.

Podoben ukrep kot ga je predstavil Obama pa je že pred njim pripravil tudi njegov predhodnik. Predsednik Bush je tik pred zaključkom mandata pripravljaval načrt za sprostitvev 700 milijard dolarjev vrednega paketa za pomoč gospodarstvu, Obamov ARRA je bil nadgraditev tega, česar se je lotil že Bush. Preprosto povedano bi lahko rekli, da ukrep ARRA sloni na ekonomski teoriji, po kateri mora v času recesije vlada ublažiti padec BDP s tem, da poveča javno porabo (financiranje gospodarstva) in tako ohrani delovna mesta ter prepreči slabitev pomembnejših ekonomskih kazalcev.

Obamov ARRA se je usmeril prav na področje zaposlovanja in davčnih rezov. Konkretna porazdelitev naj bi pa bila taka: 288 milijard dolarjev bi bilo namenjenih rezom na področju davkov, 224 milijard za socialne transferje pri postavkah brezposelnosti, izobraževanja in zdravstvenega zavarovanja, 275 milijard pa za ustvarjanje novih delovnih mest. Paket pomoči gospodarstvu naj bi se porazdelil v desetih letih, levji delež, 720 milijard dolarjev, (91 odstotkov celotnega zneska) pa je bil vsekakor porazdeljen že v prvih treh letih. V fiskalnem letu 2009 je tako bilo gospodarstvu posredovanih 185 milijard dolarjev, v fiskalnem letu 2010 400 milijard, v fiskalnem letu 2011 pa 135 milijard. Posledice katastrofalne jeseni 2008 so se namreč tudi v ZDA poznale, posebej v letu 2009 (Amadeo 2012).

V prvem četrtletju 2009 se je tako ameriško gospodarstvo zmanjšalo za skoraj 9 odstotkov glede na prejšnje četrtletje. Ob tem moramo opozoriti, da je že zadnje četrtletje 2008 bilo skrajno negativno s četrtletnim padcem v višini 3,7 odstotka. Četrtletni padec drugega četrtletja 2009 je bil še vedno izrazito negativen in je znašal 6,7 odstotka. Trend padanja na podlagi četrtletnih izračunov se je ublažil šele v tretjem in četrtem četrtletju 2009 in nato začel ponovno rasti v letu 2010. Na letni ravni se je konec leta 2009 ameriško gospodarstvo okrnilo za slabe 4 odstotke glede na konec leta 2008, v letu 2010 pa je ponovno začelo rasti (Trading economics 2016). Takrat so ZDA uspele

izvesti tudi odločilni preboj. Obamov paket za pomoč ekonomiji je bil samo eden od ukrepov. Drugi, ki je bil še izrazitejši in precej bolj »težak« je izvedla ameriška centralna banka Fed s politiko kvantitativnega sproščanja (quantitative easing, QE – a o tem bomo spregovorili kasneje). Ne moremo sicer govoriti o izredno močni in zanesljivi rasti, a v kriznih letih, ko je Evropa močno podlegala krizi, so ZDA že spet zagnale svojo ekonomijo. Leta 2010 so ZDA zabeležile rast v višini 2,5 odstotka BDP, leta 2011 1,6 odstotka, leta 2012 2,3 odstotka, leta 2013 2,2 odstotka, leta 2014 2,4 odstotka (World bank, 2016). ZDA so torej potrebovale samo dobro leto, da so makroekonomski kazalci pokazali spet nekoliko bolj optimistično sliko. In tukaj se je morda nekoliko bolj pomembno zaustaviti na prvem obdobju po izhodu iz krize. Pomembno je v letu 2010 zrasel borzni indeks Dow Jones (indeks, ki ocenjuje 30 najboljših ameriških podjetij): potem ko je marca 2009 dosegel svoj minimum na 6.547 točkah, je v istem obdobju v naslednjem letu že prekoračil 10.500 indeksnih točk. Na maksimalno predkrizno raven (oktober 2007 s 14.164 točkami) se je Dow Jones vrnil med februarjem in marcem 2013, do maja 2015 pa se je povzpел na 18.000 bazičnih točk (S&P Dow Jones Indices 2016).

Urad ameriškega kongresa za proračun je v poročilu iz februarja 2015 izračunal več pozitivnih učinkov, ki naj bi jih prinesel ARRA. Gre seveda za okvirne podatke, ker omenjenih učinkov ni mogoče natančno kvantificirati. V letu 2009 naj bi po zaslugi Obamovega ukrepa BDP (dodatno) zrasel med 0,4 in 1,8 odstotka, leta 2010 so škarje precej širše in gredo od 0,7 do 4,1 odstotka, za leto 2011 je ocenjen učinek med 0,4 in 2,3 odstotka, za leto 2012 pa napoveduje razpon med 0,1 in 0,8 odstotkov, v letu 2013 naj bi vplival v višini med 0,1 in 0,4 odstotka, v letu 2014 pa naj bi bil vpliv ukrepov ARRA na rast ameriškega gospodarstva do 0,2 odstotka BDP (Congressional budget office 2015a).

Zanimivo je še pogledati na podatke, ki jih isto poročilo prinaša glede učinkov ekonomskega paketa ARRA na brezposelnost. Obama je namreč obljubljal, da bi po zaslugi ARRA nezaposlenost ne presegla 8 odstotkov. V tem se je sicer motil. Vsaj v začetni fazi. Brezposelnost je to mejo presegla februarja 2009 (8,3 %), naraščala je vse do oktobra istega leta, ko je dosegla zgornjo mejo 10 odstotkov in se kar nekaj mesecev tam ustalila (aprila 2010 je bila stopnja brezposelnosti še vedno 9,9%). Spuščati se je začela šele poleti 2010, padla na 9% februarja 2011, pod 8,5% pa je brezposelnost prilezla šele januarja 2012 (Bureau of labour statistics 2016). Obami je takrat šlo zelo na tesno: novembra istega leta so ga namreč čakale volitve za drugi mandat. Brezposelnost je bila ena glavnih tem ameriške predvolilne kampanje. Visoko brezposelnost so predsedniku očitali predvsem Republikanci in skušali na tej temi izpodbijati Obamovo verodostojnost in predvsem utemeljenost njegove gospodarske politike. Takrat so mediji bližji republikancem radi izpostavljali,

kako še noben predsednik v zadnjih skoraj osemdesetih letih ni bil potrjen, ko je delež brezposelnosti presegal 8 odstotni prag (zadnjemu je to uspelo Franklinu Delanu Roosevelt leta 1936). Osem odstotni prag brezposelnosti je v ameriškem dožemanju psihološka meja. Obama je bil še nekaj mesecev pred volitvami na tem psihološkem tlaču. Julija 2012 je bila stopnja brezposelnosti zasidrana pri 8,2 odstotkih (in to že približno 6 mesecev), sledil je nenaden padec: avgusta je bila stopnja samo še 8 odstotna, septembra že 7,8 odstotna, do novembra je padla na 7,7 odstotkov (Bureau of labour statistics 2016). Psihološka meja brezposelnosti je za Obamo tako padla. A to je seveda sprožilo val polemik, češ da je Urad za statistike dela nekoliko priredil podatke v Obamovo korist¹. Po letu 2012 je stopnja brezposelnosti po podatkih Urada za statistike dela dalje vztrajno padala: leta v prvi polovici leta 2015 je padla pod 5,5 odstotno vrednost. Urad ameriškega kongresa za proračun je, tako kot za rast, izračunal tudi učinek ukrepov ARRA na zmanjšanje brezposelnosti. Za leto 2009 je bil učinek izmerjen v intervalu med 0,1 in 0,5 odstotka, leta 2010 je bil med 0,4 in 1,8 odstotka, za leto 2011 so bile škarje med 0,2 in 1,4 odstotka, v letu 2012 je bil učinek med 0,1 in 0,6 odstotka, leta 2013 do 0,3 odstotka, leta 2014 pa do 0,2 odstotka (Congressional budget office 2015a).

2.2 Obamovo javno zadolževanje

ARRA pa je za sabo neizbežno povlekel še en stranski učinek, v katerega se je močno zapletla Obamova administracija: javno zadolževanje. Republikanci so »a posteriori« v paketu ARRA videli enega od vzrokov za nenadejano rast ameriškega javnega dolga in predvsem javnega primanjkljaja. Obamov paket ARRA je bil državno financiran. Ekspanzivno politiko na področju gospodarstva so ZDA v prvi vrsti občutile v javnih finančah. Tudi v tem primeru so najzgovornejše prav številke. Primanjkljaj iz leta 2008 je znašal 460 milijard dolarjev (3,1 odstotka BDP), primanjkljaj iz leta 2009 pa je poskočil vse do 1.410 milijard dolarjev (9,8 odstotka BDP). V naslednjih letih se je javni primanjkljaj vseskozi ohranjal na visoki ravni. Leta 2010 je bil javni primanjkljaj v višini 1.294 milijard dolarjev (8,7 odstotka BDP), leta 2011 1.299 milijard dolarjev (8,5 odstotka BDP), leta 2012 1.087 milijard dolarjev (6,8 odstotka BDP). Vlada je precejšnji primanjkljaj uspela obrzdati šele od leta 2013 dalje: zmanjšala ga je na 679 milijard dolarjev oziroma 4,1 odstotka BDP leta 2013, oziroma na 483 milijard dolarjev, kar pomeni sprejemljivo raven 2,8 odstotka BDP leta 2014 (Congressional budget office, 2015b). Vzporedno s strmo rastjo javnega dolga je v ZDA začel močno rasti tudi javni dolg. Leta 2007 je znašal 35,2 odstotka BDP (5.035 milijard dolarjev), do

¹ O domnevni uslugi, ki naj bi jo Urad za statistike dela pripravil za Obamo, je v New Yorku pisal kolumnist John Crudele. Zgodbo je povzel tudi Forbes. V bran predsednika Obame in utemeljenosti števil Urada za statistike dela pa se je takrat postavil Huffington post.

leta 2009 je poskočil na 52, 3 odstotke BDP (7.544 milijard dolarjev), leta 2011 je znašal že 65,9 odstotka BDP (10.128 milijard dolarjev), leta 2014 pa 74,1 odstotka BDP oziroma 12.780 milijard dolarjev (Congressional budget office 2015b).

Tabela 2.1: **Makroekonomski podatki ZDA (realne vrednosti v milijardah \$)**

	BDP	Javni primanjkljaj (JP)	JP v % BDP	Javni dolg (JD)	JD v % BDP	Javni dolg v lasti javnosti (JDLJ) ²	JDLJ v % BDP
2007	13.855,9	160,7	1,1	8.950,7	62,5	5.035,1	35,2
2008	14.477,6	458,6	3,1	9.986,1	67,7	5.803,1	39,3
2009	14.718,6	1.412,7	9,8	11.875,8	82,4	7.544,7	52,3
2010	14.418,7	1.294,4	8,7	13.528,8	91,4	9.018,9	60,9
2011	14.964,4	1.299,6	8,5	14.764,2	96	10.128,2	65,9
2012	15.517,9	1.087	6,8	16.050,9	100,2	11.281,1	70,4
2013	16.163,2	679,5	4,1	16.719,4	100,8	11.982,6	72,3
2014	16.768,1	483,3	2,8	17.794,5	103,2	12.779,4	74,1

Viri: Trading economics (2016); Congressional budget office (2015b); White house (2016).

2.3 Politični vidik ameriške zadolženosti

Ameriško zadolževanje oziroma pokrivanje javnega primanjkljaja je v veliki meri politično vprašanje in sredstvo, s katerim kongres lahko pogojuje delo predsednika republike. ZDA so namreč za spodbujanje gospodarstva porabljala vso krizno obdobje precejšnjo vsoto javnih sredstev. Kot je razvidno iz gornje tabele so za javni primanjkljaj bila najbolj krizna leta 2010 in 2011. Problem javnega primanjkljaja ZDA se je kot globalna tema postavila avgusta 2011. Šlo je sicer predvsem za politično prerekanje med obema političnima taboroma. Zaostrovanje pa je šlo tako daleč, da so mediji govorili o tem, kako bi lahko ob nadaljevanju političnega nasprotovanja ZDA doživele bankrot. Realno take nevarnosti seveda ni bilo. Tehnično se je Kongres takrat dogovarjal o zakonskem povišanju meje zadolževanja: ZDA imajo namreč zakonsko omejeno višino javnega dolga, za vsako nadaljnje poviševanje pa je potrebno privoljenje kongresa. Dialektika med republikanci in demokrati je takrat šla tako daleč, da je bil tak dogovor, ki je bil nujno potreben za financiranje izdatkov države, podpisan tik pred zapadlostjo roka oziroma celo po tem.

² Javni dolg v lasti javnosti je vrednost javnega dolga, ko mu odštejemo tisti del, ki je v lasti vladnih agencij. Kaže na realno vrednost javnega dolga, ki si ga je izposodila vlada pri nevladnih akterjih (domačih in tujih)

Leto 2011 je bilo za ZDA dokaj kritično leto. Borze po celem svetu so začele ponovno usihati. BDP je od drugega četrtletja rasel po polžje in dosegel komaj 1,5 odstotni prirastek na letni ravni (Trading economics 2016). To je bilo za ZDA odločno premalo. Ob tem gre opozoriti, da so ravno v tem obdobju začeli usihati državni prispevki, ki jih je za gospodarstvo predvideval Obamov stimulacijski paket: leto 2011 je bilo namreč zadnje, za katero je paket pomoči predvideval višje zneske. Obamova administracija je ob svojem nastopu računala, da bo obdobje treh let čisto dovolj, da se ameriško gospodarstvo ponovno postavi na noge. Pri tem pa se je očitno uštela. Predvidene rasti ni bilo, ZDA so se zato morale zateči k dodatnemu in nepredvidenemu zadolževanju.

15. aprila 2011 je ameriški kongres odobril javno porabo za fiskalno leto 2011, ko je javni primanjkljaj za leto 2011 ocenil v višini 1.480 milijard dolarjev. Tako obsežen javni primanjkljaj pa je v zelo kratkem času (dejansko kmalu po sprejetju v kongresu) ponesel skupen javni dolg nad najvišjo dovoljeno mejo, ki jo je februarja 2010 ameriški kongres določil na 14.294 milijard dolarjev. Treba je bilo najti način, kako pokriti javni primanjkljaj, ne da bi kršili zakona, ki določa gornjo mejo javnega zadolževanja. Zaradi tega se je finančni minister Timothy Geithner poslužil zakonsko predvidene možnosti »izrednih ukrepov« in s prodajo državnih vrednostnih papirjev zagotovil sredstva za pokritje javnega primanjkljaja, ne da bi ob tem dodatno obremenil državnega javnega dolga. Dejansko pa je s to potezo težave preložil samo za nekaj mesecev. Do 1. avgusta bi morala ameriška administracija v vsakem primeru najti novo rešitev zaradi prekoračenja gornje meje javnega dolga (Murray 2011). Skratka, do 1. avgusta bi moral Obama najti kompromisni predlog za zvišanje javnega dolga: ker so v kongresu imeli večino republikanci (predstavniški dom so republikanci osvojili na t.i. mid-term volitvah ob koncu leta 2010), se je moral Obama pripraviti na celo vrsto popuščanj, saj bi brez sprejetja kompromisnega zviševanja gornje meje javnega dolga ZDA tehnično postale insolventne. Republikanci so videli v tem svojo priložnost. Zahteve v pogajanjih so postavili izrazito visoko in pri svojih zahtevah tudi vztrajali. Obama v tistem trenutku ni imel izrazite pogajalske moči, tako da je bil prisiljen »pet pred dvanajsto« kloniti zahtevam nasprotne strani.

Pa pogledjmo najprej na pogajalska izhodišča. Republikanci so kot prvi pogoj postavili to, da se celotno povišanje javnega dolga krije z manjšo javno porabo oziroma rezi v odhodke iz javne blagajne. Ti rezi naj bi se večinoma izvedli v prvih dveh letih (Krauthammer 2011). Posebej so seveda republikanci postavili zahtevo, naj se davki nikakor ne povišajo (Taylor 2011). Pogajalsko izhodišče demokratov je bilo seveda na povsem nasprotnih bregovih. Najprej so zahtevali brezpogojno dvigovanje meje javnega zadolževanja brez finančnih rezov v proračunu. Kasneje so sicer zmanjšali domet zahtev in najprej pristali na razmerje 1:1 med rezi v javni porabi in

dvigovanjem davkov, Obama pa je nazadnje celo pristal na trikratno rezanje javne porabe v primerjavi z zviševanjem davkov (Bolton 2011). Obama je predvsem nasprotoval rezom pri tistih ukrepih, v katere je vložil največ napora in za katere se je najbolj izpostavil: ukrepi socialnega varstva in zdravstvena reforma (Bowman 2011). Pogajanja so se začela v drugi polovici maja, a stališča demokratov in republikancev so se zelo izrazito razlikovala. Demokratsko pogajalsko stran je vodil podpredsednik Joe Biden, republikansko pa vodje poslanske in senatorske skupine Eric Cantor in Jon Kyl. Ker do dogovora ni prišlo, sta obe strani pred dvodomnim parlamentom predstavili ločena predloga. Oba je parlament zavrnil. V drugi polovici julija je postajalo vprašanje povišanja omejitve javnega dolga vse bolj vroč kostanj: 19. julija so republikanci predstavili nov predlog, ki je spet temeljil na rezih in ki je ponovno doživel klavno usodo. 25. julija sta Obama in predsednik kongresa, republikanec John Boehner ločeno preko televizijskih programov nagovorila ameriško javnost, na negativni razplet dolžniške krize pa so začele vse bolj staviti tudi svetovne borze. Ker pa si ZDA insolventnosti enostavno niso smele privoščiti, se je 31. julija zvečer, torej tik pred zadnjim rokom, Obama le »predal« in pristal na večino pogojev, ki so jih postavili republikanci. Trgi, ki jih je ameriško stanje močno razdražilo, so svoje »destruktivno« delo nadaljevali: Washington je le nekaj dni po sklenitvi dogovora prvič v zgodovini izgubil bonitetno oceno AAA. Dokončni dogovor, ki je kljub za demokrate slabemu kompromisu začasno rešil predsednika Obamo pred hudo mednarodno in notranjepolitično godljo, lahko strnemo v nekaj točkah. Republikanci so uspeli izsiliti takojšen rez 917 milijard dolarjev v obdobju 10 let in zato pristali na povišanje gornje meje javnega dolga za 900 milijard dolarjev. Dosegli so torej razmerje 1:1 med rezi in novo mejo zadolževanja, kar je bil eden od republikanskih ciljev že od vsega začetka. Demokrati in republikanci pa so se dogovorili še za drugo fazo rezov v višini najmanj 1.500 milijard dolarjev. Za drugo tranšo rezov naj bi se ustanovil kongresni odbor z 12 člani (vsaka stranka bi v njem imela 6 članov), rezi pa naj bi se prav tako izvedli v obdobju 10 let. Obama si je v dogovoru uspel vsekakor izbojevati zanj pomembno določilo: rezi se bodo začeli izvajati v letu 2013, to pomeni po predsedniških volitvah iz leta 2012, kar je bilo pomembno za njegovo takratno volilno kampanjo (Mascaro in Hennessy 2011). Skratka, ko govorimo o politiki ameriškega zadolževanja je potrebno imeti zelo jasno pred očmi politično noto. ZDA sicer same prosto določajo svojo monetarno politiko in ima pri tem precej »varovalk« zaradi svoje »geostrateške« moči. Zadolževanje je tako pogosto orožje vladajoče politike za »umetno podpihovanje« rasti, njegovo omejevanje pa orožje v rokah opozicije, da ustavi predsednika.

2.4 Rast zadolževanja in politika javnih primanjkljajev

Leto 2011, ko je bil problem ameriškega zadolževanja z medijskega vidika na vrhuncu, je bilo zelo razgibano leto. Bonitetne agencije so postajale vse bolj agresivne in se tako začenjale spravljalati tudi na najmočnejše države. Dalj časa so z znižanjem bonitetne ocene grozile Obami. 5. avgusta je agencija Standard&Poor's poskrbela za finančni zgodovinski precedens: ameriškemu gospodarstvu je prvič odvzela najvišji kakovostni razred, oceno AAA. To se je zgodilo tudi zaradi dolgotrajnih pogajanj za zvišanje zgornje meje zadolževanja, brez katerega bi ameriška administracija ne mogla odplačevati vseh svojih obveznosti in ki smo jo opisali v gornjem poglavju.

Zadnji val ameriškega zadolževanja ima svojo »zgodovino«. Zato je potrebno nekoliko pogledati ozadje te zgodbe. Sredi devetdesetih let je ameriški javni dolg znašal približno 50 % BDP. S Clintonovim prihodom je prišlo na tem področju do tektonskih premikov. Delno je šlo za zasluge Clintonove administracije, delno pa za skupek »srečnih naključij«, ki so predsedniku iz Arkansasa močno dvignile popularnost. Med Clintonovimi zaslugami gre omeniti dva proračunska dogovora med Belo hišo in Kongresom: prvi se je zgodil leta 1993, malo po njegovem prvem ustoličenju, drugi pa leta 1997, takoj po drugi izvolitvi. K temu je treba prišteti še ekonomsko in gospodarsko obdobje konjunktura, ko se je napihoval internetni balon. Rast t.i. »dot-com« delnic in izredno skokovito širjenje tega trga, sta ameriško blagajno pošteno napolnili. Tukaj je bila še splošna rast in slika je popolna: Clinton je ustvaril največje javne presežke v zgodovini ameriškega gospodarstva in tako uspel v treh fiskalnih letih (1998 - 2001) znižati javni dolg s 43 odstotkov na približno 33 odstotkov BDP. Bush mlajši se je moral takoj po izvolitvi soočiti s posledicami 11. septembra in predvsem svoje politike na Bližnjem vzhodu, kjer je v samih dveh letih odprl kar dve fronti. In to se je seveda poznalo tudi v ameriški blagajni. V njegovem obdobju se je javni dolg podvojil: s 5.700 milijard dolarjev (približno 33 odstotkov BDP) je poskočil na 10.700 milijard dolarjev oziroma približno 66 odstotkov BDP (Treasurydirect.gov). V obdobju prvega Obamovega mandata je na kritično stanje ameriškega javnega dolga vplivalo več dejavnikov, ki smo jih že omenili. ZDA so preprosto povedano trošile veliko več, kot so same proizvedle. Vzemimo kot primer fiskalno leto 2011. Odhodkov iz državne blagajne je bilo v tem letu za 3.598 milijard dolarjev, prihodkov pa za 2.303 milijarde dolarjev. Javni primanjkljaj je tako znašal skoraj 1.480 milijard dolarjev oziroma 9,8% BDP. Izjemen javni primanjkljaj so ameriške blagajne zaznale že v fiskalnem letu 2010: znašal je 1.294 milijard dolarjev oz. 9% BDP (Congressional budget office 2011). Podrobnejši pogled v sestavo odhodkovnega proračuna nam razkrije način potrošnje. Največji delež odhodkov gre za »*entitlement programs*« oz. t.i. pridobljene pravice. Tri pomembnejše postavke so stroški za zdravniško pomoč, ki pomenijo 22 odstotkov tega sklopa, socialni transferji so v višini 20

odstotkov, nadomestila za brezposelnost pa 16 odstotkov. V fiskalnem letu 2010 je bilo nazadnje za vojaški sektor porabljenih 20 odstotkov vseh proračunskih sredstev.

3 Močan odgovor ameriške centralne banke Fed

3.1 Zniževanje obrestne mere

Ko govorimo o javnem primanjkljaju ne moremo mimo še enega vladnega dejavnika, ameriške centralne banke Fed. Javni primanjkljaj je bil dejansko ena od posledic ekspanzivne monetarne politike, za katero se ni odločila samo Obamova uprava, temveč tudi (in predvsem) ameriška centralna banka Federal reserve. Gre za politiko, ki jo je Ben Bernanke, takratni prvi človek Fed, začel udeležati že pred velikim pokom septembra 2008. Ekspanzivne monetarne ukrepe je ameriška centralna banka začela sprejemati že dobro leto pred potopom banke Lehman brothers. Dotedanjo restriktivno politiko z visokimi obrestnimi merami (junija 2006 so bile na ravni 5,25 odstotkov) je Bernanke začel postopoma, a z dokajšnjo naglico zniževati (Board of governors of the Fed 2015a). Dogajanje moramo torej umestiti (še) v obdobje ekonomske konjunktore.

Visoka obrestna mera je bila za Američane in splošno za svetovne trge znak zdravja ameriških financ. Kazala je na splošno prepričanje ameriške politike, da gospodarstvo za dobro delovanje ne potrebuje zunanjih spodbud. Zadevo pa je potrebno brati še nekoliko drugače. Bernanke je ob prevzemu funkcije leta 2006 vodil restriktivno politiko obrestnih mer. Kot kaže spodnja tabela, je ameriška centralna banka daljše obdobje vodila zelo nihajočo politiko obrestnih mer. Ne gre samo za Bernankeja, mnogi ekonomisti za to krivijo prejšnjega guvernerja, Alana Greenspana, ki da je uvedel nizke obrestne mere in posledično postavil temelje za balon iz leta 2008. Greenspan je bil guverner med leti 1987 in 2006. Leta 2001 je bila ključna obrestna mera še na nivoju skoraj 7 odstotkov, Greenspan jo je nato do leta 2003 spustil na samo 1 odstotek. Ponovno jo je začel dvigovati leta 2004, nova maksimalna vrednost (5,25 odstotka) je bila dosežena junija 2006 pod Benom Bernankejem. Nato pa nov preobrat. Od septembra 2007 do aprila 2008 je Bernanke skrčil ključno obrestno mero za 2,75 odstotka. V samih treh mesecih potem, ko se je razpočil balon Lehman brothers pa še za dodatna dva odstotka. Obrestna mera je tako dosegla zgodovinsko negativno vrednost med 0 in 0,25 odstotka.

Na to temo se je leta 2009 razvila dokaj ostra polemika prav med Greenspanom in ekonomistom Johnom B. Taylorjem na straneh Wall Street Journala. Teza, ki jo je postavil Taylor, krivi državo, da se je po njeni krivdi ustvaril krizni milni mehurček. V prvi vrsti se krivda pripisuje prav Greenspanovemu vodenju centralne banke z nizkimi obrestnimi merami med letoma 2003 in 2005. Nizke obrestne mere so bile po njegovem mnenju zelo zavajajoče in so zato napeljale številne ameriške državljane k sklenitvi posojilne pogodbe. Tukaj so bila na udaru predvsem posojila s

spremenljivo obrestno mero (Taylor 2009). Poceni denar je torej po tej teoriji pospešil izdajo kreditov po nizki obrestni meri.

Tabela 3.1: **Politika ključnih obrestnih mer ameriške centralne banke**

Datum	sprememba v %	Vrednost obrestne mere v %
25. 6. 2003	/	1,00
10. 8. 2004	+ 0,50	1,50
10. 11. 2004	+ 0,50	2,00
2. 2. 2005	+0,50	2,50
3. 5. 2005	+0,50	3,00
9. 8. 2005	+0,50	3,50
1. 11. 2005	+0,50	4,00
10. 5. 2006	+0,50	5,00
29. 6. 2006	+0,25	5,25
18. 9. 2007	-0,50	4,75
31. 10. 2007	-0,25	4,50
11. 12. 2007	-0,25	4,25
22. 1. 2008	-0,75	3,50
30. 1. 2008	-0,50	3,00
18. 3. 2008	-0,75	2,25
30. 4. 2008	-0,75	2,00
8. 10. 2008	-0,50	1,50
29.10.2008	-0,50	1,00
16. 12. 2008	-0,75 – 1,00	0 – 0,25

Vir: Board of governors of the (Fed 2015a).

Drugi dejavnik je tukaj prodaja takih kreditov v paketih na finančnih trgih: zaradi tega so bile banke še manj skrbne pri ocenjevanju tveganja posameznih posojil. Krediti, za katere sta poroštvo izdali državni Fannie Mae in Freddie Mac, sta do junija 2007 dosegli vrtočlavo višino 5.300 milijard dolarjev (De Bortoli 2008). Ker je bil dobršen delež teh posojil s spremenljivo obrestno mero, je dvigovanje obrestnih mer v obdobju 2004-2006 povzročilo številne plačilne nesposobnosti med tistimi, ki so odplačevali kredite. Poroštva za posojila so bile predvsem tiste nepremičnine, ki so bile s posojilom odkupljene. Zasegi hiš so zaradi tega skokovito narasli z nekaj manj kot 6

odstotkov leta 2006 na dobrih 9 odstotkov leta 2008 (De Bortoli, 2008). Tukaj nastopi še drugi dejavnik.

Tabela 3.2: Indeks cen nepremičnin ZDA (HPI), povprečje (100 = 1. Štirimesečje 1991)

Leto	Indeks	HPI % sprememba na letni ravni
2000	144,26	7,08
2001	153,98	7,11
2002	165,80	6,70
2003	178,82	6,95
2004	196,96	10,30
2005	217,04	11,21
2006	223,56	4,55
2007	218,00	-1,07
2008	196,23	-6,99
2009	191,69	-5,20
2010	183,85	-1,82
2011	179,67	-3,18
2012	189,10	0,71
2013	203,32	4,88
2014	213,58	5,63

Vir: House price index (2015).

Cena nepremičnin, kot kaže gornja tabela, je začela po letu 2006 padati. Indeks cene (pri čemer je vrednost 100 povprečje cene hiše leta 1991) je najvišjo vrednost dosegel leta 2006, ko se je sklenilo obdobje velikega povpraševanja. Padec nakupov nepremičnin je v naslednjih letih pripeljal do precejšnjega padca cen, kar pomeni hkrati do razvrednotenja nepremičnin. Banke ob zasegu hiš morajo v bilance vpisovati odpise. Novo kaotično stanje je tako pripeljalo do novega zniževanja obrestnih mer od druge polovice leta 2007 dalje. Obrestne mere so v le nekaj letih padle na ničlo, kar je bilo zelo jasen znak hude krize ameriškega gospodarstva. Izjemno znižanje obrestnih mer je hkrati ošibilo dolar in zagnalo ceno sodčka nafte, ki je julija 2008, le malo pred stečajem investicijske banke Lehman Brothers poskočil na izjemno visokih 140 dolarjev (Taylor 2009). Taylor je v svojem članku na odgovornost za nastalo stanje klical Fed, češ da je z neracionalnimi

potezami povzročila nepremičninsko krizo. Greenspan je v odgovor na izpostavljene kritike dejal, da je nepremičninska kriza posledica dolgoročnih obrestnih mer, na katere Fed ni mogla vplivati. Drugi razlog za nastanek krize vidi Greenspan v splošni težnji po varčevanju, ki se je dolgoročno začela razvijati na začetku devetdesetih let zaradi globalne težnje po naraščanju izvoza. To je bil po njegovem mnenju tudi vzrok za nenadno in bliskovito rast gospodarstva na Kitajskem in v drugih rastočih državah. Skratka, po Greenspanovem mnenju so se vlagatelji začeli odločati za izvoz, namesto investicij v delnice. To naj bi pripeljalo do zmanjšanja dolgoročnih obrestnih mer, kar se je v prvi vrsti poznalo v obdobju 2000-2005 (Greenspan 2009). Na to temo se je v Wall street journalu razvnela prava polemika v začetku leta 2009, v obdobju, ko se je kriza v ZDA najbolj čutila. Ekonomist Todd J. Zywicki (George Mason University school of law) je Greenspanu očital, da so nizke obrestne mere ameriške centralne banke spodbudile rast posojil s spremenljivo obrestno mero (Zywicki 2009). David Malpass (Encima Global LCC) pa je nekdanjemu prvemu človeku Fed očital, da je 1-odstotna obrestna mera iz leta 2003 bila zažigalna vrstica za eksplozijo števila posojil, ki so ob rasti ključne obrestne mere med 2004 in 2005 postale plačilno nesposobne (Malpass 2009). Politika obrestnih mer ameriške centralne banke je bila skratka po letu 2000 vseskozi zelo spremenljiva. In to do leta 2008. Takrat je ključna obrestna mera dosegla dno, najnižjo točko, pod katero pravzaprav ni mogoče pasti. Vse od decembra 2008 je namreč ključna obrestna mera postavljena na nično stopnjo oziroma na stopnjo med 0% in 0,25%. Ob tem gre poudariti, da je leta 2006 Alana Greenspana na vrhu ameriške centralne banke zamenjal Ben Bernanke, ki je o tem obdobju spregovoril v enem od štirih predavanj na George Washington university marca 2012. V zadnjem od teh predavanj je študentom pojasnjeval svoj pogled na spremenljivost obrestnih mer ameriške centralne banke. Ob predpostavki, da je bila ta spremenljivost odzivanje Fed na trenutne razmere gospodarstva v ZDA, je Bernanke pojasnil, da s spreminjanjem kratkoročnih obrestnih mer lahko ameriška centralna banka vpliva na celotno paleto različnih tipov obrestnih mer, ki v naslednji fazi vplivajo na zasebno porabo, na ceno nepremičnin in na naložbe posameznih podjetij (Bernanke 2014, 133). Bernanke ob tem posebej izpostavlja, da je ob začetku svojega mandata vodil politiko dvigovanja ključno obrestno mero kot nadaljevanje Greenspanove politike zadnjega obdobja njegovega mandata. S tem sta guvernerja med letoma 2004 in 2006 želela normalizirati monetarno politiko. Nizke obrestne mere v začetku tisočletja so bile po Bernankeovih besedah rešitev za izhod iz recesije leta 2001 in za spodbuditev gospodarstva. Ker je bila leta 2004 ta faza mimo, je centralna banka ponovno začela dvigovati obrestne mere in uvedla fazo normalizacije. Dolžniška kriza, ki se je začela izrisovati leta 2007, je obrestne mere spet pognala navzdol. Razlog je že spet bil potreba po spodbujanju gospodarstva. Nična stopnja obrestnih mer je

v naslednjih letih postala »finančna zakonitost«, vse dokler ni ob znakih okrevanja ameriškega gospodarstva nova guvernerka Fed Janet Yellen julija 2015 napovedala prvi dvig obrestnih mer po sedmih letih (Leubsdorf in Hilsenrath 2015).

V primerjanju stališč obeh nekdanjih guvernerjev gre zabeležiti bistveno razliko, ki postavlja v zelo različno luč vlogo, ki jo je pri napihovanju nepremičninskega balona igrala ameriška centralna banka. Greenspan je v zavračanju očitkov na svoj račun izpostavil med drugim dejstvo, da so nepremičninsko krizo povzročile dolgoročne obrestne mere, na katere Fed ne more vplivati. Bernanke je v svojem izvajanju govoril drugače. Po njegovem mnenju je centralna banka z masovnim odkupom vladnih vrednostnih papirjev in vrednostnih papirjev, vezanih na posojila (zaradi tega je bilo na trgu manjša ponudba teh vrednostnih papirjev), spodbudila investitorje, da se opredeljujejo pri nakupih za druge tipe obveznic, kar je zmanjšalo vrednost njihove obrestne mere. Tako je, po mnenju Bernanke, tudi Fed posredno vplivala na dolgoročne obrestne mere (Bernanke 2014, 138-139). Skratka, gre za dve različni interpretaciji: Bernanke je skratka zavrnil Greenspanovo teorijo, ki je skušala oprati ameriško centralno banko vsake krivde za nastalo situacijo.

3.2 Fed in kvantitativno sproščanje (QE)

ZDA so bile prva država, ki je po poku nepremičninskega balona in stečaju investicijske banke Lehman brothers uvedla monetarno politiko kvantitativnega sproščanja (quantitative easing – QE). Tudi v tem primeru so zelo pomenljive besede Bena Bernanke, ki je kot guverner centralne banke te ukrepe sprejemal in tako politiko sprožil.

»Decembra 2008 je konvencionalna monetarna politika izčrpala svojo učinkovitost. Novih zmanjševnanj ključne obrestne mere nismo mogli izvesti, gospodarstvo pa je potrebovalo dodaten zagon, ker smo sredi leta 2009 doživljali novo ekonomsko krčenje. Potrebovali smo nova sredstva za spodbudo novega vala rasti, zatekli smo se k manj konvencionalni monetarni politiki. Poslužili smo se orodja odkupovanja (obveznic, op.av.) širokih razsežnosti, ki ga poznamo kot quantitative easing oziroma kvantitativno sproščanje« (Bernanke 2014, 135).

S temi besedami je nekdanji guverner Fed Bernanke med nekim predavanjem ameriškim študentom pojasnil enega od ključnih korakov ZDA v iskanju izhoda iz krize. Kvantitativno sproščanje je bilo samo podaljšana roka politike rezov ključne obrestne mere. Bernanke, ki je v začetku svojega mandata uvajal restriktivnejše ukrepe, je na »predvečer« poka nepremičninskega balona spremenil svojo monetarno politiko in jo usmeril v diametralno nasprotno smer in jo v drugi fazi še »ekstremiziral« z »manj konvencionalnimi sredstvi«.

Poglejmo najprej dejstva in postopke uvajanja strategije kvantitativnega sproščanja (QE). 25. novembra 2008 je ameriška centralna banka sprožila prvo fazo, QE1. Fed je odkupil obveznice treh primarnih državnih finančnih podjetij (GSE) v nepremičninskem sektorju (Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae) v višini 100 milijard dolarjev in t.i. Mortgage backed securities (MBS), vrednostne papirje, ki so imeli za poroštvo hipoteko na nepremičnine, v višini 500 milijard dolarjev. V nadaljevanju so program še nekoliko okrepili z odkupom dodatnih 300 milijard dolarjev dolgoročnih obveznic (Fed 2008 in Corsaro 2014). Ob tem so v ameriški centralni banki odprli vrata tudi dodatnemu nakupu MBS v največji predvideni vrednosti 1.250 milijard dolarjev. QE1 se je sklenil v začetku leta 2010. Slabo leto za tem je Bernanke zagnal drugo fazo, t.i. QE2. Razlog, ki so ga za tako odločitev navajali pri Fed, je bila stabilizacija zaposlovanja in cen. Gospodarsko okrevanje je bilo po njihovem mnenju prepočasno, stopnja brezposelnosti dokaj visoka, investicije pa nezadostne. Za novo fazo kvantitativnega sproščanja so se nazadnje odločili tudi zaradi šibke inflacije. Odločitev ameriške centralne banke je tako bila odkup dolgoročnih obveznic v vrednosti 600 milijard dolarjev vse do konca drugega štirimesečja 2011: to naj bi pomenilo približno 75 milijonov dolarjev mesečno (Fed 2010). Septembra 2011 je nastopila nova faza, ki jo je ameriška centralna banka uvedla zaradi pomanjkanja pričakovanih rezultatov (nizka rast, visoka stopnja brezposelnosti, nizka inflacija). »Operacija twist«, kot so jo poimenovali, je bila strategija odkupovanja dolgoročnih vrednostnih papirjev namesto kratkoročnih. Ker se je Fed ustrašila rasti obrestnih mer na dolgoročne vrednostne papirje, so 21. septembra 2011 zagnali strategijo, ki je predvidevala odkup 400 milijard evrov obveznic z zapadlostjo med 6 in 30 let in hkratno prodajo kratkoročnih obveznic z zapadlostjo največ 3 leta za isto vsoto (Fed 2011). Operacijo twist so junija 2012 podaljšali še do konca leta.

QE3 so zagnali septembra 2012 sočasno s podaljšanjem »operacije twist«: tokrat Fed ni določil skupne količine odkupa vrednostnih papirjev, temveč samo mesečne »doze« odkupov. Letvico so postavili pri vrednosti 40 milijard dolarjev mesečno. Decembra istega leta se je Fed odločil, da bo odkupe obveznic povečal z dodatnim paketom 45 milijard dolarjev mesečno do skupne mesečne vrednosti 85 milijard dolarjev. Ponekod so to potezo »prekrstili« v QE4, drugod so jo obravnavali samo kot nadaljevanje QE3. To monetarno politiko je ameriška centralna banka ohranila do oktobra 2014: šele takrat se je s strategijo t.i. »taperinga« odločila za nekoliko restriktivnejše ukrepe oziroma za zmanjšanje ekspanzivne gospodarske politike. Gospodarske razmere so se v ZDA precej ustalile na vseh primarnih področjih, ki jih je ocenjevala ameriška centralna banka. Tako je Fed 29. oktobra 2014 med drugim zapisal v sporočilu za javnost:

»Odbor za odprti trg ameriške centralne banke (FOMC, op. av.) ocenjuje, da so se napovedi glede trga dela občutno izboljšale v obdobju, odkar smo začeli s programom odkupov obveznic, ki je danes v veljavi. Odbor tudi meni, da se je širši gospodarski okoliš do danes dovolj okrepil, da bodo nadaljnje dinamike, ki vodijo do maksimizacije zaposlitvenega načrta, vzdržne ob izraziti stabilnosti cen. Zato se je Odbor odločil, da bo v tem mesecu sklenil program odkupovanja« (Fed 2014).

S to potezo je guvernerka Fed Janet Yellen, ki je funkcijo nastopila 3. februarja 2014, sklenila krog kvantitativnega sproščanja, ki ga je leta 2008 začrtal njen predhodnik Ben Bernanke. Kljub napovedim o okrevanju ameriškega gospodarstva, pa je Fed tudi po oktobru 2014 ohranila monetarno politiko ekspanzivnega značaja. Ključne obrestne mere je Yellenova še nekaj časa ohranila na najnižji točki med 0 in 0,25 odstotka. Leta 2015 je sicer napovedala dvig obrestnih mer, s čimer bi se sklenil tudi tisti krog ekspanzivne monetarne politike, ki se je začela z zniževanjem ključnih obrestnih mer leta 2007. To bi pravzaprav pomenilo normalizacijo razmer na finančnih trgih po več letih: tako odločitev je guvernerka

Tabela 3.3: Politika Fed uvajanja kvantitativnega sproščanja (QE).

Datum	Poimenovanje	Ukrepi	Količina odkupov
25. 11. 2008	QE 1	Odkup obveznic GSE + odkup MBS	100 mld \$ + 500 mld \$
18. 3. 2009	QE 1 (nadgradnja)	Okrepitev obsega odkupov iz QE1 (GSE + MBS)	300 mld \$ + do 1.250 mld \$
3. 11. 2010	QE 2	Odkup dolgoročnih obveznic	600 mld \$
21. 9. 2011	Operacija twist	Zamenjava kratkoročnih obveznic za dolgoročne	400 mld \$
20. 6. 2012	Podaljšanje operacije twist	Operacijo twist so podaljšali do konca leta 2012	
13. 9. 2012	QE3	Odkup obveznic na mesečni ravni	40 mld \$
12. 12. 2012	QE4*	Dodatni odkup obveznic na mesečni ravni	45 mld \$
29. 10. 2014	Operacija tapering	Prenehanje odkupovanja obveznic	/

* nekateri so ta ukrep poimenovali kot podaljšanje QE3

Janet Yellen prvič omenila junija 2015 in s tem spodbudila okrepitev dolarja. Kriza na kitajskem trgu in na trgu gospodarstev z območja Brics, devalvacija juana in strmoglavi padec cen nafte pa so načrte Yellenove ponovno upočasnili. Prva dama ameriškega Fed je junija dejala:

»Pomembnosti postavljanja pravilne časovnice pri dvigovanju obrestnih mer ne smemo dajati pretirane pozornosti, pa naj do dviga pride septembra, decembra ali marca. Pomembno je, da bo politika dviga obrestnih mer postavljena na tlakovano pot. Kot sem že povedala, odbor ameriške centralne banke mora razumeti, kdaj je najbolj primeren čas, da uvede postopno zviševanje obrestnih mer na poti proti normalizaciji« (Granville 2015).

Javnost je tako pričakovanje po dvigu ključnih obrestnih mer prestavilo na septembrsko zasedanje odbora za odprti trg Fed. A tudi tokrat ni bilo nobene pričakovane spremembe. Yellenova je v tem primeru dejala, da se za dvig niso odločili zaradi razvoja dogodkov na svetovnih gospodarskih trgih (v prvi vrsti je šlo za kitajsko krizo). Kljub temu je še dejala, da *»še vedno pričakuje, da bo FOMC dvignil obrestne mere v letu 2015, kljub vsem globalnim nezanesljivostim, ki bi lahko zavrle ameriško gospodarsko rast«*. Do dviga obrestnih mer je nato prišlo decembra 2015 (a o tem več v naslednjih poglavjih).

4 Posledice globalne ekspanzivne monetarne politike

Politika kvantitativnega sproščanja oziroma bolj splošno izredno ekspanzivna monetarna politika pa ni bila v domeni samo ameriške centralne banke in ZDA. Šlo je za monetarno usmeritev, ki so jo izbrala večinoma vsa pomembnejša globalna gospodarstva. Dotedanji učinki so bili precej različni. Če smo ob koncu leta 2014 oziroma skozi leto 2015 lahko govorili o okrevanju ameriškega gospodarstva, tega nismo mogli trditi za preostale ekonomije. Ameriško gospodarstvo je tako, na prvi pogled, utrdilo svojo premoč na globalnih trgih in samo še enkrat dokazalo, da so ZDA do nadaljnjega še vedno najmočnejši ekonomski akter na svetu.

Poglejmo od kod ta sklepanja. Ekspanzivna monetarna politika se je s pokom nepremičninskega balona in stečajem investicijske banke Lehman brothers kazala kot nujna poteza. Najenostavnejše sredstvo njenega ustvarjanja je bila v zgodovini modernih finančnih trgov vseskozi devalvacija valut. Na globalni ravni so bile najodmevnejše devalvacije posledica odstopa od t.i. zlatega standarda. Prvič se je to zgodilo leta 1931, dve leti po veliki finančni krizi, drugič pa leta 1971, ko so se za to potezo odločili v ZDA. Zaradi izredno radikalnih finančnih učinkov, ki so bili posledica take devalvacije, so se tvorci globalne finančne politike odločili za nepisano pravilo, da se politika devalvacije valut (vsaj pri največjih velesilah) ne bo več uporabljala. Privedla bi namreč lahko do t.i. valutne vojne, kjer bi posamezne centralne banke v iskanju čim konkurenčnejših pogojev za svoje gospodarstvo druga za drugo devalvirale valute. To pa bi ustvarilo nevarno negativno spiralo. Namero o kolektivni zavezi proti valutnim vojnám so izrazili državni vodje na G20 v Londonu aprila 2009. V sklepnem dokumentu, ki so ga sprejeli, so med drugim zapisali: *»Vodili bomo ekonomsko politiko kooperativno in odgovorno ter bomo pozorni na učinke, ki jih bo naša politika imela na druge države. Vzdržali se bomo kompetitivnih devalvacij naših valut in spodbujali stabilen in učinkovit monetarni sistem«* (IMF 2009).

Politika kvantitativnega sproščanja se je v ZDA začela nekaj mesecev pred tem. Gledano a posteriori pa je ta poteza bila drugačno sredstvo za doseg istega učinka. Skratka, ZDA res niso devalvirale svoje valute, so pa z znižanjem obrestne mere (že v letih pred 2008) in s kvantitativnim sproščanjem dosegli isti učinek. Šlo je de facto za to, da je ameriška centralna banka začela tiskati denar v večjih količinah. Posledično je dolar izgubil na vrednosti proti drugim svetovnim valutam, to pa je pomagalo ameriškemu izvozu prav na račun drugih globalnih gospodarstev. V bistvu je Obami uspel »veliki met« na področju domačega gospodarstva: ameriško okrevanje iz krize je financiral z visokim javnim primanjkljajem, ki je leta 2009 dosegel skoraj 10 odstotkov BDP (glej tabelo 3.1). Tolikšen javni primanjkljaj pa so mu omogočili prav politika kvantitativnega sproščanja

oziroma posredna ošibitev dolarja ter brezobrestna posojila. Ekspanzivna monetarna politika ter vladni paketi za okrevanje gospodarstva so Washingtonu omogočili, da je visoki javni primanjkljaj v petih letih pripeljal na raven pod 3 odstotki BDP (tabela 2.1), ne da bi se pri tem zatekali k politiki varčevalnih ukrepov (Rosa 2015, 710).

Kvantitativno sproščanje je bilo torej »svojevrstna« valutna vojna z drugimi sredstvi. Ameriškemu ukrepu so kmalu sledile podobne monetarne politike drugih pomembnih globalnih akterjev. Centralna banka Združenega kraljestva je spomladi 2009 šla v nakup državnih obveznic v višini 375 milijard funtov in s tem sicer pridobila na konkurenčnosti z dolarjem, a hkrati doživela nenadzorovano rast inflacije, medtem ko se gospodarska rast ni zagnala. Japonska je celo izumila t.i. Qqe (quantitative and qualitative easing oziroma kvalitativno in kvantitativno sproščanje) v strahu, da bi se yen okrepil v primerjavi z dolarjem: centralna banka v Tokiju se je tako odločila odkupovati obveznice iz javnega in zasebnega sektorja brez omejitev in to vse dokler ne bi stopnja infacije dosegla 2 odstotkov. Evropska unija se je dalj časa zanašala pretežno na varčevalno politiko. Ekspanzivno monetarno politiko je uvedel guverner ECB Mario Draghi maja 2014 s strategijo »*whatever it takes*«, ki sloni na ideji, da bo Frankfurt storil vse, kar je v njegovih pooblastilih, da reši evro. Evropske države imajo kljub temu precejšnje težave pri zaganjanju gospodarstva.

Države v razvoju, ki so dalj časa rasle z vrtoglavo hitrostjo, so v zadnjih mesecih 2014 in v letu 2015 prav tako doživele močan zastoj, kljub temu da so še nedavno veljale za edino možno alternativo ZDA. Padec cen naftnega sodčka in embargo zaradi ukrajinske krize sta v drugi polovici 2014 dotokla Rusijo, ki je bila prisiljena v zelo hudo devalvacijo rublja. Upočasnjena rast in padec izvoza sta na Kitajskem sredi leta 2015 samo še pospešila pok finančnega balona, ki se je ustvarjal na tamkajšnjih borzah. Močna devalvacija juana, za katero se je odločila kitajska centralna banka, je bila samo logična posledica tega dogajanja. Zaradi manjšega povpraševanja po surovinah (zlasti je bilo padec zaznati na Kitajskem) je nenaden zastoj doživelo tudi brazilsko in južnoafriško gospodarstvo. Toliko o splošni sliki, v tem kontekstu pa je zanimivo natančneje pogledati tudi v nadaljevanje hladne valutne vojne, ki jo je sprožilo splošno kvantitativno sproščanje (Rosa 2015, 1115).

4.1 Valutna vojna s Kitajsko in drugimi državami

V luči dogajanj v letu 2015 je zanimivo pogledati primerjavo med dolarjem in juanom. In to iz več razlogov. V prvi vrsti zaradi tega, ker nam ta primerjava nudi vpogled v ameriško realno politiko na

monetarnem področju. Iz tega lahko tudi ugotovimo, kako je Obamovi administraciji v mnogih pogledih uspelo prevaliti krizo na druge države.

Lahko bi celo rekli, da je ta proces valjenja krize, bil naravna posledica razvoja dogodkov in to vsaj na ravni valut. Dejstvo je namreč, da je dolar kljub vsemu še vedno najbolj vplivna svetovna valuta in da imajo ZDA tudi zaradi tega privilegirano mesto v globalnih finančnih tokovih, kljub rasti kitajskega in drugih vzepnjajočih se gospodarstev. Današnji status prve svetovne valute si je dolar pridobival v prvi vrsti skozi 20. stoletje. Vse od konca prve svetovne vojne, ko so ZDA tudi dejansko postale najpomembnejše svetovno gospodarstvo, do padca berlinskega zidu, ko je Washington bil edina globalna velesila, si je dolar utrjeval položaj svetovne rezervne valute. To pomeni, da je dolar dobil središčno mesto pri mednarodnem trgovanju. Vsaka država, ki je stopila na mednarodno tržišče, je morala imeti na zalogi ameriško valuto, da je lahko razvijala posle. Po 11. septembru so se mnogi začeli spraševati, ali ni napočil čas za novo svetovno valuto. Dobrih 15 let po porušenju stolpnic v New Yorku, bi le s težavo trdili, da je katera od drugih valut prevzela vodilno mesto dolarju. Dolar se še vedno lahko naslanja na zelo stabilno državo, ki je hkrati tudi najmočnejša vojaška velesila. V primerjavi s tem je tako na primer evro valuta brez prave države in brez enotne fiskalne politike. Kitajski juan je Peking vseskozi tiščal pod dejansko vrednostjo, kitajska rast je bila posledica industrijske mrzlice in pretiravanja novodobnega planskega gospodarstva ob pomanjkanju konkurenčnega notranjega trga in kakovostnega domačega povpraševanja. Pomemben poudarek je še na tem, da Kitajska nikakor ne spada v t.i. stabilna območja: zaradi avtoritarnosti oblasti je težko propustna, a nikakor ni stabilna. ZDA so kljub krizam zaradi sistema, ki ima za sabo skoraj 250-letno tradicijo, veliko bolj stabilno okolje. To so nekateri razlogi, zakaj je dolar še vedno svetovna rezervna valuta in zakaj ga juan še ni nadomestil (Fabbri 2015, 2325).

To je tudi izhodišče, ki je bilo za podlago strategiji ameriške centralne banke pri oblikovanju monetarne politike. Ameriška strategija QE je tako imela precejšnje učinke tudi na mednarodne trge. Tri faze kvantitativnega sproščanja so v ameriške blagajne »prilile« približno 3.500 milijard dolarjev (Fabbri 2015, 25). Razvrednotenje dolarja je avtomatično okrepilo nekatere druge valute, kar pa seveda ni bilo po godu državam, lastnicam teh valut. Okrepljeni evro je bil za krizno stanje evropskih držav medvedja usluga, ker je oviral in upočasnjeval izvoz. Podobnih negativnih učinkov na izvoz zaradi okrepljenega juana in yena so se ustrašili tudi na Kitajskem, na Japonskem in v drugih državah G-20. Da bi zaustavili padec dolarja in tako posredno zajezili krepitev lastnih valut so se te države odločile stopiti na trg in odkupiti pomembne večje količine dolarjev, ki jih je bilo zaradi strategije kvantitativnega sproščanja ameriške centralne banke na pretek. Japonska je med

letoma 2009 in 2013 skupno odkupila ameriške obveznice v vrednosti 556 milijard dolarjev, Kitajska za 543 milijard dolarjev, Brazilija za 129 milijard dolarjev, Indija za 60 milijard in Združeno kraljestvo za 32 milijard dolarjev (Fabbri 2015, 27). Tako so sicer res nekoliko zajezili konkurenčnost ameriške valute, a so ob tem hkrati sprožili še en stranski učinek: svetovne bančne zaloge so se napolnile z novo tiskanimi dolarji in ameriško valuto še dodatno osredičili ter ji dali vlogo svetovne rezervne valute.

4.2. Kitajska in ameriški javni dolg

Pri vprašanju o lastništvu ameriškega dolga, moramo biti kar se da natančni. In pogledati velja tudi to, kaj pomeni v razmerju moči med državami, lastništvo ameriškega dolga.

Tabela 4.1: Največje lastnice ameriškega javnega dolga v številkah (v mld \$) – julij 2015

Država	Vredost odkupljenega ameriškega dolga
Kitajska	1.240,8
Japonska	1197,5
Karibska bančna središča (KBS)*	324,5
Naftni izvozniki**	298,3
Brazilija	256,7
Švica	217,5
Irska	216,6
Združeno kraljestvo	212,6
Luksemburg	185,2
Hong Kong	182,3
Tajvan	168,6
Belgija	155,4
Indija	116,3
Singapur	112,5

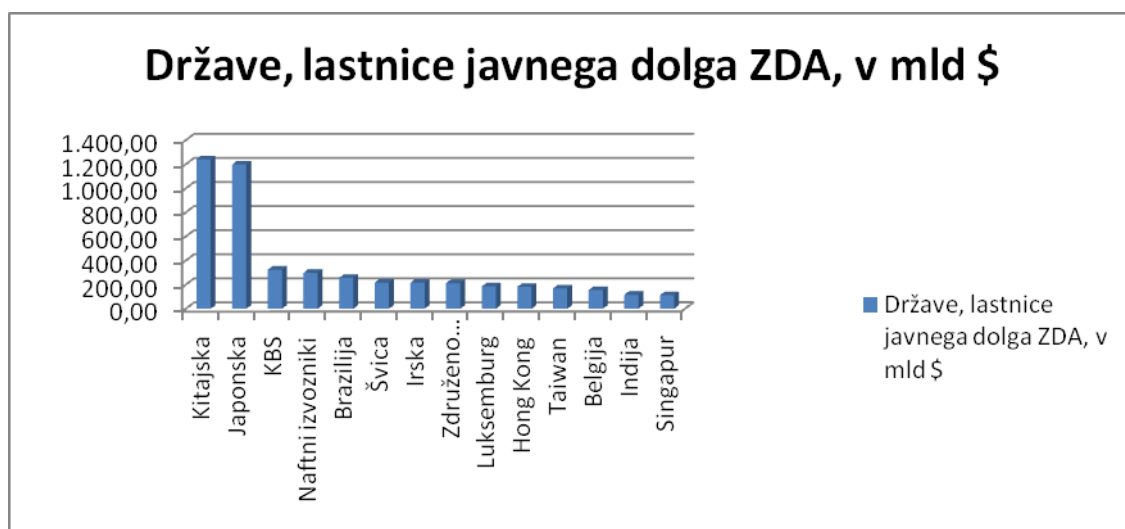
* Med KBS oziroma Karibska bančna središča spadajo otoki Bonaire, sveti Evstazij in Saba, Bahami, Bermudski otoki, Kajmanski otoki, Curacao, Sint Maarten in Panama

** Naftni izvozniki so Ekvador, Venezuela, Indonezija, Bahrajn, Iran, Irak, Kuvajt, Oman, Katar, Savdska Arabija, Združeni arabski emirati, Alžirija, Gabon, Libija in Nigerija

Vir: US Department of Treasury (2015).

Skupna vrednost ameriških državnih obveznic na svetovnih tržiščih je bila julija 2015 14.353 milijard dolarjev, celoten javni dolg ZDA pa je znašal 17.794 milijard dolarjev. Največji tuji lastnik ameriškega dolga je Kitajska, ki ima po podatkih Fed, 1.240,8 milijard evrov (tabela 4.1). V javnosti smo, posebej v obdobju kitajske rasti, pogosto poslušali obrazložitve, da bi zaradi lastništva kitajskega dolga Peking lahko vplival na nadaljnje geopolitične poteze Washingtona. Prvič pa je treba ugotoviti, da je ameriški javni dolg težak dobrih 14 tisoč milijard dolarjev in je zato kitajski delež pri tem 8,6 odstoten. To je seveda precej, a še vedno najbrž ne dovolj, da bi Kitajska lahko kakorkoli vplivala na Washington. Pri tem pa gre upoštevati še eno ugotovitev. V zadnjih letih se je količina ameriškega javnega dolga zmanjšala. Novembra 2013 je bilo v Kitajskih blagajnah za 1.316 milijard dolarjev ameriškega javnega dolga, do julija 2015 je vrednost upadla za približno 75 milijard dolarjev. Zmanjšanje količine javnega dolga bi ne bila logična izbira, če bi veljala teorija o želji po vplivu na geopolitičnega konkurenta z orodjem finančnega dolga (US Department of Treasury 2015).

Graf 4.1: Države, lastnice javnega dolga ZDA, v mld \$



Vir: US department of treasury (2015).

Prva razlaga za padec količine ameriških državnih obveznic v rokah Pekinga je seveda zaključek politike kvantitativnega sproščanja: ta poteza je podražila dolar. Zaradi tega so države, ki so se bale šibkega dolarja, lahko nekoliko zadihale in se razbremenile ameriških obveznic. Po drugačnih razlagah pa se je Kitajska z nakupom teh vrednostnih papirjev nekoliko opekla, ker jih ne more kar tako prodati in se jih znebiti. Gre za igro ravnotežij, ki ga je Pentagon med drugim izpostavil v enem od dosjejev julija 2012. Strategiji ameriške obrambne politike v tem dokumentu trdijo, da se Kitajski ne splača zmanjševati količine ameriškega dolga, ki ga ima v lasti, ker »bi to zmanjšalo

vrednost preostalih obveznic v njihovi lasti in bi potencialno privedlo do pocenitve dolarja in posledično do zmanjšanja kitajskega izvoza. Vse to pa bi bil hud udarec za kitajsko vlado» (Fabbri 2012).

Kitajska je v razmerju do ZDA skratka prišla do točke, ko bi s prodajo ameriških obveznic in posledično ošibitvijo dolarja škodila svojemu izvozu. Novi nakupi ameriških obveznic pa bi z globalno širitvijo dolarških depozitov samo še krepile status dolarja kot globalne rezervne valute. Tudi to je v nasprotju s kitajskimi interesi. Vzeli smo primer Kitajske, ki je danes za ZDA največji konkurent. Podobno logiko pa bi lahko razvili tudi za Japonsko, drugega tujega imetnika ameriškega dolga. Tokyo je strategijo kvantitativnega sproščanja sprožil že v devetdesetih letih, obseg ameriške ekspanzivne monetarne politike v obdobju po finančni krizi, pa je bil tolikšen, da se je yen glede na dolarj okrepil in tako na Japonskem sprožil tudi nov deflacijski tok. Japonski premier Šinzo Abe se je zato odločil za val ekspanzivnih monetarnih ukrepov. V tem kontekstu je bilo masovno odkupovanje ameriški državnih obveznic dolgoročna strategija japonskih oblasti. V zadnjih desetih letih se je vrednost ameriškega dolga v blagajni japonske centralne banke podvojila: januarja 2005 je na primer znašala 680 milijard dolarjev, julija 2015 pa 1.197 milijard dolarjev (US Department of Treasury 2015). Zmanjšanje tovrstnih zalog smo lahko zaznali šele v zadnjem obdobju. Novembra 2014 je imela Japonska za 1.240 milijard dolarjev depozitov ameriškega dolga, v naslednjih mesecih je količino zmanjšala za 50 milijard dolarjev (US Department of Treasury 2015). Javnost tudi to potezo bere v luči ameriške odločitve o prenehanju izvajanja politike QE.

4.3. Dolar – lokomotiva za valute

Ameriškem dolarju pripisuje vlogo globalne rezervne valute še en dejavnik. Dolar je bil neposredna referenčna valuta za številne tuje valute. Pa začnimo spet pri Kitajski, ki je že vrsto let vezala vrednost juana na nihanje vrednosti dolarja. Pekinške oblasti so izbrale to strategijo, da bi vrednost juana ne rasla premo sorazmerno z vrtoglavo rastjo kitajskega gospodarstva: zaradi pomanjkanja domačega povpraševanja bi kitajsko gospodarstvo težko prenašalo strmo rast valute. S to potezo je dejansko Peking ohranil vrednost juana precej pod realno vrednostjo (Rosa 2015, 16) in ga je v zadnjih letih podražil v minimalni meri predvsem za pomiritev mednarodnih trgov. Vrednost juana so torej Kitajci povezali z vrednostjo dolarja: to so storili tudi z reinvesticijo sredstev od izvoza v vrednostne papirje v dolarjih, ki niso bile dolžniške obveznice ZDA (Rosa 2015, 16). Tudi na tak način je torej Peking posredno globalne trge zalagal z dolarji. Učinki tovrstne politike so se Kitajski maščevali poleti 2015 ob nenadni krizi šangajske borze. Ob uradnem zaključku ameriške politike QE in kasnejši napovedi guvernerke Janet Yellen, da Fed resno razmišlja o dvigu ključne

obrestne mere, se je dolar začel krepiti. Posledično se je okrepil tudi juan: močna valuta je na kitajski trg, ki sta ga poleti 2015 pretresala ohladitev rasti in močan padec izvoza, vplivala katastrofalno. Kitajska centralna banka se je tako odločila prekiniti povezavo juana z dolarjem in je sredi avgusta 2015 v samo nekaj dneh razvrednotila svojo valuto za 4,5 odstotka svoje vrednosti, da bi spet pridobila na konkurenčnosti izvoza (Lops 2015, 2).

S problematiko valutne povezanosti z dolarjem se soočajo tudi v Savdski Arabiji, ki je še ena od pomembnejših lastnic ameriškega javnega dolga (tabela 4.1 in graf 4.1 – v kategoriji naftnih izvoznice). Vrednost tamkajšnjega riala so navezali na vrednost ameriškega dolarja zaradi geostrateške povezanosti z ZDA, pa tudi zato, da se ne bi pretirano podražil zaradi izjemnega izvoza nafte (Rosa 2015, 17). Nazadnje so tukaj še valute t.i. držav v razvoju, ki so v obdobju krize prav tako pokazale precejšnjo odvisnost od dolarja. Že takoj po tem ko so (leta 2013) v ZDA napovedali prvo delno okrnitev strategije QE, je to prizadelo številne države. Zmanjšanje ekspanzivne monetarne politike v ZDA so namreč investitorji interpretirali v luči povečanja donosnosti na ameriške vrednostne papirje in so zato svoje naložbe začeli ponovno preusmerjati proti newyorškemu tržišču. Zaradi tega so borze v državah v razvoju v dveh mesecih izgubile skoraj tisoč milijard dolarjev, njihove valute pa so močno devalvirane: južnoafriški rand je izgubil 9 odstotkov vrednosti, mehiški pesos dobrih 6 odstotkov, brazilski real 5,8 odstotkov, indijska rupija 5,6 odstotkov, turška lira 4 odstotke (Fabbri 2015, 28). Dokazov o središčnosti ameriškega dolarja je torej veliko. Veliko je tudi pokazateljev, da je ameriška valuta (še vedno) globalna rezervna valuta.

4.4. Javni dolg: domači in tuji imetniki obveznic

Preden nadaljujemo z analizo ameriškega gospodarstva, bi veljalo še pojasniti, kdo so dejansko nosilci ameriškega javnega dolga. Predstavili smo tuje lastnike oziroma države, ki imajo v rokah večje deleže ameriških državnih obveznic. Da dobimo popolnejšo sliko dogajanja na svetovnih trgih, pa moramo pogledati razrez celotne lastniške torte obveznic, ki so jih izdale oblasti v ZDA. Posebej je tukaj zanimivo razmerje med domačimi in tujimi imetniki, ki bo dalo nekoliko drugačno dolžniško podobo ZDA.

Julija 2015 je bilo na trgu za 14.353,4 milijarde dolarjev izdanih obveznic ZDA. Bruto domači proizvod za leto 2014 je bil 16.768,1 milijarde dolarjev, celoten javni dolg pa je znašal 17.794 milijard dolarjev (Trading economics 2016). Delež izdanih obveznic je torej znašal 85,59 odstotka BDP oziroma 80 odstotkov javnega dolga (če vzamemo v poštev podatke BDP za konec leta 2014). Prvi pomemben poudarek pri razumevanju vpliva, ki ga lahko na ZDA imajo tuji imetniki

ameriških obveznic, je pravzaprav razmerje med tujimi in domačimi »lastniki« obveznic. Konec drugega četrtnetja 2015 je bila tehtnica lastništva nagnjena na stran domačih lastnikov. V rokah domačih imetnikov je bilo za skoraj 8.180 milijard dolarjev vrednostnih papirjev, tujci pa so si lastili 6.175 milijard dolarjev obveznic. V deležih je to 57 odstotkov proti 43 odstotkom v korist domačih investitorjev. In morda še podatek, ki nam bo te številke postavil v kontekst ameriškega gospodarstva. Domačih 8 tisoč milijard dolarjev državnih obveznic je slabih 49 odstotkov ameriškega BDP iz leta 2014, tujih 6 tisoč milijard dolarjev državnih obveznic pa približno 37 odstotkov BDP.

Graf 4.2: Javni dolg ZDA: razmerje med domačimi in tujimi imetniki obveznic (2. četrtnetje 2015)

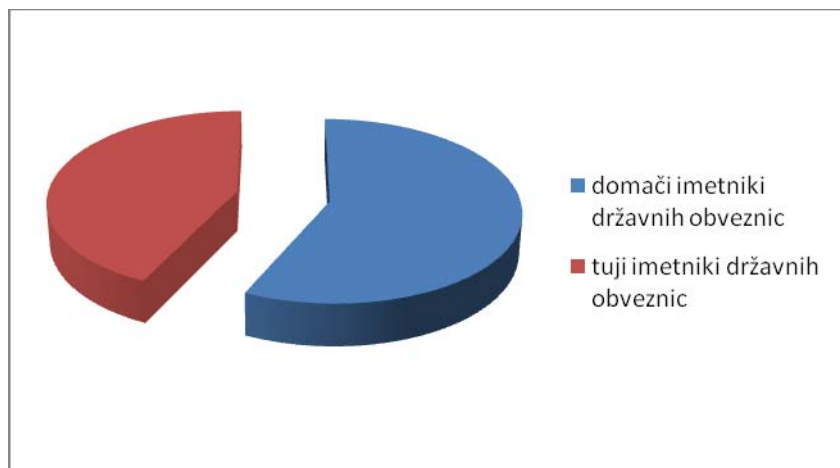


Tabela 4.2: Javni dolg ZDA: razmerje med domačimi in tujimi imetniki obveznic (2. četrtnetje 2015)

	Količina v mld \$	% vseh izdanih obveznic
Domači imetniki dolga	8.179,1	56,98
Tuji imetniki dolga	6.174,3	43,02
Skupaj	14.353,4	100

Vir: Fed (2015b).

Ameriške državne obveznice so torej precej bolj množično v rokah domačih investitorjev. Na to moramo biti posebej pozorni, ko teče beseda o tem, da druge države lahko vplivajo na ameriško gospodarstvo, ker so imetnice ameriškega dolga. Kitajska in Japonska na primer imata res vsaka po

približno 1.200 milijard dolarjev ameriških obveznic, a še zdaleč nista največji lastnici washingtonskega javnega dolga.

Tabela 4.3: **Največji domači imetniki državnih obveznic (v mld \$) – julij 2015**

Imetnik	Količina obveznic v mld \$
Organi za izvajanje monetarne politike (OMP)	2.461
Vladni pokojninski in invalidski skladi (VPIS)	1.381,6
Gospodinjstva (Gos)	1.013
Obvezniški skladi (OS)	652
Država in krajevne uprave (DKU)	641
Komercialne banke in hranilnice (KBH)	424,4
Nizko tvegani obrestni skladi (NTOS)	398
Privatni pokojninski skladi (PPS)	328,6
Življenjske zavarovalnice (ŽZ)	191,1
Pokojninski in invalidski skladi države in krajevnih uprav (PISDKu)	171,2
Zavarovalnice za lastnino in za nezgode (ZLN)	101,5

Graf 4.3: **Največji domači imetniki državnih obveznic (v mld \$) – julij 2015**



Vir: Fed (2015b).

Največji posamični lastnik ameriških državnih obveznic so organi za izvajanje monetarne politike. Gre prvenstveno za državne sklade in neposredno za ameriško centralno banko. Tolikšen delež lastništva je v prvi vrsti posledica obsežne ekspanzivne politike v treh fazah QE. Skupno gre za 2.400 milijard dolarjev. Gre za količino obveznic, ki jo skupaj premoreta Kitajska in Japonska. Ob tem je sicer treba poudariti, da so ameriške državne obveznice v rokah Fed v prvi vrsti posledica kriznega stanja: masovno odkupovanje obveznic se je za ameriško centralno banko začelo leta 2008 z jasnim namenom, da se obdrži ameriško gospodarstvo na površju.

Če izvezemo torej tega izrednega lastnika, imamo na drugem mestu vladne pokojninske in invalidske sklade. Vrednost njihovih obveznic je 1.381 milijard dolarjev. Tudi v tem primeru je treba torej opozoriti, da gre za znesek, ki je višji od tistega, ki ga imajo v lasti največji tuji investitorji. Ob tem so pomembni lastniki obveznic tudi navadni investitorji oziroma ameriški državljani. Gospodinjstva so skupno odkupila za tisoč milijard dolarjev vrednostnih papirjev: njihov zaostanek za Kitajsko je »samo« 200 milijard dolarjev (Zeng 2014).

Pomemben poudarek je tukaj še na dejstvu, da je velik del »domačega dolga« v rokah same države ali vsekakor javnega sektorja: ob centralni banki (2.400 milijard dolarjev) in pokojninskih in invalidskih skladih (1.380 milijard dolarjev), so med večjimi lastniki obveznic še država (federalna vlada) in krajevne uprave (640 milijard dolarjev) in pokojninski in invalidski skladi države in krajevnih uprav (171 milijard dolarjev). Gre za poveden podatek: ameriška vlada po različnih posrednikih (skladih in javnih upravah) nadzoruje dobršen del svojega dolga in posledično nanj lahko tudi vpliva. Ob pojasnjevanju Obamove strategije za izhod iz krize je potrebno biti na to posebej pozorni.

4.5 Ameriški izvoz dolarja

Ob vseh gornjih ugotovitvah glede ameriškega domačega in tujega javnega dolga, lahko pozornost spet ponovno usmerimo na ameriško ekonomsko politiko. Breme državnih dolžniških vrednostnih papirjev so sicer res v večji meri prevzeli domači investitorji, pomemben pa je bil tudi doprinos tujcev. Z ameriškega zornega kota je tukaj šlo predvsem za širjenje svoje valute na tuje trge s prodajo državnih obveznic in s politiko uvažanja dobrin. Če nekoliko poenostavimo in se vrnemo na tezo, ki smo jo razvili v gornjih poglavjih: dolarska poplava tujih trgov pomeni okrepitev ameriške valute v vlogi svetovne rezervne valute. V obdobju med 2009 in 2013 so tako h globalnemu širjenju dolarja pripomogle prav tiste države, ki veljajo za najmočnejše konkurentke ZDA. Japonska, Kitajska, Brazilija in Indija so v omenjenem obdobju odkupile skupaj za 1.288 milijard dolarjev ameriških državnih obveznic (Fabbri 2015, 27). K temu lahko dodamo še

zanimivo noto, ki jo je izpostavil ameriški dnevnik The Washington Times. Kitajska naj bi po pisanju dnevnika iz ameriške prestolnice nadzirala tudi količino javnega dolga, ki ga je kupila Belgija (Hill 2014): julija 2015 je bila vrednost ameriškega dolga v belgijskih rokah 155 milijard dolarjev, januarja istega leta pa celo 354 milijard dolarjev. Kitajske oblasti naj bi se tako poslužile Belgije, da bi z odkupom dolarskih obveznic učvrstile ameriško valuto proti juanu, ne da bi jim javnost pri tem lahko očitala manipulacije na deviznem trgu.

Še zgovornejši je podatek o količini ameriške valute zunaj meja ZDA. Leta 2010 je bilo dolarskih depozitov v tujini za 342 milijard dolarjev. Ob koncu drugega četrletja 2015 je ta postavka znašala 569 milijard dolarjev (Fed 2015b).

Tabela 4.4: Dolarski depoziti v tujini (v mld \$)

Leto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Količina valute	280,4	282,6	272	301,1	313,8	342,1	397,1	454,2	491,9	558,2	569,1

Vir: Fed (2015b).

Zmanjšanje rezev dolarja v tujih depozitih smo zaznali samo v obdobju med 2006 in 2007: takrat je bila ključna obrestna mera Fed na najvišji ravni (med junijem 2006 in septembrom 2007 na ravni 5,25 odstotka – glej tabelo 3.1). Potem so tuji spet začeli kupovati ameriško valuto. Nakupovalno mrzlico dolarja sta sprožili dve postavki: prvič to, da je bila ameriška valuta poceni in zato so bili tudi krediti bolj ugodni. Drugič pa, kot že povedano, je bila v tem »protistrategija«, da bi se dolar ne pocenil preveč. Če torej sklenemo krog okoli bolj ali manj skritih valutnih vojn, ki jih je v zadnjem obdobju sprožila finančna kriza, moramo ugotoviti, da je dolar do današnjega dne še vedno ohranil (in celo okrepil) svojo središčno vlogo. Dolar je še vedno svetovna rezervna valuta, ker so bile ameriške oblasti sposobne ga »razdeliti« v precejšnjih količinah na vsa svetovna tržišča, vključno s perifernimi, ne da bi pri tem ZDA utrpale hujšo škodo. Zgodovinsko gledano je bila to zelo dolgoročna strategija, ki se je, če nekoliko posplošimo, začela po 1. svetovni vojni, ko so ZDA tudi uradno postale prvi ekonmski, politični in vojaški motor na svetu. Dinamika umeščanja dolarja na globalne in periferne trge je tudi danes še aktualna. Pri tem ni bila pomembna samo »prisila« konkurentom, da z nakupom večjih količin ameriške valute preprečijo njeno devalvacijo. Zaradi močnega domačega povpraševanja so ZDA lahko uvažale iz tujine dobrine v presežnih vrednostih. Kaj to pomeni? ZDA so svet poplavlile s svojo valuto tudi z masovnim uvažanjem, zaradi česar so javne finance zabeležile občasno zelo visoke primanjkljaje. Ameriška administracija si je take

primanjkljaje lahko privoščila zaradi absorpcijske sposobnosti. Dolar je še vedno trdno na prvem mestu med svetovnimi valutami, politika ničnih obrestnih mer je znova zagnala trg nepremičnin, ki je bil leta 2008 mrtev, premoženje ameriških gospodinjstev je samo v letu 2013 poskočilo v vrednosti 10 tisoč milijard dolarjev, BDP je začel ponovno rasti (s samo občasnimi zastoji), brezposelnost je močno upadla. ZDA so (vsaj začasno) okrevale in v valutni vojni postavile zelo jasno piko na i o tem, kdo je še vedno glavni.

5 Manična depresija gospodarstva

Sta torej Obama in Fed velika zmagovalca tega obdobja? Morda bi to lahko trdili za kratkoročno obdobje. Kaj se bo dogajalo srednjeročno, pa ni mogoče predvideti. Ugotavljamo lahko, da je k izhodu iz krize ZDA veliko pripomogla država z umetnim ustvarjanjem okoliščin, ki so ameriško gospodarstvo povleklo iz godlje in potopile druge globalne akterje. Tukaj imamo v mislih predvsem zelo radikalno politiko višanja in nižanja ključnih obrestnih mer od leta 2000 dalje, zelo izrazito intervencijsko politiko z uvedbo strategije kvantitativnega sproščanja, ki je sprožila emulativni plaz na vseh večjih trgih, in nazadnje tudi valutno vojno, ko so posamezne gospodarske velesile v iskanju čim konkurenčnejših pogojev umetno devalvirale svoje valute. Skratka, ustvaril se je niz nenaravnih okoliščin, ki jih je spodbudila država (vlada in centralna banka) in ki bi v določenih primerih lahko imel učinek bumeranga.

V pretres bomo vzeli v prvi vrsti dva taka nenaravna elementa, ki sta na ameriško gospodarstvo delovala kot poživilo in ki smo ju doslej že večkrat srečali, javni primanjkljaj in ključno obrestno mero. Prisposobo poživila je zanje uporabil češki ekonomist Tomaš Sedlaček, ki je bil svetovalec za ekonomska vprašanja pri nekdanjem predsedniku Republike Češke Vaclavu Havlu. Sedlaček ni konkretno opredeljeval ameriškega primera, ampak dinamike v globalnem gospodarstvu. Njegovo razmišljanje gre v tej smeri:

»V letih 2008 in 2009 pravi vzroki za gospodarsko krizo niso bili recesijske klice, ampak to, čemur pri manični depresiji pravimo faza »manije« oziroma pretiranih razpoloženjskih viškov. V ZDA je bilo leta 2007 stanje tako: rekorden BDP, rekordno dolgo obdobje rasti, nizka brezposelnost, visoka konkurenčnost. To je obdobje, ko je bil Steve Jobs še živ in je Silicijeva dolina doživljala pravi bum. Nad nami je bilo jasno, modro in sončno nebo brez oblačka. In takrat je udarila kriza. Gospodarstvo je drvelo z zelo visoko hitrostjo... naravnost v zid. To mislim, ko govorim, da je krizo povzročila faza »manije« in ne faza »depresije«: to se je zgodilo na Irskem in v številnih drugih državah. Neumno je bilo zato, da se je svetovna javnost ukvarjala samo z Grčijo, ki je bila eden redkih primerov depresivne krize. Rešitve za depresivno krizo do določene mere poznamo, nikakor pa nismo poznali krize, ki je posledica vrhunca manične faze. Za zahodni svet je bila inflacija vseskozi huda težava, deflacijo so učbeniki komajda omenjali. Ko danes preživljamo obdobje deflacije, pa samo prosimo, da bi spet prišli v fazo inflacije« (Černic, 2014: 31).

Sedlačkova ideja je dokaj jasna: gospodarstvo je zašlo v tako hudo krizo zaradi nerealnih in umetno napihnenih pogojev, v katerih je delovalo predvsem v zadnjih desetletjih. Te nenaravne pogoje so

postavljale v prvi vrsti centralne banke in s tem izjemno povečale amplitudo krivulj tistih gospodarskih kazalcev, ki bi morali prinašati v ekonomsko pokrajino stabilnost. Pri tem se je Sedlaček poslužil učinkovite prispodobe bolnika z manično depresijo:

»Ko zdraviš manično depresivnega bolnika, je primarne pomembnosti stabilizacija: čim bolj moraš zmanjšati amplitudo njegovega razpoloženjskega valovanja. Če takemu bolniku daješ samo antidepresive, ki jih v ekonomiji enačimo z nizkimi obrestnimi merami in visoko javno porabo, ga bo to pripeljalo v fazo manije. O tem pri nas nihče ne govori: vsi želijo imeti ekonomsko stanje iz leta 2007 oziroma takratno fazo manije. To ni zdravo« (Černic 2014, 31).

5.1. Faza visoke inflacije ameriškega gospodarstva

Pa poskusimo Sedlačkovo teorijo umestiti v kontekst analize ameriškega gospodarstva v zadnjih tridesetih ali štiridesetih letih. Da bi bila prispodoba čim bolj učinkovita smo podatke o spreminjanju ključne obrestne mere in javnega primanjkljaja izrisali v obliki krivulje. In pri tem ugotovili, da so tudi v ZDA imeli tista nihanja, ki jih Sedlaček pripisuje politiki »manične depresije«. Poglejmo najprej krivuljo ključne obrestne mere.

Graf 5.1: Spremembe v ključni obrestni meri, v %*



* graf vključuje vrednosti ključne obrestne mere z datumom 31. decembra za vsako leto od 1956 do 2014

Vir: Federal reserve bank of New York (2015); Board of governors of the Federal reserve system (2015b).

Sedlačkove ugotovitve lahko uporabimo pri preučevanju ZDA in njene monetarne politike v povojnem obdobju. To zelo nazorno prikazuje graf. V drugi polovici prejšnjega stoletja je bila krivulja ključne obrestne mere v ZDA (po današnjih kanonih) zelo nihajoča. Če izvzamemo skrajnosti (navzgor in navzdol) je približno povprečje skozi zadnjih 60 let bilo okoli 5 odstotkov.

Tako so ameriške oblasti skušale obdržati inflacijo nekje okoli povprečne vrednosti 2 odstotkov, ki je tudi splošno sprejeta povprečna vrednost »zdrave inflacije«. Ob izrednih okoliščinah se je ameriška centralna banka odločila postopati, da bi tako stabilizirala stanje. Stabilizacija finančnega okvira z nenaravnimi sredstvi pa je privedla do drugačnih anomalij.

V petdesetih letih je ključna obrestna mera ameriške centralne banke tendenčno padala, ker je želela vlada s tem pomagati gospodarstvu k novemu zagonu. V šestdesetih letih so z dvigovanjem obrestne mere skušali stabilizirati tedaj že okrepljeno ameriško gospodarstvo. Prvi pravi potresi na tem področju so se zgodili v sedemdesetih letih. Leta 1973 so države članice Opeca z blokado izvoza nafte sprožile krizo z močnim naraščanjem cen. Inflacija je v tistem obdobju poskočila s 4 na 10 odstotkov (Amadeo, 2015). Da bi preprečila še nadaljnjo rast cen, je Fed takoj povišala tudi ključno obrestno mero do maksimalne vrednosti 11 odstotkov in jo potem postopno spet znižala, čeprav je napetost bila vseskozi v zraku. Zelo visoka stopnja inflacije je tako ponovno počila konec sedemdesetih let (1979-1980): glavni krivec je bila spet panika zaradi zmanjšane črpanja nafte po Khomeinijevem prihodu na oblast v Iranu. Zaradi novega navala inflacije, je Fed še bolj odločno dvignil ključno obrestno mero, ki je marca 1980 dosegla rekordno vrednost 20 odstotkov.

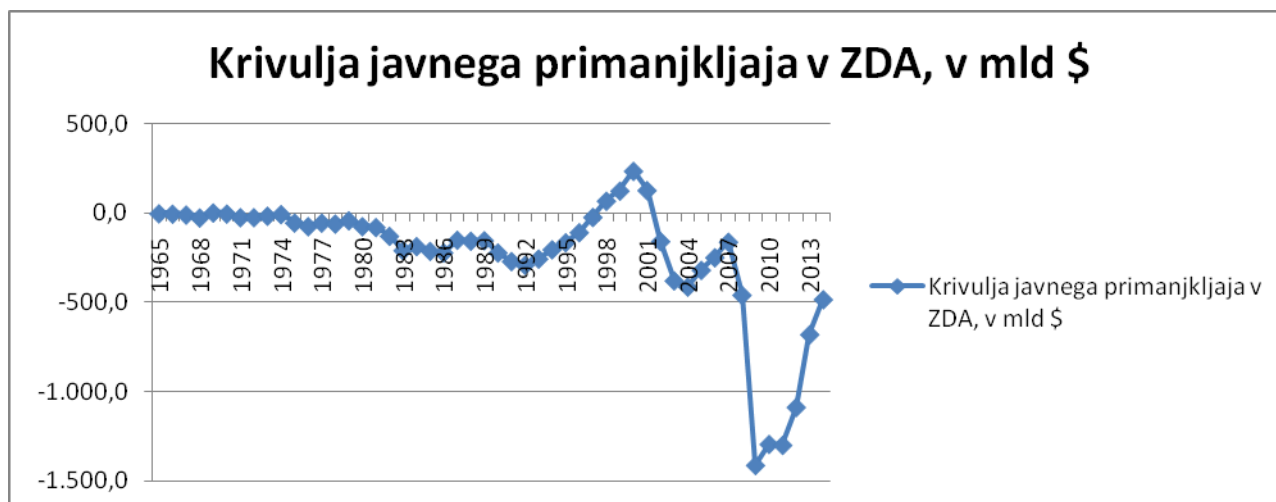
Uravnoteženje gospodarskih tokov z obrestnimi merami torej v ZDA zelo izrazito zaznamo prvič v sedemdesetih letih, ko Fed nenaravno poveča obrestne mere, da bi zaustavila inflacijo. Tukaj lahko najdemo prve »klince bolezni manične depresije«, kot jo imenuje Sedlaček. V osemdesetih letih je stopil v ospredje še drugi faktor, ki ga je izpostavil češki ekonomist, politika javnih primanjkljajev.

5.2 Prva faza visokega javnega dolga

V osemdesetih letih Ronald Reagan tehtnice javnih financ ni več uravnaval izključno z obrestnimi merami. Te so se sicer ohranile na dokaj visokem nivoju, a po strmem padcu z 20 na 10 odstotkov v prvih letih Reaganovega mandata, se obrestna mera ni več dvignila preko meje 10 odstotkov in je v obdobju predsednika Busha starejšega (1988-1992) padla pod 5 odstotkov. Reagan je pri ponovnem zagonu rasti stavil na dva dejavnika: prvi je bila liberalizacija in deregulacija. Z zmanjšanjem zakonskih omejitev za gospodarstvo ter z izrazitim zmanjšanjem davčnega bremena za predvsem večja podjetja je Reagan postavil temelje svoji neoliberalni ekonomski politiki. Hkrati je s povečanjem javne porabe na področju obrambe (v luči obnovljenih napetosti s SZ) dal gospodarstvu še drugi izraziti input za rast. Stranski učinek tega je bila seveda rast javnega primanjkljaja in javnega dolga. Šlo je za politiko, ki jo je posvojil tudi George Bush starejši in ki je ZDA pripeljala v začetek devetdesetih let s prvim občutnejšim bremenom javnega zadolževanja (Vaugna 2004, 444446). Medtem ko so vsi republikanski predsedniki v obdobju po 2. svetovni

vojni zagovarjali nizko javno porabo za obrambne namene, da bi tako ne napihovali javnega primanjkljaja in javnega dolga, se je Reagan odločil za povsem drugačno strategijo. Javni primanjkljaj je tako v Reaganovih osemdesetih letih bil vselej zelo izrazit. Med leti 1983 in 1986 se je gibal med 4 in 6 odstotki BDP (Congressional budget office 2015b).

Graf 5.2: Krivulja javnega primanjkljaja v ZDA, v mld \$



Vir: Congressional budget office (2015b).

Medtem ko je bilo Bushevo obdobje z ekonomskega vidika obdobje zmanjšanja rasti in povečane brezposelnosti, je Clintonu v devetdesetih letih uspelo ob zmerni rasti izpeljati ekonomsko politiko, ki je javni primanjkljaj celo izničila. Strategija ničnega primanjkljaja je slonela na rezih v javni porabi (v prvi vrsti rezi v javnem zdravstvu) in na zmanjšanju javne uprave. Clintonu je uspelo tudi ohranjati inflacijo na zmerni ravni. Javnofinančni presežek, ki so ga načrtovali za leto 2002, je tako ameriškemu predsedniku iz demokratskega tabora uspelo uresničiti že v letu 1998 (Matignetti 2004, 223224).

5.3 Rast in padec »new economy«

Drugi Clintonov mandat je zaznamovala gospodarska konjunktura. To obdobje so mnogi imenovali »new economy«. Gre za nekajletno obdobje na prelomu tisočletja, ko so se na prvi pogled uresničevale Fukuyamove napovedi o koncu zgodovine. ZDA so bile edina velesila, ekonomija je doživljala fazo konjunktura, rasli so deleži produktivnosti, zaposlovanja, investicij in v prvi vrsti borzne kotacije. Vse to se je dogajalo ob nizki inflaciji in ob javnofinančnem presežku. Vsi kazalci so bili skratka zelo obetavni. Ob tem je posebno »dodano vrednost« in zagon temu obdobju dal vzpenjajoči se borzni indeks Nasdaq, ki je vključeval visokotehnološke in internetne družbe.

Razmah tehnologije 2.0 je tedaj bil za mnoge dokončni pokazatelj nepovratne poti uspešnosti nove ekonomije. Rast indeksa Nasdaq je za sabo povlekel tudi druge borzne indekse in tako posredno pozitivno vplival na široke sloje potrošnikov, ki so svoje prihranke vlagali v pokojninske in investicijske sklade. Zato je bil pok balona, vezanega na tehnološki indeks, ki je postal znan kot balon dotcom za marsikoga zelo boleč.

Skratka, šlo je za še en umetno napihnjen balon, ki je počil. Prvi alarmni zvonec je sprožila revija Barron's, ki je konec marca 2000 pisala o tem, da so številna internetna podjetja tik pred insolventnostjo. In to bi lahko postal za ameriško ekonomijo zelo velik problem, je še zapisala revija Barron's ob oceni, da so t.i. »dotcom« podjetja takrat skupno veljala 1.300 milijard dolarjev oz. 8 odstotkov ameriškega BDP (Willoughbly 2000). Zle slutnje so se začele uresničevati le malo za tem. AOL, ki je bil med pomembnejšimi nosilci internetnega balona, se je leta 2001 združil z velikanom Time Warner. Izkazalo se je, da je šlo za zelo slabo potezo, Time Warner je iz svojega uradnega poimenovanja izločil AOL že leta 2003. Številna druga podjetja so šla v stečaj. Podjetje WorldCom so zasačili pri poneverjanju bilanc z umetnim napihovanjem dobička. Posledično je podjetje najprej doživelo brodolom na borzi in kasneje propadlo. Veliko je bilo nadalje tudi takih primerov, ko so bila podjetja prodana ali likvidirana, njihove domene pa so prevzele druge firme. V splošni anarhiji na trgu t.i. »new economy« so mnogi zabredli, nekateri pa so seveda izkoristili. Amazon, E-bay in predvsem Google so takrat postavili temelje za zdajšnjo dominantno pozicijo na različnih področjih internetnega trga. To so bile bolj kot ne izjeme, ki so se izognile moriji na borznem trgu visokotehnoloških firm. Splošni trend »dotcom« podjetij je bil namreč ob začetku novega tisočletja skrajno negativen. Do leta 2002 so v dveh letih vrednostni papirji na indeksu Nasdaq izgubili 5.000 milijard dolarjev: marca 2000 je bil indeks vrednoten 6.700 milijard dolarjev, oktobra 2002 pa komaj 1.600 milijard dolarjev (Gaither in Chmielewski 2006).

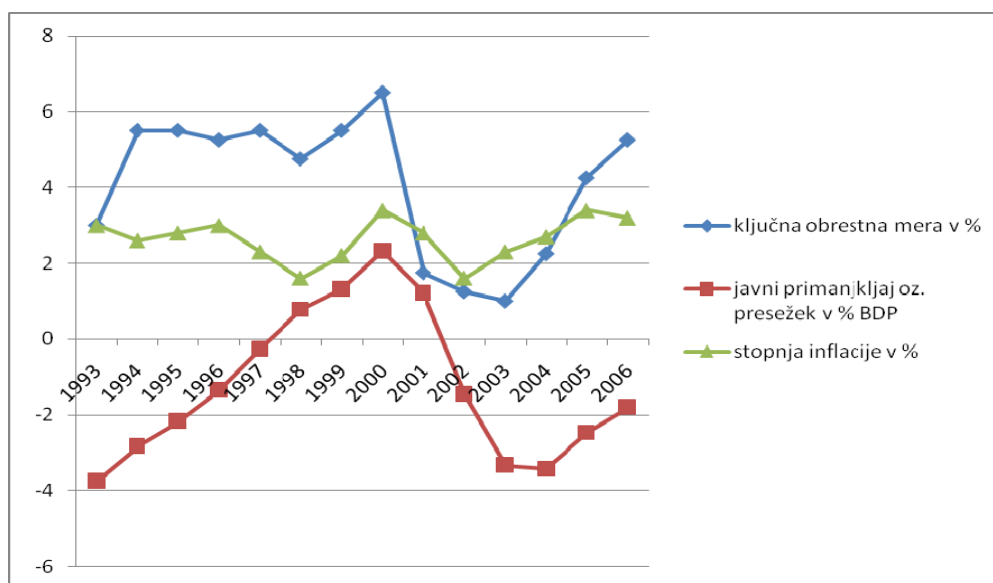
Negativna dinamika na trgu visokotehnoloških proizvodov se je poznala tudi na drugih gospodarskih področjih: leta 2001 je bila rast nična, brezposelnost je zrasla: leta 2000 je znašala 4 odstotke, leta 2001 5,8 odstotka. Potem ko so konec devetdesetih ZDA izničile javni primanjkljaj, se je ta ponovno pojavil po letu 2000 (glej graf 5.2), na ameriško gospodarstvo pa so negativno vplivali tudi kazalci zadolženosti gospodinjstev. Leta 2000 so ameriška gospodinjstva beležila zadolženost, ki je presegala 100 odstotkov povprečnih letnih prihodkov (Martignetti 2004, 231232).

5.4 Manična depresija ameriškega gospodarstva

Pregled gibanja makroekonomskih kazalcev skozi ameriško povojno zgodovino smo v tem kontekstu uporabili za prikazovanje teorije o manični depresiji gospodarstva oziroma o teoriji, po

kateri pomembnejše gospodarske krivulje ves čas nihajo iz enega ekstrema v drugi. Če najprej pogledamo nihanje stopnje inflacije (graf 5.3), lahko ugotovimo, kako je ameriška monetarna politika vse do osemdesetih let iskala ravnotežje z nihajočo krivuljo obrestnih mer. Zviševanje donosnosti državnih obveznic je bil protistrup za inflacijske šoke, predvsem v sedemdesetih letih. Da bi ZDA zaustavila močno naraščanje cen (predvsem ob viških povpraševanja zaradi naftnih blokad), je ameriška centralna banka preprosto podražila posojila z višjimi obrestnimi merami. V osemdesetih letih je Reaganova ekonomska politika ravnotežje iskala v ustvarjanju javnega primanjkljaja. Nihanje obrestnih mer ni bilo več tako izrazito, je pa zato pri zagonu rasti Reaganova ekonomska politika uporabljala izrazito javno porabo. Šlo je torej za dva različna načina umetnega iskanja ravnotežja, pri katerih je imela država ali natančneje ameriška centralna banka Fed zelo pomembno vlogo. Natančneje si sedaj preglejmo še nekaj pomembnejših makroekonomskih kazalcev v obdobju na prehodu iz starega v novo tisočletje.

Graf 5.3: Primerjava makroekonomskih gibanj: ključna obrestna mera, javni primanjkljaj (presežek) in stopnja inflacije v obdobju 1993-2006



Viri: Federal reserve bank of New York (2015); Congressional budget office (2015b); US inflation calculator (2015).

Primerjali smo tri kazalce, s katerimi vlada lahko pogojuje državno ekonomijo. Na isti grafikon smo zarisali krivulje gibanja ključne obrestne mere, javnega primanjkljaja in inflacije. Pri tem je potrebno pojasniti, da država neposredno določa prva dva ekonomska kazalca, medtem ko je inflacija odvisna od več dejavnikov. Na te krivulje je zanimivo pogledati v kontekstu opisanega dogajanja ob koncu devetdesetih let in začetku novega tisočletja. Če strnemo: po kriznem obdobju v

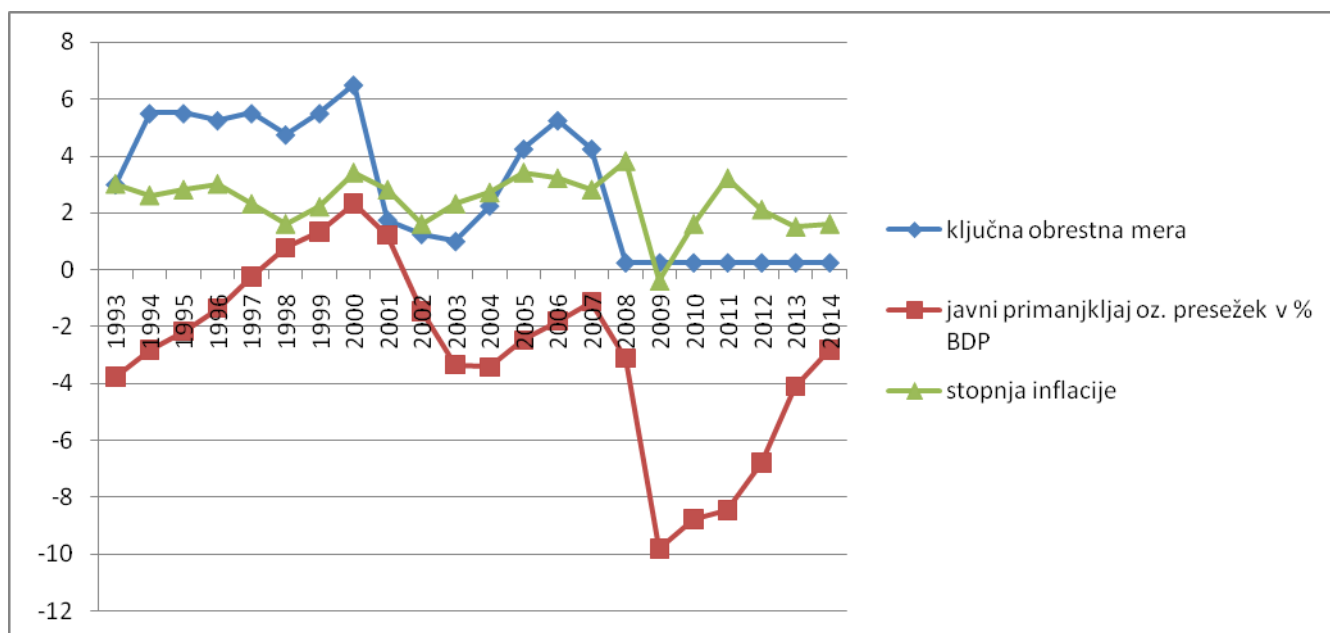
začetku devetdesetih let se je gospodarska klima v drugi polovici tega desetletja precej izboljšala in dosegla višek leta 2000, nakar je počil balonček dotcom in ZDA so doživele recesijsko obdobje.

Iz grafa 5.3 lahko ugotovimo, da so si bile v tem obdobju dinamike krivulj vseh treh kazalcev medseboj zelo podobne. Istočasno so rasle in istočasno so padale. Kar velja posebej poudariti je seveda tudi to, da so bila nihanja precejšnja. Med tremi kazalci je najmanjša nihanja doživela inflacija, dejavnik, ki je tudi najmanj odvisen od odločitev vlade. Ključna obrestna mera in javni primanjkljaj sta se malodane usklajeno višala in nižala. Clinton se je ob nastopu mandata leta 1993 soočal s precejšnjim javnim primanjkljajem in nizko obrestno mero, ki jo je takoj močno dvignil: v dobrem letu jo je iz 3 odstotkov dvignil na skoraj 6 odstotkov. Restriktivna monetarna politika, rezi v državne odhodke in obdobje gospodarske konjunktore so v naslednjih nekaj letih prinesli javnofinančni presežek. Takrat je ameriška centralna banka dvignila ključno obrestno mero na najvišjo stopnjo v tem obdobju, nad 6 odstotkov. V trenutku ko je počil balon dotcom (že v času predsednikovanja Busha mlajšega), pa so ZDA spet zabeležile javnofinančni primanjkljaj (in slabo gospodarsko rast), kar je za sabo povleklo tudi padec v obrestnih merah. Ključna obrestna mera je tako izjemno hitro rastla v letih 1993 in 1994 in izjemno hitro padla po letu 2000. Javno-finančni primanjkljaj se je nekoliko dlje spreminjal (s strogimi varčevalnimi ukrepi) v presežek, ob poku milnega mehurčka gospodarske krize, se je država takoj zatekla v politiko javnega primanjkljaja (Bush je sicer to politiko izkoriščal tudi za oboroževanje in za financiranje vojske). Skratka, nihanje teh makroekonomskih kazalcev kaže, da vlada ni bila sposobna stabilizacije gospodarstva. Blaginja in rast, ki sta bili značilni v drugi polovici devetdesetih, sta se v trenutku razpočili, država pa je na to odgovorila panično: z zmanjšanjem ključne obrestne mere in z zatekanjem v javno porabo. Ekonomska ideja za temi potezami je bila ponovni zagon gospodarstva, dejansko pa se je na tej ideji tudi osnoval nov milni mehurček, tokrat precej hujši in bolj dolgoročen.

Začrtane krivulje so kazale zelo jasen potek makroekonomskih gibanj. V trenutku krize je država posegla z znižanjem obrestne mere in povečanjem javne porabe. Po letu 2002 se je zaradi začetka novega konjunktura obdobja sčasoma zmanjšal javni primanjkljaj in so se ponovno zvišale ključne obrestne mere. V novem grafu bomo tako spet začrtali krivulje treh že omenjenih kazalcev, tokrat bomo vzeli v pretres obdobje od 1993 do današnjih dni.

Graf 5.4 nam prikazuje zanimivo podobo ameriške monetarne politike, ki je seveda vplivala tudi na splošno ekonomsko politiko. Predvsem je ta graf zanimiv za razumevanje vloge države v zadnjih petnajstih letih. Gre namreč za obdobje, ko so ZDA šle skozi dve pomembnejši finančni krizi. Prva je bila t.i. dotcom kriza, o kateri smo pisali v prejšnjem poglavju.

Graf 5.4: Primerjava makroekonomskih gibanj: ključna obrestna mera, javni primanjkljaj (presežek) in stopnja inflacije v obdobju 1993-2014



Viri: Federal reserve bank of New York (2015); Congressional budget office (2015b); US inflation calculator (2015).

Druga pa je nepremičninsko-finančna kriza, ki ji še ne vidimo pravega konca. Graf 5.4 nam ponuja dve zanimivi temi razmišljanja: potrjuje Sedlačkovo teorijo »manične depresije gospodarstva« in hkrati kaže na podobno reakcijo ameriških ekonomskih in političnih institucij v primeru obeh kriz. V obdobju med letoma 1993 do 2003 imamo tako pri ključni obrestni meri kot pri javnem primanjkljaju/presežku najprej močan vzpon krivulje (obdobje konjunktura do 2000) in nato hiter in močan padec do leta 2003-2004, ko je bilo konec učinkov dotcom balona in posledic 11. septembra. Po tem letu sledi spet nov močan vzpon obeh krivulj nekje do leta 2007 (nova nepremičninska konjunktura) in nato spet močan padec kot posledica finančne krize in poka nepremičninskega balona (stečaj Lehman brothers). Pri tem je potrebno ponovno pojasniti, da so kazalci, ki jih preučujemo v grafu tisti, pri katerih ima država največ vpliva. Politika zviševanja in zniževanja obrestnih mer je v rokah ameriške centralne banke, politika javne porabe pa v rokah vlade. V obeh primerih so se ustvarila močna nihanja, ki ustvarjajo manična razpoloženja, če ponovno uporabimo Sedlačkov besednjak.

Ko je po letu 2000 počil tehnološki balon je bilo v teku še nekaj pomembnih faktorjev: 11. september 2001 in takojšnja vojna proti Afganistanu je v ZDA pod Bushem mlajšim ponovno sprožila tudi vojaško industrijo. Da bi čim učinkoviteje kljubovali tem finančnim šokom, se je Greenspan odločil znižati obrestne mere (leta 2003 so dosegle minimum tega obdobja v višini 1

odstotka), hkrati pa se je Bush odločil za ekspanzivno monetarno politiko. V tem kontekstu so nizke obrestne mere spodbudile tudi vse močnejšo politiko kupovanja stanovanj in nepremičnin.

Skratka, tako v devetdesetih kot po letu 2000 so ZDA postopale na podoben način: ob umetno napihnjeni rasti, ki sta jo spodbujala nizka obrestna mera in politika javnih primanjkljajev, gospodarstvo ni vzdržalo ritma te rasti, ki je za sabo povlekla višje ključne obrestne mere. Precejšen del posojil za stanovanja je bil dodeljen v obdobju nizkih obrestnih mer. Ko so te obrestne mere zrasle in so dolžniki postali insolventni, je zadeva počila. O krizi leta 2008 bomo sicer natančneje še spregovorili, tukaj gre predvsem za prikaz dinamik, ki so si bile v devetdesetih letih in v novem tisočletju zelo podobne.

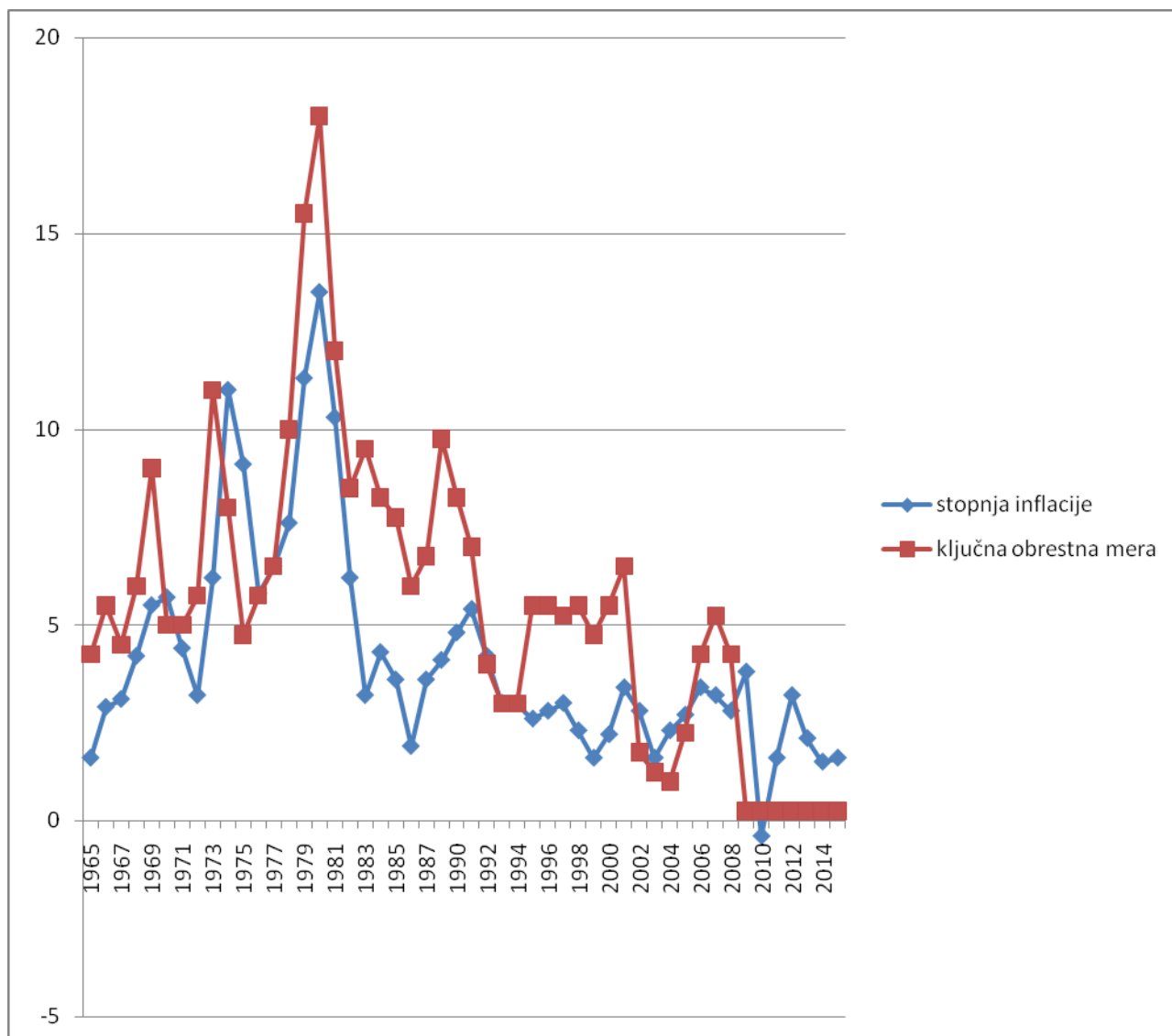
V grafih 5.3 in 5.4 smo med dve postavki, ki sta v celoti odvisni od državne monetarne oziroma fiskalne politike, vključili še podatke o stopnji inflacije. To je dejavnik, na katerega vpliva več dejavnikov, ki niso vezani izključno na faktor države. Inflacijo – to je rast in padec cen - namreč določa več pogojev, ki so prisotni na trgu. Država s svojimi orodji kvečjemu poskuša usmeriti inflacijo v smer, ki je v določenem trenutku bolj priročna. Hkrati stopnja inflacije je tudi eden od pokazateljev ekonomskega stanja v državi. Pravzaprav je eden od tistih kazalcev, ki kaže na stabilnost gospodarstva. Stopnja primerne inflacije je po kanonih tržnega gospodarstva nekje med 2 in 3 odstotki. To je merilo, ki ga uporablja Fed: ciljna inflacija za dvig nične obrestne mere je (vsaj) 2-odstotna stopnja. Zato je zanimivo ponovno vzeti pod drobnogled tudi ta kazalec. Za ponazoritev usklajenosti med stopnjo inflacije in ključnimi obrestnimi merami, izrisujemo v grafu 5.5 krivulji inflacije in ključne obrestne mere, ki imata malodane enako gibanje. Da se osredotočimo na inflacijo in njeno vlogo stabilizatorja, vzemimo še enkrat v pretres del razmišljanja češkega ekonomista Tomaša Sedlačka:

»Rešitve za depresivno krizo do določene mere poznamo, nikakor pa nismo poznali krize, ki je posledica vrhunca manične faze. Za zahodni svet je bila inflacija vseskozi huda težava, deflacijo so učbeniki komajda omenjali. Ko danes preživljamo obdobje deflacije, pa samo prosimo, da bi spet prišli v fazo inflacije« (Černic 2014, 31).

Če poenostavimo njegove besede: tudi pri inflaciji obstajata nek zgornji in spodnji eksces. Inflacija ne sme biti pretirano visoka, ne sme pa biti niti prenizka. Te ugotovitve seveda niso izvirno Sedlačkove: po tem načelu se že več kot petdeset let ravna tudi ameriška ekonomija. Visoke ključne obrestne mere in restriktivna monetarna politika so bila orožja, ki jih je ameriška centralna banka uporabila proti previsoki inflaciji predvsem v drugi polovici sedemdesetih in v osemdesetih letih. V tem obdobju je bila visoka inflacija ena od glavnih težav ameriškega gospodarstva. Pretirano zviševanje cen je realno zmanjševalo vrednost valute in celotnega gospodarstva. Takratno

naraščanje cen je bilo v prvi vrsti povezano z naftno blokado: ker so države proizvodnice črpale manjše količine, povpraševanje po nafti pa ni usihalo, je bila nafta dražja. Podražitev energentov je posledično prinesla splošno podražitev. Ta pojav je skušala ameriška centralna banka obrzdati s podražitvijo zadolževanja.

Graf 5.5: Stopnja inflacije in ključne obrestne mere od leta 1965 dalje



Vir: Federal reserve bank of New York (2015); US inflation calculator (2015).

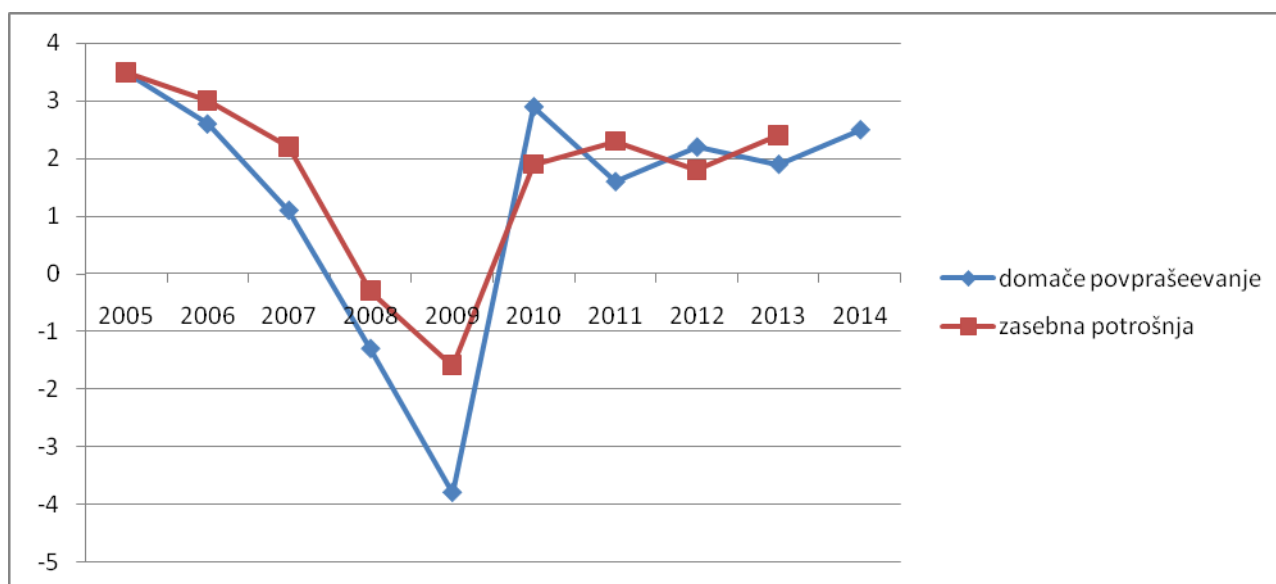
Finančna kriza iz leta 2008, ki je nastala ob puku nepremičninskega balona, pa je ameriško gospodarstvo prvič od petdesetih let dalje peljala v nasprotno smer: v spiralo deflacije oziroma v zmanjševanje cen. Leta 2010 so ZDA zabeležile deflacijo v obsegu 0,4 odstotka. Negativni predznak se je pojavil prvič po letu 1955. Kaj je to pomenilo za ameriški trg? Padec cen kaže na to, da je kupna moč potrošnika padla. Tržne cene se morajo tem dinamikam prilagoditi in zato doživijo

padec. Manjša kupna moč potrošnika se v obdobju krize močno pozna pri poskusih zagona gospodarstva. Brez finančno zdravega potrošnika ni mogoče zagnati domačega povpraševanja in notranjega in zdrave notranje ekonomske menjave. Zato je deflacija prav tako nezaželena kot previsoka inflacija. Strategija kvantitativnega sproščanja, ki jo je zagnal guverner Ben Bernanke, je želela ponovno spodbuditi domače povpraševanje in posledično gospodarsko rast. Ekspanzivna monetarna politika nizkih obrestnih mer in visokega zadolževanja (glej graf 5.4) bi morala omogočiti potrošniku večjo kupno moč.

Seveda se ob tem postavlja novo vprašanje: ameriška centralna banka je za blažitev katastrofičnih učinkov krize tudi po letu 2008 izbrala ista sredstva kot po letu 2001 oziroma tista sredstva, ki so v začetku novega tisočletja omogočila napihovanje nepremičninskega balona. Cilj ekspanzivnih ukrepov je bil zagon rasti in ozdravitev ekonomije, stranski učinek je bil nepremičninski balon. Po letu 2008 je ameriška centralna banka ponovno znižala obrestne mere, tokrat do rekordno nizke vrednosti 0 – 0,25 odstotkov. Na tej ravni je ključna obrestna mera bila od leta 2009 do decembra 2015, nakar se je le minimalno dvignila na raven med 0,25 in 0,50 odstotka. Šlo je bolj ko ne za simbolični dvig in za željo dokazovanja, da je ameriško gospodarstvo okrevalo. Cilj nizke ključne obrestne mere je bil vseskozi zagon gospodarstva. Ekspanzivni ukrepi so sicer pripomogli k rasti BDP, ciljni ukrep zvišanja in stabilizacije inflacije pa je zelo težka naloga. V letih 2013 in 2014 je bila stopnja inflacije približno 1,5 odstotna (glej graf 5.5). Skratka, nizke obrestne mere s težavo dosegajo zastavljene cilje rasti, ponovno pa se pojavlja tveganje finančnega balona. To tveganje ponazarja tudi močno nihajoča krivulja ključnih obrestnih mer in inflacije, ki kaže na nezmožnost stabilizacije makroekonomskih indikatorjev.

Preden se bomo ponovno posvetili tveganjem za nastanek novega finančnega balona, bomo še pogledali dva kazalca, ki kažeta na težave doseganja cilja rasti. Poglejmo dinamike rasti domačega povpraševanja in potrošnje gospodinjstev. To je pomembno zaradi precejšnjega pomena, ki ga ta dva kazalca igrata v ameriškem gospodarstvu. Zaradi obsežnosti in stabilnosti domačega trga lahko namreč ZDA gospodarsko rast zaženejo znotraj svojih meja in pri tem niso odvisne od zunanjih dejavnikov. Niso torej (v tolikšni meri) odvisne od izvoza in posledično niso v tolikšni meri odvisne od makroekonomskih razmer v drugih regijah. Stabilno in kakovostno domače povpraševanje je lahko za ZDA ključ za dokončen izhod iz krize, ker si v tem primeru rast »pridelajo na domačem vrtu«. Če bi ameriška vlada uspela ponovno in kakovostno zagnati domače povpraševanje in zasebno potrošnjo bi bila precej manj odvisna od morebitnih kriz na kitajskih in drugih trgih. Zato moramo v kontekstu rasti ameriškega gospodarstva pogledati tudi na rast omenjenih dveh kazalcev.

Graf 5.6: **Dinamika domačega povpraševanja in zasebne potrošnje (v odstotkih rasti/padca)**



Viri: OECD (2015); World bank (2015).

Zasebna potrošnja je v tem kontekstu del domačega povpraševanja oziroma ena od njegovih »podkategorij«. Vzporedno z razvojem krize sta seveda močno padla tudi oba kazalca. Minimum smo zabeležili leta 2009. Takrat je domače povpraševanje zdrknilo za 3,8 odstotka, zasebna potrošnja pa za 1,8 odstotka. Takoj naslednje leto sta oba makroekonomska dejavnika močno narasla: prvi je dosegel raven 3 odstotkov, drugi pa 2. Spomnimo, da je v tem letu splošno rast spodbudil prvi val kvantitativnega sproščanja, ki ga je Fed zagnal novembra 2008 in nadgradil marca 2009 (glej tabela 3.3). Kljub temu da se je strategija kvantitativnega sproščanja po tem še nadaljevala, pa je rast domačega povpraševanja in zasebne potrošnje nekoliko zavrla in do leta 2014 ni presegla 2,5 odstotka. Ob tolikšni finančni spodbudi s strani ameriške centralne banke so bili kazalci rasti nekoliko pod pričakovanji.

Skušajmo torej nekoliko povzeti. Ameriška centralna banka je po letu 2008 stavila na ekspanzivno monetarno politiko. Najprej je znižala ključno obrestno mero na nično stopnjo (rekordno nizka stopnja) in ob tem uvedla še politiko zelo izrazitih finančnih injekcij v ameriško gospodarstvo v obliki kvantitativnega sproščanja. S temi ukrepi je hotela ponovno zagnati ameriško gospodarstvo: cilj, ki si ga je postavila, je ponovna rast BDP in 2-odstotna stopnja inflacije. BDP je sicer začel rasti, stopnja inflacije pa je ostala pod želeno stopnjo 2 odstotkov. Tudi kazalci »domače rasti« (domače povpraševanje in zasebna potrošnja) niso bili izrazito briljantni. ZDA so torej prešle fazo recesije in krize, rast pa ni tako stabilna, kot je pričakovala ameriška vlada in centralna banka.

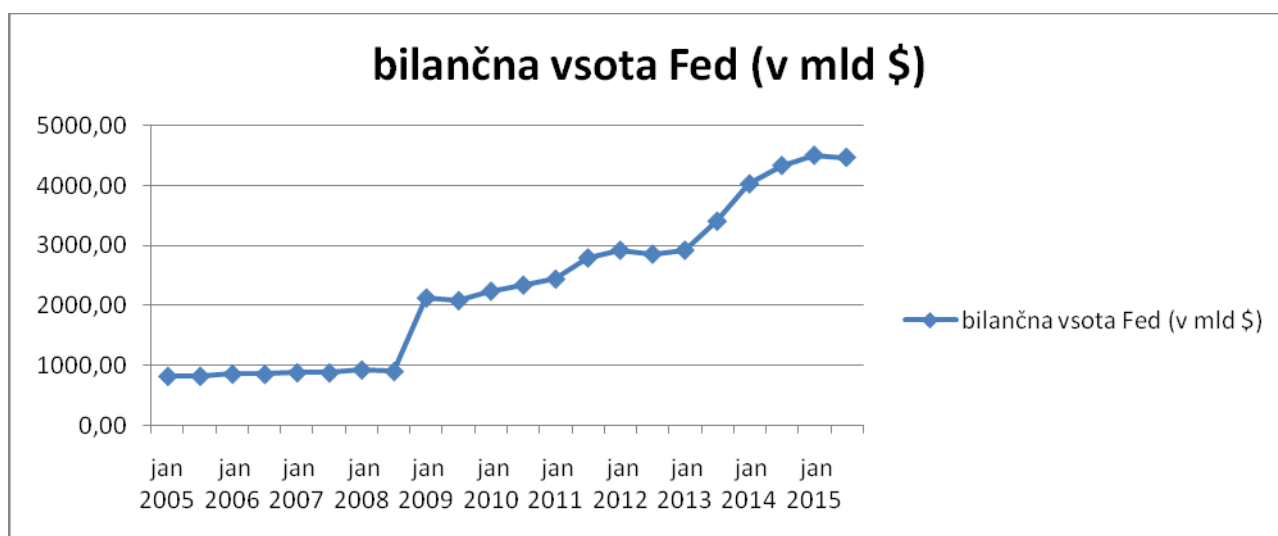
Na tej točki »vstopijo« morebitni stranski učinki, ki bi se lahko v prihodnosti maščevali ameriški centralni banki zaradi tako ekspanzivne monetarne politike. Gospodarstvo je v letih po najhujši krizi

začelo rasti, a je to storilo na tržno nerealnih postavkah nične obrestne mere in izrazitih likvidnostnih injekcij ameriške centralne banke. Vprašanje, ki si ga že dalj časa postavlja Fed, je to, kakšna bi lahko bila reakcija ameriškega gospodarstva v trenutku ko bi se nerealne postavke nekoliko normalizirale. Fed je na nični obrestni meri vztrajal od decembra 2008 in kljub prepričevanju javnosti, da so ZDA prebrodile krizo, si do konca 2015 ni upal dvigniti obrestne mere niti za 0,25 odstotka: to je storil šele decembra 2015, a tudi v tem primeru zelo oprezno in bolj ko ne simbolično. Zvišanje obrestne mere je bilo vredno 0,25 odstotne točke. Ključno je torej vprašanje: ali bosta ameriško gospodarstvo in njegova rast prestala ponovni prehod v bolj normalne pogoje (dvig obrestne mere) oziroma ali je bilo obdobje kvantitativnega sproščanja in ničnih obrestnih mer ugodno kotišče za nove finančne balone?

6 Bilančna vsota ameriške centralne banke

K temu vprašanju nas navaja še nekaj dejstev oziroma političnih odločitev glede monetarne politike ameriške centralne banke. Posebej se bomo osredotočili na rast bilančne vsote ameriške centralne banke od leta 2009 dalje. Rast bilančne vsote je zanimiva posebej zato, ker je povezana z različnimi fazami kvantitativnega sproščanja, ki jih je izvajal Ben Bernanke.

Graf 6.1: Bilančna vsota Fed, v mld \$



Vir: Board of governors of the Federal reserve system (2015c).

Startna točka pred začetkom ekspanzivne monetarne politike je bila med 850 in 900 milijardami dolarjev: tolikšna je bila takratna bilančna vsota Fed. Skozi leto 2007 se je gibala okoli 870 milijard dolarjev, v začetku 2008 poskočila na 920 milijard in se ob polletju ponovno znižala na 890 milijard (Board of governors of the Federal reserve system 2015c). Skratka v tem segmentu smo dalj časa imeli stabilne številke, ki niso rasle in padale. Septembra 2008 je propadel bančni velikan Lehman brothers, decembra istega leta je Fed oznanil prvo fazo kvantitativnega sproščanja. Neposredna posledica tega je strma rast bilančne vsote ameriške centralne banke, ki je do januarja 2009 že poskočila na 2.121 milijard dolarjev. Bilančna vsota se je torej več kot podvojila. Drugo fazo kvantitativnega sproščanja so sprožili novembra 2010. V tem obdobju beležimo manj strmo, a še vedno stalno rast bilančne vsote Fed. V drugem polletju tega leta je znašala med 2.300 in 2.400 milijard dolarjev, do januarja 2012 pa je znašala že 2.900 milijard dolarjev. Ameriška centralna banka je tretjo fazo kvantitativnega sproščanja sprožila septembra 2012, ko je bila njena bilančna vsota malenkostno pod 2.900 milijardami dolarjev. Rast tega kazalca pa je takoj po septembru 2012

spet eksplodirala in začela strmo rasti. Junija 2013 je bila bilančna vsota že 3.400 milijard dolarjev, leto kasneje pa že 4.300 milijard dolarjev. V obdobju med junijem 2014 in junijem 2015 je bilančna vsota še nekoliko zrasla in pristala pri 4.500 milijardah dolarjev (Board of governors of the Federal reserve system, 2015c).

Navajanje teh podatkov je pomembno v sklopu razvoja naših hipotez. Tudi v tem primeru lahko gledamo krivuljo, ki močno raste in gre torej, poenostavljeno, spet za višek neke manične faze, ki pa je po mnenju kritikov ekspanzivne monetarne politike nevarna, ker lahko pripelje do novega balona. Rast bilančne vsote je v tem primeru simptom, ki vzporedno z nizkimi obrestnimi merami in politiko javnih primanjkljajev vodi v potencialni nastanek novega nevarnega stanja za ameriško gospodarstvo. Preden podrobneje preučimo kritične pomisleke na ta račun, pogledjmo, kako vlada in Fed tako ravnanje opravičujeta.

6.1 Koristnost napihnjene bilančne vsote Fed

V pretres bomo tukaj vzeli stališča ameriške centralne banke glede ustreznosti odkupovanja kreditov dveh državnih nepremičninskih agencij, Freddie Mac in Fannie Mae, o katerih bomo bolj poglobljeno spregovorili v naslednjih poglavjih. Gre namreč za tisti dve agenciji, ki sta bili posbej globoko vpleteni v nastanek in pok nepremičninskega balona leta 2008. Vlada in Fed sta se odločila, da ju bosta skozi politiko kvantitativnega sproščanja ohranila pri življenju. Uradna stališča ameriške centralne banke oziroma agencije, ki je opravljala analizo v njenem imenu, so seveda pozitivna in govorijo o koristnosti takih ukrepov. Pogledjmo torej argumente vlade in ameriške centralne banke v prid tem ukrepom.

Zvezni komite za odprti trg je v imenu ameriške centralne banke v okviru ukrepov kvantitativnega sproščanja kupil za 2.300 milijard dolarjev MBS³. Projekt odkupovanja teh vrednostnih papirjev je trajal od decembra 2008 do napovedi o politiki t.i. taperinga (zmanjšanja odkupov), ki jo je Fed napovedal decembra 2013 in jo začel izvajati v letu 2014 (Federal housing finance agency 2014, 14-19). Oktobra 2014 je agencija za financiranje nepremičninskih poslov naročila analizo učinkov, ki razkriva pet pozitivnih posledic politike odkupovanja MBS.

Analiza najprej izpostavlja, da je odkup nepremičninskih vrednostnih papirjev MBS s strani ameriške centralne banke odločno pripomogel k padcu obrestne mere teh vrednostnih papirjev in bolj neposredno tudi k znižanju obresti na dolgoročna nepremičninska posojila. Izpostavlja se v prvi vrsti podatek, da so obrestne mere MBS padle s 6 odstotkov (oktober 2008) na 3,5 odstotke (julij

³ MBS oziroma Mortgage backed securities so paketi vrednostnih papirjev, v katere so Freddie Mac, Fannie Mae in druge podobne agencije vključile tudi stanovanjske kredite. MBS se v obliki vrednostnih papirjev prodajajo na finančnih trgih.

2013). Drugi pozitivni učinek, ki ga izpostavlja analiza, je refinanciranje nepremičninskih kreditov med letoma 2009 in 2013: kreditorejmalci so po zaslugi nižjih obrestnih mer svoj kredit podaljšali ceneje. Tretji pozitivni učinek so prihodki, ki sta jih agenciji beležili, pri zaračunavanju stroškov garancije imetnikom kreditov, ki so se odločili svoj dolg »prodati« agencijama. Šlo je torej za zavarovanje: agenciji sta od imetnikov kupovali kredite, ob tem pa sta jim zaračunali strošek kot poroštvo za kakovost kredita. To je bil neke vrste obramba pred odkupovanjem slabih kreditov. Fannie Mae je tako leta 2011 tržil iz tega naslova 1,6 milijarde dolarjev, leta 2013 pa 4,2 milijarde dolarjev. Freddie Mac je v istem obdobju poskočil z 817 milijonov dolarjev na 2,2 milijarde dolarjev prihodkov (Federal housing finance agency 2014, 1419).

Skratka, delovanje obeh agencij in pogoji, ki jih je ustvarila monetarna politika ameriške centralne banke, je močno koristila nepremičninskemu trgu. Zato je tudi odločitev centralne banke Fed iz leta 2014 o zmanjšanju odkupovanja MBS negativno vplivala na nepremičninski trg z zviševanjem dolgoročnih obrestnih mer. Analiza nazadnje ponuja tudi statistično sliko odkupov MBS, ki jih je izvedla v omenjenem obdobju ameriška centralna banka. V letu 2013 je Fed kupil 55 odstotkov MBS, ki sta jih izdali Fannie Mae in Freddie Mac, v prvem četrtletju 2014 celo 85 odstotkov (Federal housing finance agency 2014, 1419). Tako je ameriška centralna banka povečala povpraševanje po MBS in imela odločilno vlogo pri padcu obrestnih mer pri nakupu MBS, pa tudi pri stanovanjskih kreditih, še ocenjuje dokument Zvezne agencije za nepremičninsko financiranje, ki zaključuje svojo analizo, da bi morebitno zmanjšanje nakupne mase MBS pripeljalo do hkratnega povišanja obrestne mere in do ponovne podražitve v sektorju nepremičnin.

Precej bolj zadržana je analiza na isto temo, ki je nastala na pobudo newyorškega Fed in je bila objavljena marca 2015 (Scott Frame in ostali, 2015). Že na prvi strani poročila je sicer pojasnilo, da ne gre za uradno stališče newyorške izpostave centralne banke, temveč za mnenje piscev, ki so vsekakor zaposleni prav v ameriški centralni banki v New Yorku.

Izsledki analize o učinkih reševanja Fannie Mae in Freddie Mac so pokazali pozitivno plat v kratkoročnih rešitvah stabilizacije nepremičninskega trga in njegovega zagona v najbolj kritičnem obdobju. Predvsem so tukaj izpostavili vlogo obeh agencij v vzdrževanju nivoja ponudbe v času krize in dejstvo, da lastniki dolga obeh agencij niso utrpeli večjih škod. Hkrati pa so avtorji analize tudi jasno zapisali, da dva cilja, povezana z dolgoročno strategijo in ključnima reformo in preobrazbo obeh nepremičninskih agencij. Dokument omenja poskuse vračanja slabih nepremičninskih kreditov prvotnim imetnikom ter neprilagoditev navodilom ministrstva za finance, ki je junija 2010 za slabe kredite predpisala možnost popolnega odpisa (Frame in ostali 2015, 28-29). Agenciji nista pristali na politiko knjiženja odpisov, ker bi jima to škodovalo in bi imelo

negativne posledice tudi na MBS, ki sta jih izdajali. Zadnja in najpomembnejša kritika na račun reševanja Fannie Mae in Freddie Mac je pomanjkanje načrta za preobrazbo omenjenih državnih agencij. Njuno reševanje bi moralo biti po besedah nekdanjega finančnega ministra in nekdanjega prvega človeka finančne družbe Goldman Sachs Henryja Paulsona iz leta 2010 samo začasna rešitev do trenutka, ko naj bi vlada določila strategijo prestrukturiranja (Frame 2015, 29). Februarja 2011, je še mogoče razbrati v poročilu, sta Obamov finančni minister Timothy Geithner spodbudil nastanek bele knjige glede reforme nepremičninskih kreditov, ki jo je pospremil s temi besedami: »To je načrt za reformo, ki bo ugasnila vladne agencije, povečala garancije za potrošnike in ohranila dostop do stanovanjskega lastništva za vse, ki bi to potrebovali« (Frame 2015, 29). Dokument, ki so ga izdelali funkcionarji newyorške izpostave ameriške centralne banke se naslanja na obe izjavi in ob tem pojasnjuje, da do predvidenih reform še ni prišlo ter da tudi nič ne kaže, da bi bila v kratkem izdelana ustrezna strategija. Zamujanje pri reševanju te teme najbrž pomeni, da bodo v prihodnosti izvedbo radikalnejše reforme nepremičninskega kreditiranja ocenili za pretežavno in da bodo zato izpeljane samo manjše spremembe. »To bi bila velika izgubljena priložnost za zagon dolgoročno stabilnejšega ameriškega stanovanjskega kreditnega sektorja (Frame 2015, 29).

Reševanje Fannie Mae in Freddie Mac torej po ugotovitvah funkcionarjev iz oddelka Fed – New York ni prineslo tistih sprememb, zaradi katerih je ameriška centralna banka z odkupi MBS vanje vložila tolikšno likvidnost.

6.2 MBS in dolgoročne državne obveznice v bilančni vsoti Fed

Financiranje Fannie Mae in Freddie Mac, ki si ga je z odkupi MBS privoščila ameriška centralna banka, je bilo deležno še več kritik. V prvi vrsti je šlo za kritike na račun količine MBS, ki jih je Fed odkupila pri Fannie Mae in Freddie Mac.

Pri pojasnjevanju rasti in ekspanzije bilančne vsote Fed se bomo poslužili podatkov iz grafa 6.1. Graf prikazuje strmo rast bilančne vsote ameriške centralne banke po uvedbi strategije kvantitativnega sproščanja, tabela 6.1 pa natančneje opredeljuje posamične postavke te rasti. Poglejmo nekaj zanimivosti v zvezi s temi podatki. Nekje do predkriznega obdobja je bila bilančna vsota ameriške centralne banke dokaj stabilna. Gibala se je okoli 900 milijard dolarjev. Le dobrih šest mesecev za tem se je bilančna vsota več kot podvojila in dosegla vrednost 2.200 milijard dolarjev. Iz tabele je očitno, da je k temu največ prispevala postavka »ostalo«. Kaj se skriva za tem? Po aferi Lehman brothers in formalnem začetku finančne krize je ameriška centralna banka najprej močno povečala postavko depozitov, ki je poskočila z vrednosti 21 milijard dolarjev junija 2008 na

1.250 milijard le 6 mesecev kasneje (Federal reserve statistical release 2008). Ta prvi korak je bil pravzaprav posledica ekspanzivne monetarne politike pred uvedbo strategije kvantitativnega sproščanja. Že leta 2007 je Fed skušal omejiti porajajočo se krizo z nakupom kratkoročnih državnih obveznic. Namen teh nakupov je bil ustvariti likvidnost na trgu in napolniti rezerve komercialnih bank v obliki depozitov centralne banke (Michael in ostali 2014, 2).

Tabela 6.1: Postavke bilančne vsote Fed (v milijardah \$)

Datum*	Državne obveznice	MBS	ostalo	Bilančna vsota Fed
2007 januar	778,91	/	119,79	898,70
2007 junij	790,30	/	119,35	909,65
2008 januar	740,61	/	203,19	943,80
2008 junij	486,90	/	442,87	929,77
2009 januar	475,96	/	1.822,66	2.298,62
2009 junij	606,16	427,61	1.088,1	2.121,87
2010 januar	776,59	908,48	590,27	2.275,34
2010 junij	776,90	1.113,51	488,45	2.378,86
2011 januar	1.023,96	992,14	454,54	2.470,64
2011 junij	1.529,67	917,85	383,4	2.830,92
2012 januar	1.663,44	837,7	460,08	2.961,22
2012 junij	1.661,38	851,75	378,57	2.891,7
2013 januar	1.662,85	926,66	367,84	2.957,35
2013 junij	1.891,03	1.164,97	378,56	3.434,56
2014 januar	2.208,79	1.490,16	368,15	4.067,10
2014 junij	2.375,18	1.647,98	347,81	4.370,97
2015 januar	2.461,39	1.738,34	343,6	4.543,33
2015 junij	2.461,73	1.744,10	247,44	4.453,27

Vir: Fed (2015c).

*Referenčni datum je vedno prvo ocenjevanje vrednosti bilančne vsote Fed v mesecu

Šest mesecev kasneje je bila vrednost posameznih postavk bilančne vsote ameriške centralne banke že povsem drugačna: decembra 2008 je nastopil prvi val kvantitativnega sproščanja, ki je predvideval odkupe dolgoročnih državnih obveznic in MBS agencij Freddie Mac in Fannie Mae.

Teh je Fed v prvih šestih mesecih leta 2009 kupil za 430 milijard dolarjev, znatno se je zmanjšala postavka ostalo (padec v višini 800 milijard dolarjev). Največji padec te postavke je bilo zaznati med januarjem 2009 in januarjem 2010 in to v višini 1.300 milijard dolarjev. V prvi vrsti je Fed zmanjšal količino t.i. »term auction credit⁴« v višini 330 milijard dolarjev, za približno isto vsoto se je zmanjšal tudi delež v finančni družbi Maiden Lane⁵. Ameriška centralna banka je med temi postavkami največji rez opravila pri t.i. »central bank liquidity swaps«⁶ in to v višini 530 milijard dolarjev. Skratka, ZDA so na ta način iz tujine privlekle delež dolarskih depozitov domov (Federal reserve statistic release 2010).

Istočasno je bilančna vsota ameriške centralne banke kljub temu rasla z dotokom državnih obveznic in MBS s poroštvom nepremičninskih agencij Fannie Mae in Freddie Mac. Ta del širjenja bilančne vsote so omogočile prav že večkrat omenjene faze kvantitativnega sproščanja, ki ga je zagnala ameriška centralna banka. Prvo fazo so zagnali decembra 2008 in jo nadgradili marca 2009, predvidela je odkup do 300 milijard dolarjev obveznic Fannie Mae in Freddie Mac (označeni sta bili kot družbe GSE⁷) in do 1.250 milijard dolarjev MBS obeh družb (glej tabela 3.3). Končni učinek za bilančno vsoto Fed je bil ob sklepu te prve faze dobrih 900 milijard dolarjev MBS (glej tabela 6.1). Nov občuten val odkupovanja MBS je bil med januarjem 2013 in januarjem 2014: takrat je bila v teku tretja faza kvantitativnega sproščanja, ki je predvidevala mesečni odkup do 85 milijard dolarjev dolgoročnih vrednostnih papirjev, obveznic GSE in MBS. Fed je takrat povečal količino MBS v svoji bilančni vsoti za skoraj 600 milijard dolarjev.

Ko govorimo o drugi postavki, ki je pomembno prispevala k izjemnemu napihovanju bilančne vsote FED – govorimo namreč o dolgoročnih državnih obveznicah – moramo tudi v tem primeru slediti dinamikam uveljavljanja politike kvantitativnega sproščanja. V tem primeru beležimo dve obdobji z zelo izrazito rastjo nakupovanja dolgoročnih državnih obveznic. Prvo tako obdobje je bilo med januarjem 2011 in januarjem 2012: količina državnih obveznic v ameriški centralni banki je zrasla za dobrih 600 milijard dolarjev. Takrat je bila v teku druga faza kvantitativnega sproščanja, ki je predvidevala mesečni nakup dolgoročnih državnih obveznic do 75 milijard dolarjev za skupno maksimalno vsoto 600 milijard dolarjev. Druga faza strme rasti je med januarjem 2013 in januarjem 2014, ko je bila v teku že omenjena tretja faza kvantitativnega sproščanja. V tem obdobju je količina dolgoročnih državnih obveznic v bilančni vsoti Fed poskočila še za dodatnih 600 milijard dolarjev. To je torej pripeljalo ameriško centralno banko do stanja, po katerem je skupna bilančna

⁴ Finančno sredstvo - avkcija, s katero je Fed plasiral pakete kratkorčnih posojil v institucije za hranjenje depozitov

⁵ Gre za družbo, ki jo je ustanovil Fed New York za lažje izvajanje transakcij s tremi finančnimi velikani: Bear Stearns, AIG in AIG credit default swaps division

⁶ Gre za postopek prodaje določene količine valute med dvema državama s prodajo kreditov

⁷ GSE je kratica za Government sponsored enterprises – podjetja, ki živijo od javnih sredstev

vsota skoraj 4.500 milijard dolarjev, od tega je 1.750 milijard dolarjev MBS in 2.450 milijard dolarjev dolgoročnih državnih obveznic

6.3 Nevarnost MBS in ustvarjanje balona

Tolikšno naraščanje bilančne vsote Fed je neposredno povezano s povečano količino MBS in dolgoročnih vrednostnih papirjev. Ameriška država je »de facto« prevzela Fannie Mae in Freddie Mac, obe agenciji za nepremičnine, in ju z opisanim posredovanjem ameriške centralne banke ohranila pri življenju. Cilj takega ukrepanja je bila oživitev nepremičninskega trga po katastrofalnih posledicah poka nepremičninskega balona. Država je takrat rešila Fannie Mae in Freddie Mac, da bi preprečila dokončno kolapsiranje nepremičninskega trga.

To se je zgodilo leta 2008, ko je ameriška vlada uvedla t.i. nadzorovano upravljanje nad obema družbama. Šlo je za ločen postopek, ki se je izvajal vzporedno z odkupovanjem MBS. Postopek, s katerim je ameriška vlada rešila agenciji za trgovanje z nepremičninskimi agencijami, so uvedli 6. septembra 2008, le nekaj dni pred padcem velikana Lehman brothers. Finančno ministrstvo je tedaj s finančno injekcijo v višini 189 milijard dolarjev poskrbelo, da se agenciji začasno zadrži nad gladino. Kljub temu da sta Fannie Mae in Freddie Mac bila »de facto« v neposredni državni lasti, sta pravno-formalno podjetja, ki sta podvržena zakonskemu okviru za podjetja vključno z izpolnjevanjem zahtev ameriškega Securities and exchange commission (SEC – Agencije za trg vrednostnih papirjev). Nadzorovano upravljanje je nase prevzela Federal Housing Financial Agency (FHFA – Zvezna agencija za financiranje nakupa hiš). Leta 2012 so izdelali strateški načrt za nadzorovano upravljanje, ki je predvidevalo nov sistem prodajanja MBS in privabljanje privatnega kapitala. V tem sklopu je nastala celo bela knjiga »Grajenje nove infrastrukture za sekundarni nepremičninski kreditni trg«. Med drugim so v pojasnilih k svoji vlogi v FHFA še zapisali, da nadzorovano upravljanje države dolgoročno ni vzdržno. Leta 2014 so pri FHFA zapisali novo strategijo, ki naj bi nadgradila tiso iz leta 2012. Med glavnimi cilji te strategije je ohranitev aktivnosti za spodbujanje nepremičninskega kreditiranja in zmanjševanje tveganja za davkoplačevalce (FHFA, 2013). Kljub vsem napovedim, ki se vrstijo že od leta 2012, pa država še ni izstopila iz nepremičninskih agencij. Delež, ki ga še vedno ima v Fannie Mae in Freddie Mac, je 80 odstoten, preostalih 20 odstotkov pa je razpršenih med več lastnikov. Ob tem so ravno »preostali lastniki« sprožili pravni spor proti državi, ker naj bi si ta v nasprotju z logiko lastniških deležev pridržala vse prihodke iz naslova dividend (Plaintiffs, 2015).

Je lastništvo države in odkupovanje MBS s strani ameriške centralne banke lahko vzrok za nov nepremičninski balon? O tem je sicer težko karkoli reči, ker gre za napovedi. Lahko pa pogledamo

nekaj objektivnih dejstev okoli tega. Pri tem gre opozoriti na besede, ki so jih pri FHFA uporabili leta 2013 v povezavi z vzdržnostjo državnega lastništva obeh agencij:

»Dolgoročna neprekinjena operacija vladnega nadzorovanega upravljanja ni vzdržna za Fannie Mae in Freddie Mac, ker družbama primanjkuje kapital, ne moreta vzpostaviti kapitalske osnove in delujeta na vnaprej določeni končni linji financiranja«(FHFA, 2013).

Kljub temu, da je FHFA bila glede tega zelo jasna, se lastniško stanje do danes še ni spremenilo. Nasprotno, politika dividend, ki smo jo opisali v gornjih vrsticah, je po mnenju vodstva Fannie Mae, večje od dveh nepremičninskih agencij, zelo zaskrbljujoča. V poročilu poslovanja za tretje četrtletje v letu 2015 so zapisali, da bodo v sklopu dogovorov z državo morali finančnemu ministrstvu letno nakazovati 600 milijonov dolarjev letno iz naslova kapitalskih rezerv (gre za že večkrat omenjeni dogovor o izplačilu dividend) vse do njihovega izničenja leta 2018. Ob tem v Fannie Maeju še sporočajo, da bodo sicer še poslovali z dobičkom. Prihodki pa bi lahko bili po njihovem mnenju manjši glede na leto 2014, kar bi lahko pripeljalo družbo v stanje, ko bodo obveznosti večje od premoženja, posebej v trenutku, ko bodo kapitalske rezerve nične. Če bi se to zgodilo, še trdijo v Fannie Mae, bi morali ponovno zaprositi za finančno pomoč države (Fannie Mae, 2015). Ob tem je potrebno povedati, da je tudi stanje na področju kapitala družbe vse prej kot rožnato. Osnovni kapital je negativen. Septembra 2015 je bil kapitalski primanjkljaj vreden 140 milijard dolarjev, kar je približno 3 odstotke vrednosti celotnega premoženja družbe. Pri Fannie Maeju negativne številke tudi v tem primeru pripisujejo dividendam, ki jih morajo odplačevati državi.

Finančno ministrstvo je, če nekoliko povzamemo, po FHFA najprej vložilo kapital v reševanje obeh nepremičninskih agencij, a je potem doseglo, da mu Fannie Mae in Freddie Mac izplačujejo dividende, ki so vezane na prednostne delnice (in ne na navadne). Dividende gredo tako v celoti v državno blagajno. In to je tudi srž že omenjene tožbe ostalih delničarjev, ki do dividend niso upravičeni. Tudi premoženje se v zadnjih letih nekoliko zmanjšuje, kar bi lahko igralo v naslednjem obdobju svojo vlogo. Če bi bilo premoženje 60 dni zapored manjše od obveznosti (doslej je bilo vselej enakovredno), bi se lahko vlada odločila za imenovanje predstečajnega upravitelja. V tem primeru sicer obstaja še rezervni scenarij, da bi pred tem država priskočila na pomoč in rešila podjetje iz te zagate (Fannie Mae 2014, F-60).

Med nepremičninskima agencijama in državo teče torej kompleksen odnos. Čeprav sta pod stalnim vladnim nadzorom, še vedno obstajajo tveganja za obe družbi. Država (po vladnih organih) želi počrpati iz agencij, kolikor se le da, hkrati pa se zaveda, da jih ne sme pustiti »na cedilu«, ker bi to povzročilo nov finančni balon. Odkupovanje MBS s strani ameriške centralne banke je bila ena od

teh potez. V letu 2014 smo zabeležili še drugo, ki je šla v to smer. FHFA je odobrila novo strategijo za nepremičninske kredite, po kateri mora prosilec za posojilo ob vložitvi prošnje za kredit vnaprej plačati 3 odstotke celotne vrednosti posojila. Gre za najnižjo stopnjo nepremičninskega kreditnega predujma vse od leta 2010 dalje (Greene 2014).

Tabela 6.2: Fannie Mae: Premoženje, osnovni kapital in izplačane dividende (v milijonih dolarjev)

	Premoženje	Osnovni kapital	Izplačane dividende
2013	3.270.108	- 137.283	85.419
2014	3.248.176	- 142.746	15.323
2015 (do sept.)	3.230.782	- 140.600	8.537

Vir: Fannie Mae (2015 in 2014).

Fannie Mae je s programom tovrstnih kreditov startala že decembra 2014. Pred tem je bila vrednost tega »predujma« določena pri 5 odstotkih. Gre za ekspanzivni ukrep, ki lajša dostop do nepremičninskih kreditov tudi potrošnikom z manjšimi finančnimi razpoložljivostmi. Načrt države in agencij je razširjenje in ponovni zagon nepremičninskega trga, ki je dejansko tudi osnovna dejavnost Fannie Mae in Freddie Mac. Po drugi strani se z nižanjem zahtev pri podeljevanju kreditov postavlja tudi vprašanje, ali bi razširitev kroga upravičencev do kreditov ne sprožila spet novega balona zaradi njihove vprašljive finančne (in)solventnosti. Pri tem se lahko spet vrnemo na vprašanje napihnjene bilančne vsote ameriške centralne banke.

6.4 Kaj prinaša napihnjena bilančna vsota še v poslovanje Fed?

Na primeru Fannie Mae in Freddie Mac smo torej omenili dve tvegani potezi, ki jih je povlekla država. Prvo je odkupovanje MBS s strani ameriške centralne banke, ki se je izvajalo v sklopu strategije kvantitativnega sproščanja, drugo je zniževanje stopnje lastnega kapitala, ki ga mora ob nakupu nepremičnine zagotoviti kupec. Gre za dve potezi, ki sta logično med seboj povezani. Fed se je odločil za masiven nakup MBS, da bi spodbudil novo rast nepremičninskega sektorja po padcu, ki ga je ta doživel leta 2008. Pomoč je bila v tem primeru namenjena agencijama, ki se ukvarjata s tem sektorjem. Odločitev o zmanjšanju deleža lastnega kapitala na 3 odstotke, pa je poskus zagona nepremičninskih prodaj na strani potrošnikov. Skratka, odločitvi sta sestavna dela enotne ekspanzivne ekonomske politike. Gre pa za vrsto ekspanzivnosti, ki lahko postane tudi

glavni vzrok za nove finančne balone. Potrošniki, ki zagotovijo samo 3 odstotni lastni kapital v prošnji za kredit, lahko ob nihanju obrestnih mer kaj kmalu zapadejo v insolventnost. Tudi pretirano odkupovanje MBS s strani ameriške centralne banke lahko v sebi skriva neželene slabe kredite, ki imajo škodljiv učinek na njeno ekonomsko stabilnost. Uradni podatki iz letnih poročil kažejo ob koncu leta 2014 še vzdržne količine slabih kreditov. Fannie Mae je na primer beležila razmeroma majhne izgube iz tega naslova: v letu 2014 je morala odpisati približno 35 milijard dolarjev od skupno več kot 3 tisoč milijard dolarjev odobrenih posojil (Fannie Mae 2014, 96). Dodatno vprašanje je še, kaj se bo zgodilo z donosnostjo in vrednostjo MBS (pa tudi obveznic), ki jih je Fed odkupovala v obdobju zadnjih let, ko bo ključna obrestna mera spet rasla. Tudi tukaj obstaja namreč nevarnost, da bi MBS, ki jih je Fed odkupila po nizki fiksni obrestni meri, postali ob dvigu ključne obrestne mere nezanimivi za potencialne nove kupce, ker bi investitorji iskali nove priložnosti z višjimi donosi. Skratka Fed teh vrednostnih papirjev ne bi mogla prodati, ker bi zaradi nizke obrestne mere najbrž ne našla kupca: to bi tem vrednostnim papirjem močno zbil vrednost (Michael 2014, 9).

Drugi dejavnik v sklopu kvantitativnega sproščanja je poglavje operacije twist (glej tabelo 3.3), ko je ameriška centralna banka zamenjala kratkoročne državne obveznice za dolgoročne. Jasno je, da so dolgoročne obveznice zaradi daljše ročnosti bolj občutljive na spremembo obrestne mere. Rast ključne obrestne mere bi sicer v določenem obsegu pomenila za Fed večje prihodke iz naslova obresti, hkrati pa se moramo zavedati, da bi ta ista rast obrestnih mer lahko za sektor države – ta je izdala obveznice, ki jih je ameriška centralna banka odkupila v postopku kvantitativnega sproščanja – pomenil pravi šok, ki bi povečal javni primanjkljaj (Michael in drugi 2014, 7). Država je sicer, tako ali drugače, »edini delničar« ameriške centralne banke. Zato bi v marsičem učinek tega zviševanja obrestne mere in izplačevanje obresti bilo prelaganje sredstev iz enega v drugi žep, in to samo, ko govorimo o državnih obveznicah v lasti ameriške centralne banke.

Tveganje šoka zaradi izplačevanja višjih obresti pa bi se posredno preneslo tudi na Fed v drugem primeru. V ameriški centralni banki so se v zadnjih letih povečali depoziti komercialnih bank, ki jih Fed financira (odplačuje obresti na depozit) s prihodki od obresti državnih obveznic in MBS. Povečanje bilančne vsote je ameriški centralni banki med drugim ponudilo več sredstev za pokrivanje stroškov, med temi so seveda tudi obresti na depozite komercialnih bank. In ravno ta postavka je v zadnjih letih doživela močan vzpon znotraj sistema Fed.

Vzporedno z rastjo bilančne vsote, so komercialne banke povečale svoje rezerve v ameriški centralni banki. Ker so banke svoje depozite položile v Fed, jim ta plačuje seveda obresti. Politiko tega plačevanja pojasnjuje tudi ameriška centralna banka na svojih spletnih straneh. Gre v bistvu za

politiko sprotnega in prenosorazmernega dvigovanja ključne obrestne mere in obrestne mere na depozite bank.

Tabela 6.3: Depoziti komercialnih bank v ameriški centralni banki

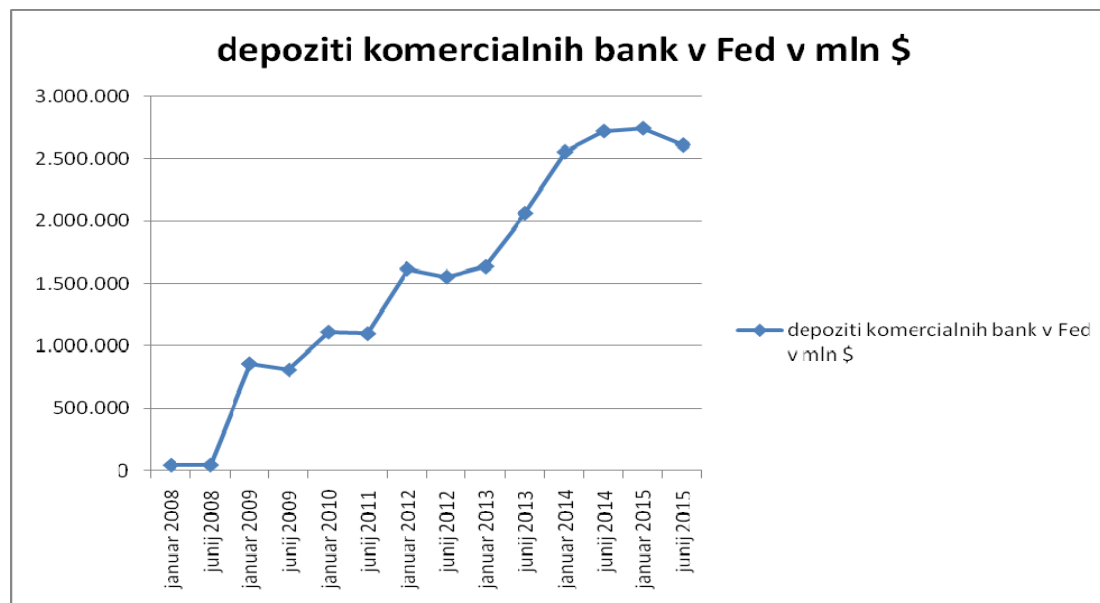
Datum	Vrednost depozitov komercialnih bank (v milijonih \$)
Januar 2008	44.891
Junij 2008	45.809
Januar 2009	860.235
Junij 2009	809.734
Januar 2010	1.112.375
Junij 2010	1.099.205
Januar 2011	1.110.349
Junij 2011	1.665.828
Januar 2012	1.619.192
Junij 2012	1.555.380
Januar 2013	1.636.934
Junij 2013	2.062.906
Januar 2014	2.556.401
Junij 2014	2.722.268
Januar 2015	2.745.584
Junij 2015	2.611.129

Vir: Fed (2016).

Dolgo pričakovani dvig ključnih obrestnih mer, ki ga je uprava ameriške centralne banke potrdila na zasedanju decembra 2015, je tako prinesel tudi dvig obrestnih mer na depozite z 0,25 na 0,50 odstotka (Fed 2015e). Dvig obrestnih mer na depozite je v diskrecijska odločitev uprave ameriške centralne banke, ki prinaša višje stroške. To bo Fed posebej občutil v obdobju tako napihnenje količine rezerv, ki se je nabrala v zadnjih letih. In to bi lahko pomenilo nov hud finančni napor za javne blagajne ameriške države. Po drugi strani je ameriška centralna banka v tako zviševanje do določene mere tudi prisiljena v luči stabilizacije kreditnega in finančnega sistema. Če bi obrestne mere na depozite zaostajale za ključno obrestno mero, bi komercialne banke svoje rezerve iz

centralne banke lahko drugače investirale (tudi v obliki kreditiranja) v iskanju boljših obresti. In tudi v tem primeru bi lahko bili priča rasti novega balona (Norbert in Moore 2014, 7).

Graf 6.2: **Depoziti komercialnih bank v Fed, v mln \$**



Vir: Fed, (2016).

Skratka, v postavkah, ki smo jih osvetlili v tem poglavju se skrivajo nekatere nevarnosti za nastajanje novih balonov s koreninami v tistem sektorju, ki je bil že leta 2008 najbolj pod udarom. Tveganja »manične depresije«, ki smo jih omenjali v prejšnjih poglavjih v povezavi s ključno obrestno mero in javnim primanjkljajem, lahko v tem kontekstu najdemo tudi v okviru napihnjene bilančne vsote in bančnih rezerv ameriške centralne banke. Kot protiargument lahko ponekod sicer najdemo podatke o tem, kolikšna je bilančna vsota pri nekaterih drugih centralnih bankah. Medtem ko je bilančna vsota Fed vredna približno 22 odstotkov celotnega ameriškega BDP, je bilančna vsota japonske centralne banke dobrih 44 odstotkov japonskega BDP. Še zgovornejši primer je Švica, kjer je bilančna vsota centralne banke enaka 83 odstotkom tamkajšnjega BDP (Ricketts in Walker 2014, 2). Bilančno vsoto centralnih bank pa je težko primerjati od države do države. Če pogledamo v zgodovino ZDA, je zdajšnja stopnja bilančne vsote glede na BDP tik pod rekordno vrednostjo. Tolikšen delež smo zabeležili samo v dveh zgodovinskih obdobjih. Prvič je to bilo leta 1940, ko je bilo še čutiti posledice velike depresije in je Roosevelt postavil na noge ekspanzivni »new deal«. Takrat je bila stopnja bilančne vsote Fed enaka 23 odstotkom ameriškega BDP. Drugi podoben višek je Washington zabeležil leta 1946, takoj po drugi svetovni vojni z 20,2 odstotka (Ricketts in Walker 2014, 2). Bilančna vsota sredi leta 2015 je navsezadnje bila trikratnik tiste in

obdobja takoj po padcu Lehman Brothers. To je z vidika analize zanimiv podatek in kaže na razmere v ameriškem finančnem sektorju. Tolikšna bilančna vsota skratka ni v ameriških razmerah nekaj normalnega in gre za neko izredno stanje. Možnost, da se ob tem ustvari nov finančni balon, pa gre preveriti s primerjavo stanja pred krizo leta 2008 in z iskanjem morebitnih vzporednic s tistim obdobjem.

7 Poslovanje Fannie Mae in Freddie Mac

Čeprav je bil na simbolni ravni najbolj izrazit znanilec krize ameriškega finančnega sistema stečaj banke Lehman brothers, je v našem preučevanju zanimivo analizirati poslovanje in splošen modus operandi tistih dveh agencij, ki sta bili najbolj neposredno povezani z nepremičninskim trgom in z ustvarjanjem vrednostnih papirjev, vezanih na nepremičninske kredite. Govorimo seveda o Fannie Mae in Freddie Mac. Gre namreč za dinamiko, ki je povezana z elementi monetarne politike ameriške centralne banke, o kateri smo govorili v prejšnjih poglavjih. Strategija kvantitativnega sproščanja temelji na državnem reševanju teh dveh agencij. Na tem temelji tudi izrazito naraščanje bilančne vsote ameriške centralne banke. Da bi bolje razumeli reševanje obeh agencij pa bomo najprej predstavili kratko kronologijo dogajanja v obdobju neposredno pred pokom finančnega balona in stečajem Lehman brothers.

7.1 Kronologija napovedane katastrofe

Statistični podatki kažejo na močan dvig krivulje zadolževanja gospodinjstev vse do poka finančnega balona. K temu so botrovali ugodni kreditni pogoji. Nepremičninski trg je tako rasel: gospodinjstva so kupovala nepremičnine, gradbinci so jih gradili.

Cene nepremičninskega trga so močno rasle vse do leta 2006: delež lastniških hiš se je povečal s 64 odstotkov (1994) na 69 odstotkov ob začetku krize. Vrednost hiš je med leti 1997 in 2006 narasla za 124 odstotkov. Vzporedno je seveda naraščalo tudi zadolževanje gospodinjstev: razmerje med dolgovi in dohodki je bilo leta 2007 že 130 odstotkov. Med letoma 2001 in 2007 je povprečna zadolženost gospodinjstva narasla za več kot 60 odstotkov in poskočila z vrednosti 91.500 dolarjev na 149.500 dolarjev (National Commission 2011, XX). Padec papirnatega gradu nepremičninskega trga je leta 2007 znašal 9,7 odstotkov, leta 2008 pa 15,3 odstotkov (De Bortoli 2008, 11). Rubljenje nepremičnin in slabitve njihove vrednosti so pomenili minus v višini 100 milijard dolarjev. Tukaj je še finančni sektor. Leta 1978 je njegova zadolžitev znašala 3 tisoč milijard dolarjev, do leta 2007 se je povečala na 36 tisoč milijard dolarjev. Za primerjavo: ameriški BDP znaša nekaj manj kot 17 tisoč milijard dolarjev. Leta 2005 je 10 največjih ameriških komercialnih bank imelo v lastništvu 55 odstotkov premoženja v industrijskem sektorju. Leta 2006 so bili dobički finančnega sektorja vredni 27 odstotkov vseh dobičkov, ki so jih ustvarila podjetja. Leta 1980 je ta delež znašal 15 odstotkov (National commission... 2011, XVII).

Udarec tedanji politiki dodeljevanja lahkih kreditov je bila restriktivna strategija monetarne politike ameriške centralne banke, ki je med letoma 2004 in 2006 dvignila ključno obrestno mero z 1 na

5,25 odstotka. Ker je bila večina nepremičninskih kreditov vezana na variabilno obrestno mero, so bili obroki dolgov čedalje dražji. Podražitev se je zlasti poznala na t.i. kreditih *subprime*: gre za tvegane kredite, izdane manj plačilno sposobnim fizičnim in pravnim osebam. Banka je v teh primerih sprejela tveganje insolventnosti v zameno za višjo obrestno mero. Če pa je bilo do leta 2000 plačilno nesposobnih dolžnikov približno 5 odstotkov, se je v kriznem obdobju leta 2007 njihov delež dvignil na 16 odstotkov, leta 2008 je 37,44 odstotkov dolžnikov imelo težave z izplačevanjem kredita. Da bi se banke znebile teh kreditov in razpršile tveganja, so jih začele prodajati v paketih z drugimi obveznicami. Bilo naj bi jih za približno 3 tisoč milijard dolarjev v t.i. obveznicah Abs (Asset backed securities) in Cdo (Collateralized debt obligation). Ko so finančni trgi zavohali nevarnost, so cene obveznic izgubile do 80 odstotkov vrednosti (De Bortoli 2008, 12-13).

Leta 2008 so banke imele v svojih portfeljih za 746 milijard dolarjev tovrstnih obveznic. Pri »nakupovanju« so se posluževale tudi posebnih izvenbilančnih skladov: slednji so na trgu kupovali velike količine in se ob tem močno zadolževali. S padcem vrednostnih papirjev so postajale posledice usodne. Banke so morale slabiti vrednost svojih obveznic celo do 500 milijard dolarjev (De Bortoli 2008, 13). Na zasedanjih preiskovalne komisije za nastanek finančne krize so upravitelji bank pojasnjevali, da so bile tako velike vsote tveganih obveznic povsem v skladu z duhom časa. Predsednik uprave Citigroupa je pred poslanci dejal, da 40 milijard dolarjev vredna izpostava v obveznicah, vezanih na nepremičninske kredite, z visoko bonitetno oceno, ne bi pritegnila posebej njegove pozornosti. Upravitelji zavarovalniškega velikana AIG so razlagali, da jim niso bila povsem jasna tveganja 79 milijard dolarjev vredne izpostavljenosti v obliki omenjenih nepremičninskih obveznic (National Commission... 2011, XIX).

Od julija 2007 do padca finančne družbe Lehman brothers je na borzah vsega sveta šlo v nič 17 tisoč milijard dolarjev. Kriza je zajela tudi finančne derivate, ki jih je širša javnost takrat spoznala kot *Credit default swap* (Cds): gre dejansko za zavarovalne police, s katerimi so se vlagatelji skušali zavarovati pred insolventnostjo obveznic. Leta 2008 je bil trg Cds tako razdeljen: 43 odstotkov so si prisvajale banke, 31 odstotkov hedge skladi, 17 odstotkov pa je bilo v rokah zavarovalnic. Ker je šlo za iste institucije, ki so doživljale krizo že zaradi drugih gospodarskih faktorjev, je vlagatelje vse bolj skrbelo, da ob propadu obveznic in subprime vrednostnih papirjev, ne bodo poplačani niti iz naslova Cds polic (De Bortoli 2008, 14). Finančno stanje bank je bilo tudi zaradi tega nadvse zaskrbljujoče. Pet največjih investicijskih bank (Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman brothers, Merrill Lynch in Morgan Stanley) je imelo zelo majhen delež kapitala. Razmerje med sredstvi in kapitalom je znašalo 40 proti 1. Sredstev je bilo skratka za 40-krat več kot kapitala: pri tem se je

ustvarjala velika nevarnost, da bi ob slabitvah investicij banke ne imele dovolj kapitala na razpolago za pokritje izgub. Bear Stearns je na primer konec leta 2007 ob 11,8 milijarde dolarjev kapitala imel v bilanci zapisanih za 383,6 milijarde dolarjev obveznosti, njegov kreditni portfelj pa je znašal 70 milijard dolarjev (National Commission... 2011, XX).

Vsi ti dejavniki so povečali tudi nezaupljivost med bankami, ki si niso več posojale denarja. Šlo je za pravo blokado likvidnosti. Prva žrtev je bila marca 2008 prav banka Bear Stearns, ki sta jo s 30 milijardami dolarjev javnih sredstev rešili banka JP Morgan in ameriška centralna banka.

V drugi polovici septembra se je dokončno sprožil plaz. Najprej sta tukaj bili državni podjetji Fannie Mae in Freddie Mac, a o tem bomo spregovorili kasneje. 14. septembra je s stečajem banke Lehman Brothers dokončno počil balon: šla je v stečajni postopek, potem ko so dokončno propadla pogajanja z angleško družbo Barclays. Tik pred stečajem je bila tudi banka Merrill Lynch. Močno pod ceno jo je prevzela Bank of America. Lehman Brothers je leta 2007 imel za 111 milijard dolarjev nepremičninskih obveznic. To je dvakratnik vsote obveznic, ki jih je imel leta 2005 in štirikratnik vrednosti svojega kapitala (National Commission... 2011, XX). Za družbo Lehman Brothers se ni našel nihče, ki bi bil pripravljen nase prevzeti breme tako velike investicijske banke. Njena zadolženost je ob propadu znašala 613 milijard dolarjev. Najbližje prevzemu je bila angleška banka Barclays bank. Posel je preprečila angleška centralna banka zaradi nezadostnih sredstev morebitnega prevzemnika, potem ko je ameriška vlada odrekla poroštvo (De Bortoli 2008, 1819).

Novi finančni produkti na trgu so uničili tudi največjo ameriško zavarovalnico AIG: njen kolaps se je zgodil 16. septembra. Država, ki se za Lehman brothers ni zavzela, je v tem primeru na dan povlekla 85 milijard dolarjev in poroštvo nad 80 odstotki delnic. Če je bil torej Lehman Brothers žrtveno jagnje in opozorilo za druge velike finančne hazarderje, je Busheva administracija AIG rešila, ker je velik del državljanov imel svoje prihranke in pokojninska varčevanja prav pri tej družbi (De Bortoli 2008, 2425)

7.2 Kdo je kriv?

»Finančni derivati so pomembna sredstva za diverzifikacijo tveganj. Potrebno jih je prodati tistim investitorjem, ki so najbolj usposobljeni za njihovo upravljanje.«,

je še leta 1999 govoril Alan Greenspan, tedanji predsednik ameriške centralne banke Fed (De Bortoli 2008, 30). Šele v kasnejših letih se je izkazalo, da pri finančnih derivatih ni šlo za diverzifikacijo tveganj, ampak za njihovo pomnožitev. Trg s finančnimi derivati je postal prevelik. Kot primer lahko spet vzamemo vrednostne papirje *credit default swap (Cds)*. Pojavili so se leta 2001, ko je bil njihov trg vreden »skromnih« 630 milijard dolarjev. Šele po tem je njihova rast

postala eksponencialna. Decembra 2007 je trg Cds na globalni ravni veljal 55 tisoč milijard dolarjev, kar daleč presega vrednost BDP vseh svetovnih držav. In vsa tovrstna trgovanja so večinoma potekala zunaj reguliranih borznih poslov. To pa še ni vse: Cds so namreč samo ena od tipologij vrednostnih papirjev znotraj finančnih derivatov. Če bi v poštev vzeli celotno družino derivatov, bi odkrili, da je bil ta razširjeni trg decembra 2007 veljaven 531 tisoč milijard dolarjev. Za lažjo predstavo: to je desetkratnik BDP-ja vseh držav na svetu (De Bortoli 2008, 3031). V letih pred 2008 je bilo tudi že številnim operaterjem na nepremičninskih trgih jasno, da gre pri tej rasti za prevaro. Depozitne banke so med letoma 1996 in 2005 dvajsetkrat povečale število poročil in naznanil potencialnih finančnih prevar na področju nepremičninskih poslov, med letoma 2005 in 2007 pa naj bi izgube zaradi kaznivih dejanj na trgu nepremičninskih posojil znašale 112 milijard dolarjev (National Commission... 2011, XXII).

Kdo je torej kriv? Preiskovalna komisija ameriškega kongresa, ki je preučevala vzroke krize in razloge za pok finančnega balona, je v svojem uradnem poročilu, objavljenem januarja 2011, okoliščine za nastanek take krize sintetizirala in poiskala domnevne krivce. Ameriška centralna banka in Komisija za nadzor nad trgov vrednostnih papirjev (Sec) nista dovolj temeljito izvajali svoje nadzorne vloge in nista preprečili širjenja tveganih subprime posojil. Podjetja in investicijske banke so po drugi strani imele škodljivo upravljalno politiko in strategijo tveganja: usmerjeni so bili na tvegane posle in to svojo strategijo uresničevali zelo agresivno. Dalje komisija še ugotavlja, da so investicijske banke pretiravale s kreditno politiko, ki so jo izvajale v netransparentnih okoliščinah. Država je bila nadalje, tako še ugotavlja preiskovalna komisija, slabo pripravljena na bližajočo se krizo v letih 2007 in 2008. Ustvarjalci monetarne in bolj splošno ekonomske politike niso v polnosti razumeli dogajanja v tistem obdobju. Med razlogi se nazadnje izpostavlja še sistemsko pomanjkanje čuta odgovornosti in osnovnih etičnih standardov. To so, v grobih obrisih, ugotovitve preiskovalne komisije (National Commission... 2011). Nekoliko podrobneje bomo preučili še stanje ameriške centralne banke in agencij Fannie Mae in Freddie Mac znotraj tega sistema.

7.2.1 Kaj je storila ameriška centralna banka?

Ameriška centralna banka je v obdobju nastanka finančnega balona igrala vlogo neskrbnega regulatorja, lahko preberemo v že omenjenem poročilu. Poglejmo, česa jo natančneje obtožuje preiskovalna komisija. Največja napaka je bilo dejstvo, da Fed pod vodstvom Greenspana in Bernanka ni preprečil toka tveganih kreditov. To bi lahko ameriška centralna banka storila z nekoliko previdnejšo regulacijo standardov kreditne politike. Zaradi tega pomanjkanja so finančne

institucije (vključno s finančnimi bankami) kupovale in prodajale kreditne obveznice, ki jih ni nihče natančno preverjal. Duh časa je bil tak, da nikogar pravzaprav to ni zanimalo. Bilanca takih finančnih institucij je slonela na odobrenih kreditih v višini več deset milijard dolarjev s poroštvom v nepremičninah, ki jih je bilo potrebno vseskozi obnavljati. Greenspanu kot dolgoletnemu predsedniku ameriške centralne banke očitajo, da je dopustil pretirano deregulacijo na ameriškem finančnem trgu in da se je preveč zanašal na samoregulacijo finančnih institucij. Poleg ameriške centralne banke je v tem primeru treba postaviti v ospredje tudi vlogo agencije Sec, to je ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev, ki po mnenju preiskovalne parlamentarne komisije ni postavila dovolj visokih varnostnih predpisov, začevši z deležem kapitala, ki ga morajo obvezno imeti investicijske banke na zalogi. Nadzorni organi so dalje pokazali premalo politične volje, da bi svojo nalogo opravljali strokovno in resno. Med pomembnejšimi dejavniki komisija izpostavlja še precejšno moč, ki so jo do leta 2008 posamezne finančne institucije kazale v odnosu do posameznih regulatorjev. Že večkrat omenjeno poročilo tako prinaša oceno, da so finančne družbe med leti 1999 in 2008 potrosile 2,7 milijarde dolarjev v lobističnih dejavnostih. Tukaj so nazadnje tudi bonitetne agencije, ki so ocenjevale vseskozi z najvišjimi ocenami obveznice, vezane na nepremičninske kredite. Primer agencije Moody's je pri tem zelo zgovoren. Med letoma 2000 in 2007 je Moody's skoraj 45 tisoč tovrstnim obveznicam izdal najvišjo oceno, AAA. Povprečno je leta 2006 agencija to oceno podelila 30 nepremičninskim obveznicam dnevno. Posledice vsega tega so bile katastrofalne. 83 odstotkov teh bonitetnih ocen je bilo še v istem letu močno oslabljenih.

Ob vsem tem pa se vseskozi posebej izpostavljajo odgovornosti ameriškega finančnega ministrstva in ameriške centralne banke kot najpomembnejših nadzornih organov. Preiskovalna komisija ocenjuje, da je šlo za zmes malomarnosti in nerazumevanja nastajajočega stanja. V potrditev te hipoteze se navajajo izjave takratnega predsednika Fed Bena Bernankeja in finančnega ministra Henryja Paulsona iz leta 2007, češ da bo kriza v sektorju nepremičninskih kreditov omejena. Vlada se je resnosti nastale situacije zavedala šele avgusta 2008, le nekaj tednov pred državnim prevzemom agencij Fannie Mae in Freddie Mac. Še dober mesec pred črnim septembrom 2008 je newyorški oddelek ameriške centralne banke iskal podrobne informacije o vseh pogodbah, povezanih s finančnimi derivati, ki jih je sklenila banka Lehman Brothers (National commission... 2011, XVXXVII)

Tukaj so seveda tudi nasprotna mnenja oziroma stališča, da ravnanje ameriške centralne banke ni pospešilo ali sploh povzročilo krize v nepremičninskem sektorju. Na to temo se je seveda oglašil tudi Ben Bernanke, takratni prvi mož ameriške centralne banke in prvi osumljenec za slab nadzor. Tako hipotezo je seveda zavrnil in za to navedel nekaj argumentov. Milni mehurček

nepremičninskega trga je bil splošen globalni in ne samo ameriški pojav: najdemo ga, tako Bernanke, tudi na primer v Veliki Britaniji, kjer so cene nepremičnin rasle kljub restriktivni monetarni politiki. Da so cene nepremičnin neodvisna spremenljivka od potez centralnih bank pojasnjuje Bernanke tudi s primerjavo z Nemčijo in Španijo. Kljub temu da imata obe enotno centralno banko, je Nemčija ohranila nespremenjene cene na nepremičninskem trgu, medtem ko so v Španiji narasle nadpovprečno. Zadnji od argumentov, ki jih navaja Bernanke govori o nesorazmernosti med zmanjševanjem ključne obrestne mere v obdobju takoj po letu 2000 in dramatičnim povečanjem cene nepremičnin. Gre za to, da je bil porast cen prevelik, da bi ga v celoti lahko naprtili samo posledicam zmanjšanja ključne obrestne mere. Ob vsem tem Bernanke trdi, da različni ekonomisti – med njimi je izpostavil Roberta Schillerja - postavljajo začetek finančne krize v različna obdobja, celo do leta 1998, torej še pred začetkom internetne krize in preden je ameriška centralna banka začela zniževati ključno obrestno mero. Zato, še trdi Bernanke, bi lahko bilo napihovanje nepremičninskega balona tudi posledica splošne evforije, ki je ob rasti internetnega tržišča konec prejšnjega tisočletja poganjala rast ameriškega gospodarstva. V tem primeru bi torej zniževanje ključnih obrestnih mer ne bilo »krivo« za napihnjeni internetni balon. Bernanke ponuja še eno razlago, ki razbremenjuje krivde ameriško centralno banko. Povpraševanje po ameriških vrednostnih papirjih je bilo takrat precejšnje tudi na tujih trgih, predvsem v hitro se razvijajočih državah. Razlog za te nakupe je bila želja po ustvarjanju varnih deviznih zalog v dolarjih. Za bolj varne naložbe so takrat veljale prav investicije v nepremičninski sektor. Skratka, po tej teoriji so cene nepremičnin narasle zaradi velikega povpraševanja v tujini po finančnih instrumentih, ki so imeli prav nepremičnine kot osrednjo postavko (Bernanke 2014, 7376).

Čeprav je bil do nekaterih potez in ravnanj ameriške centralne banke dokaj oster, pa je monetarno politiko Bena Bernanke odvezal od odgovornosti za nastalo situacijo tudi ekonomist Joseph Stiglitz, nobelov nagrajenec in oster kritik zahodnega gospodarskega sistema. Tudi Stiglitz namreč trdi, da se za nastanek finančnega balona ne more kriviti nizka ključna obrestna mera. Po njegovem mnenju ekspanzivna monetarna politika res prinaša povečano likvidnost. Ko pa bi to likvidnost pravilno uporabili, bi ZDA imela bolj dinamično in bolj kompetitivno gospodarstvo. Val likvidnosti v dobro delujočem bančnem sistemu in ob primerni zakonski regulaciji bi po Stiglitzovem mnenju prinesel zdravo ekonomsko rast. Skratka, še zaključuje Stiglitz, krivde ne moremo pripisati nizkim obrestnim meram, temveč kombinaciji različnih napak, ki so bile med drugim posledica slabega delovanja bonitetnih agencij in pomanjkanja racionanih analiz (Stiglitz 2010, 1315).

7.3 Nastanek balonov Fannie Mae in Freddie Mac

Vrnimo se vsekakor na analizo poslovanja Fannie Mae in Freddie Mac, dveh finančnih institucij, vezanih na nepremičninske vrednostne papirje. 7. septembra 2008 se je črni scenarij velike finančne krize začel udejanjati z novicami o podžavljanju teh finančnih družb. Šlo je za instituciji, ki sta obvladovali 12 tisoč milijard dolarjev vreden trg ameriških kreditov. September 2008 se je za obe družbi nakazoval kot skrajno neugoden mesec: takrat je namreč potekla zapadlost 200 milijardam njihovih posojil. Nihče od investorjev takrat ni priskočil na pomoč, tako da je morala prezadolženi družbi reševati država s finančno injekcijo v višini 100 milijard dolarjev vsaki od obeh družb. Zaradi slabih rezultatov so po hitrem postopku odpustili neuspešna direktorja Daniela Muuda (Fannie Mae) in Richarda Sirona (Freddie Mac). Zaskrbljenost, ki jo je sprožila državna dokapitalizacija, pa je bila globalna: finančni družbi sta namreč več kot dvajset let prodajali obveznice na mednarodnih trgih (De Bortoli 2008, 1617).

Tabela 7.1: Tuji imetniki obveznic agencij Fannie Mae in Freddie Mac jeseni 2008 (v mld \$)

Država	Skupni znesek
Kitajska	376
Japonska	229
Kajmanski otoki	52
Luksemburg	39
Belgija	33
Države z Bližnjega Vzhoda	30
Združeno kraljestvo	28
Irska	26
Nizozemska	23
Švica	16
Kanada	4
Preostale države	449
Skupaj	1.305

Vir: De Bortoli (2008), 17.

Finančni instituciji sta na predvečer velike finančne krize bili lastnici in hkrati poroka za 5.300 milijard dolarjev nepremičninskih posojil, ob tem je bil njun kapital manjši od 2 odstotkov tega zneska. Nekdanji državni sekretar za finance v Bushevi administraciji Henry Paulson je to stanje po

prevzemu mandata junija 2006 označil kot »katastrofo, ki je tik pred tem, da se zgodi«. Posledice finančne krize so v obdobju med letoma 2008 in 2010 prinesle izgubo v višini 229 milijard dolarjev. Za njeno pokrivanje sta poskrbeli obe agenciji s skupno 71 milijardami dolarjev kapitala, dodatnih 7 milijard dolarjev je k temu priložila Fannie Mae leta 2008, preostalih 151 milijard dolarjev pa je prispevalo finančno ministrstvo (National commission... 2011).

Zgodba obeh agencij in njune poti, tlakovane v pekel, se je razvijala postopno, čeprav s čedalje večjo intenzivnostjo vse od začetka nastajanja nepremičninskega balona in celo še pred tem. Leta 2003 je bilo med ameriškimi nepremičninskimi krediti samo 8 odstotkov takih, ki bi jih označili za smeti, leta 2004 so narasli na 18 odstotkov in dosegli višek leta 2006 z 22 odstotki. Približno 40 odstotkov kreditov, ki sta jih agenciji Fannie Mae in Freddie Mac prodajali na trgu med letoma 2005 in 2007, je bilo prav tako na nivoju smeti. Avgusta 2008 je bilo takih posojil v njunem portfelju za dobro petino oziroma v vrednosti približno tisoč milijard dolarjev (Wallison in Calomiris 2008, 6). Med letoma 2005 in 2008 je Fannie Mae kupila oziroma izdala poroštvo za 270 milijard dolarjev posojil dolžnikom z visoko stopnjo tveganja. To je presegalo trikratnik celotnega zneska v zgodovini agencije, ki je nastala leta 1938 (Duhigg 2008). Na to temo je vodja urada za tveganja pri angleški nepremičninski agenciji Countrywide na enem od zaslišanj dejal, da so pri njih prodajali Fannie Maeju nepremičninske obveznice, ki so bile močno pod nivojem tveganih subprime obveznic, a so jih pri ameriški agenciji še vedno kupovali kot vrednostne papirje z navadnim tveganjem (Palmer 2012, 104). Nekdanji direktor oddelka za posojila pri Fannie Mae je takratno stanje tako ocenil:

»Nismo vedeli natančno, kaj kupujemo. Zamislili so si ta sistem, da bi bil čim bolj preprost, bilo pa je tako, kot bi skušali spraviti čokoladni sladoled skozi zobovje mehanskega stroja« (Duhigg 2008).

7.3.1 Zunanji pritiski

Odkupovanje tveganih obveznic je bila posledica večletne upravne politike agencij Fannie Mae in Freddie Mac. Kljub temu da sta bili že dalj časa med največjimi finančnimi igralci na trgu obveznic z nepremičninskimi krediti, je po letu 2000 rast nepremičninskega sektorja bila tako velika, da sta se obe omenjeni agenciji bali za svoj prevladujoči položaj. Med leti 2001 in 2004 je trg z nepremičninskimi obveznicami poskočil s 160 milijard na 540 milijard dolarjev (Duhigg 2008). Tako skokovito naraščanje je postavilo v škripce tudi obe agenciji. »Posojilodajalci« oziroma veliki imetniki nepremičninskih kreditov so grozili, da se bodo obrnili sami neposredno na Wall street in druge investicijske banke, če bi Fannie Mae in Freddie Mac ne kupovali od njih tudi tveganih

kreditov. Med finančnimi velikani, ki so po letu 2000 zavohali potencial nepremičninskega trga, so bili tudi Bear Stearns, Lehman brothers in Goldman Sachs. Pri tem je zelo zgovoren primer poslovanja med že omenjeno agencijo Countrywide in Fannie Mae, ki so ga razkrili ameriški mediji. Countrywide je bil leta 2004 največji »prodajalec« nepremičninskih kreditov in je ob največji ekspanziji tega trga grozil prvemu človeku Fannie Mae Danielu Muddu, da bo »svoje« kredite preusmeril na druge investicijske banke, če se Fannie ne odloči odkupiti celotnega paketa vključno z bolj tveganimi. *»Vi potrebujete nas bolj kot mi vas«*, naj bi takrat sporočili Muddu iz Countrywidea ter se pri tem sklicevali na 56-odstotno izgubo posla v primerjavi z največjimi tekmeci na Wall Streetu v letu 2003 (Duhigg 2008).

7.3.2 Državni interesi

Skratka, jasno mora biti, da so takrat vsi akterji stavili na karto brezmejne rasti nepremičninskega sektorja, vključno z državo. Vsak je imel svojo računico, pri politikih so to bili glasovi državljanov. Trg nepremičnin in poceni posojila za izgradnjo hiše so bili osnova za uresničevanje ameriškega sna vsakega državljana – lastništva lastnega doma. Leta 2002 je predsednik George Bush dejal: *»Uporabili bomo moč mišic zvezne vlade v kombinaciji s krajevnimi upravami, da bi vas spodbudili k nakupu svojega doma«* (Palmer 2012, 98). Bush je takrat razglašal, da bo do leta 2010 med pripadniki različnih manjšin 5,5 milijona več lastnikov nepremičnin in da bosta k temu pripomogla tudi Fannie Mae in Freddie Mac. Na tem področju je potekala ena od predvolilnih bitk med demokrati in republikanci. Oba tabora sta v iskanju soglasja poudarjala, kako je treba razširiti možnost kreditiranja na čim širše množice populacije. Demokrati so zagovarjali ekspanzijo agencij Fannie Mae in Freddie Mac ter čim bolj razpršeno kreditiranje. Bush je leta 2004 postavil agencijama cilj, da morata v svojem portfelju kreditov povečati stopnjo tistih, ki so bili dodeljeni populaciji z zelo nizkimi prihodki, z 20 na 28 odstotkov (Palmer 2012, 103). Med letoma 2005 in 2007 je Fannie Mae potrojil količino odkupljenih kreditov pri dolžnikih z manj kot 10 odstotki lastnih sredstev. Trg tveganih posojil se je takrat povečal do vsote 1000 milijard dolarjev (Duhigg 2008).

7.4 Pok balonov Fannie Mae in Freddie Mac

V tem poglavju bomo spregovorili tudi o neposrednih odgovornostih obeh agencij v povezavi z zunanjimi okoliščinami. Kot smo lahko že opazili, je bil pritisk politike k odobravanju poceni in tveganih kreditov precejšen. Razmere so se vse bolj ohlajevale. Cene nepremičnin so leta 2007 začele padati (glej tabelo 3.2), kar je privedlo do odpisov in slabitev v portfeljih bank. Leta 2007 je

hud padec doživel tudi trg nepremičninskih posojil. To je bila najbrž kaplja čez rob za pok nepremičninskega balona.

Številke v tabeli 7.2 ponujajo podobo rasti in padca trga posojil. Med letoma 2001 in 2006 je število na novo sklenjenih posojil naraslo štirikrat in poskočilo z vrednosti 450 tisoč na milijon in 720 tisoč dolarjev. V prehodu iz leta 2006 v leto 2007 pa je ta spremenljivka doživela izrazit padec na vrednost, ki je bila nižja kot leta 2001 (316 tisoč). Povprečna vrednost posojila je prav tako doživela precejšnjo rast v obdobju med 2001 in 2006 in je poskočila z vrednosti 126 tisoč dolarjev na 212 tisoč dolarjev. Rast se je nadaljevala tudi v letu 2007. Zanimiv je še podatek odobrenih posojil v absolutnih vrednostih. Leta 2001 je bilo skupaj odobrenih za 57 milijard dolarjev nepremičninskih subprime posojil, leta 2006 je ta vrednost znašala 375 milijard dolarjev, leta 2007 pa je bilo zaradi drastičnega padca povpraševanja po posojilih novih odobrenih kreditov za 69 milijard dolarjev (Demyanyk in Van Hermet 2008, 67).

Tabela 7.2: Vrednost in količina na novo sklenjenih nepremičninskih »subprime« posojil

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Število posojil (*1000)	452	737	1.258	1.911	2.274	1.722	316
Povprečna vrednost posojila (*1000 \$)	126	145	164	180	200	212	220
Količina posojil s fiksno obrestno mero (v %)	33,2	29	33,6	23,8	18,6	19,9	27,5
Količina posojil z variabilno obrestno mero (v %)	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2
Količina posojil s hibridno obrestno mero (v %)	59,9	68,2	65,3	75,8	76,8	54,5	43,8
Količina »baloon« posojil ⁸ (v %)	6,5	2,5	0,8	0,2	4,2	25,2	28,5

Vir: Demyanyk in Van Hermet (2008), 7.

Iz tabele lahko še razberemo porazdelitev subprime posojil po njihovi tipologiji. Količina posojil s fiksno obrestno mero je med letom 2001 in 2006 padala. Ključna obrestna mera je namreč v obdobju 2003 – 2006 neprestano rastla do za takratno obdobje rekordne vrednosti 5,25 odstotka

⁸ »Baloon« posojila so kratkoročna posojila, pri katerih se za krajše obdobje plačujejo obroki, nato pa ves preostanek posojila naenkrat. Ponekod je ročnost teh posojil 10-letna.

junija 2006 (tabela 3.1). Ko se je v letu 2007 ključna obrestna mera začela spuščati, je zrasel delež fiksnih posojil. Variabilne obrestne mere so bile v tem obdobju vseskozi malodane brez specifične teže. Banke pa so potrošnikom daleč najpogosteje ponujale hibridne kombinacije: v prvem obdobju je posojilojemalec obresti odplačeval po fiksni obrestni meri, naknadno je nastopila variabilna obrestna mera (Demyanyk in Van Hermet 2008, 8).

V tem kontekstu se je začela širiti anomalija dveh agencij, Fannie Mae in Freddie Mac z obveznicami, povezanimi z nepremičninskimi krediti. Kljub padcu nepremičninskega trga je bilo za politiko v širšem smislu in za nepremičninske lobije (kot smo predstavili v poglavjih 8.3.1 in 8.3.2) nujno, da politika »vsem dostopnih nepremičnin« ne poneha. Prvi človek Fannie Mae Daniell Mudd je 1. avgusta 2007 zapisal, da kriza v sektorju subprime posojil nakazuje likvidnostne težave za celoten trg posojil in da ima zato celotna zadeva širši okvir. Fannie Mae in Freddie Mac sta res bili izpostavljeni zunanjim pritiskom k odkupovanju posojil, tudi tistih manj kakovostnih, in k njihovi nadaljnji prodaji v obliki obveznic (tudi o tem v podpoglavjih 7.3.1 in 7.3.2).

Hkrati pa sta te pristiske izkoristili in izstavili tudi svoj račun. Menedžerji so si pri tem na primer zaračunavali višje nagrade. Špekulativni vidik je bil pri menedžerjih že pred tem dokaj izostren. Že leta 2000 so na primer pri Fannie Mae napovedali, da bodo do leta 2010 odkupili za 2 tisoč milijard posojil od dolžnikov z izrazito stopnjo tveganja ter z nizkimi prihodki. Delnice so ob napovedi in v naslednjih letih gospodarske konjunktore rasle. Na podlagi tega si je Franklin Raines, prvi človek Fannie Mae v tistem obdobju, med letoma 1998 in 2004 izplačal za 90 milijonov dolarjev, vodja finančnega urada Timothy Howard pa 30,8 milijona dolarjev. Daniel Mudd, direktor Fannie Mae v obdobju krize, pa si je v prvih štirih letih mandata izplačal za 10 milijonov dolarjev nagrad (Duhigg 2008). Ob tem je bila tudi računica, kaj bi lahko pridobili agenciji zaradi visokega tveganja pri odkupovanju nizkokakovostnih kreditov. Fannie in Freddie sta računala na to, da bosta lahko zaračunavala višje obresti za zavarovanje obveznic in plačevale manj za tvegane kredite in obveznice, ki so jih odkupovali. Robert Levin, direktor poslovnega oddelka pri agenciji Fannie Mae, je avgusta 2007 stanje na trgu komentiral tako: »Sedaj je dober čas za nakupe« (National Commission... 2011, 310311).

V takem okolju sta torej obe agenciji povečevali svoj portfelj z odkupvanjem tveganih kreditov in tveganimi izdajami obveznic. Do leta 2003 sta agenciji Fannie Mae in Freddie Mac obvladovali več kot 50 odstotkov trga nepremičninskih obveznic. V letih med 2003 in 2007 je njun delež na trgu padel (tudi) zaradi zunanjih okoliščin oziroma pritiska države (s politiko široke dostopnosti nepremičnin) in vstopa na trg nepremičninskih vrednostnih papirjev s strani velikih zasebnih akterjev (kot je pojasnjeno v podpoglavju 7.3.1). Tako so nastali novi finančni produkti –

nepremičninski vrednostni papirji, ki jih nista izdajali agenciji, temveč zasebniki. Splošno poimenovanje zanje je »private label« asset-backed security (PLS). Gre za obveznice in vrednostne papirje, ki so bili najpogosteje precej slabše kakovosti glede na tradicionalne nepremičninske obveznice in ki niso ustrezali predpisom, ki so veljale za državne agencije. Med 2003 in 2007 je njihov obseg zrasel za 219 odstotkov in leta 2006 dosegel 2.600 milijard dolarjev. V letih 2004 in 2005 so v kontekstu rasti nepremičninskega dolga obveznice PLS prispevale 49 oziroma 44 odstotni delež (Thomas in Van Order 2001, 4).

Znotraj kategorije PLS lahko izpostavimo posebej dve podskupini obveznic, ki se oddaljujejo od primarnega oziroma tradicionalnega trga posojil zaradi večjega izpostavljenja tveganju. V tabeli 7.3 posebej opredeljujemo Alt-A in subprime kredite. Subprime posojila so tista, ki so pod nivojem primarnih posojil in so bila podeljena posojilojemalcem z nizko bonitetno oceno in visokim tveganjem glede plačilne sposobnosti. Zaradi tega je tudi obrestna mera v teh primerih višja. Alt-A posojila pa so vmesna pot med primarnimi in subprime krediti. V teh primerih posojilojemalec navadno nima za sabo primerov plačilne nesposobnosti, a je njegovo posojilo vseeno po določenih drugih kriterijih tvegano (Investopedia).

Tabela 7.3: Trg obveznic PLS (private label securities) – v mln \$

n	Skupno trg PLS		Fannie Mae		Freddie Mac		Skupno GSE* v %	
	Subprime	Alt-A	Subprime	Alt-A	Subprime	Alt-A	Subprime	Alt-A
2000	47.310	17.164	2.410	1.185	6.564	1.546	19%	15,9%
2001	67.509	36.471	5.087	492	15.586	3.670	30,6%	11,4%
2002	113.986	57.914	5.144	1.756	37.823	8.906	37,7%	18,4%
2003	210.465	99.610	25.769	8.104	44.051	10.373	33,2%	18,5%
2004	349.602	243.331	67.003	21.999	77.129	18.162	41,2%	16,5%
2005	455.714	421.250	24.469	16.109	114.636	26.994	30,5%	10,2%
2006	377.522	431.092	35.606	11.973	74.761	30.546	29,9%	9,9%
2007	72.204	164.883	15.971	5.288	43.667	10.008	82,6	9,3

* - GSE oziroma »Government sponsored enterprises« sta v tem primeru Fannie Mae in Freddie Mac

Vir: Thomas in Van Order (2011).

7.4.1 Pogajanja z državo

Čeprav je javno mnenje ekonomskih strokovnjakov precej deljeno okoli vprašanja, ali sta Fannie Mae in Freddie Mac v kritičnem obdobju med letoma 2001 in 2007 odkupovali tvegane nepremičninske kredite zaradi lastnih špekulativnih namenov ali ker so jih v to silile okoliščine in zunanji dejavniki, pa ne moremo mimo dejstva, da je do takega masivnega odkupovanja le prišlo. Leta 2003 sta tako dosegli 33 odstotni delež subprime trga, leta 2004 pa sta obvladovali njegov 41 odstotni delež. V dvoletju 2003-2004 sta agenciji odkupili za precej več kot 200 milijard dolarjev, kljub temu da je šlo za kredite, ki niso izpolnjevali »varnostnih« pogojev za odkup (Thomas in Van Order 2011, 36).

Kot je razvidno iz tabele 7.3 je trg tveganih posojil v letu 2007 močno upadel. Privatni investitorji niso bili več sposobni takega finančnega napora, državna Fannie Mae in Freddie Mac sta tako postajala vse pomembnejša igralca. Na predvečer krize sta tako imela v svojem portfelju 82 odstotkov vseh subprime kreditov. Odkupovanje teh finančnih instrumentov se je v letu 2007 in posebej 2008 obema agencijama maščevalo. Bonitetne agencije so 90 odstotkom PLS v portfelju Fannie Mae in Freddie Mac znižale bonitetno oceno, v letu 2008 sta agenciji zabeležili 84 milijard dolarjev izgub na portfeljskih investicijah (Thomas in Van Order 2011, 8).

Ob znakih krize, ki so bili iz dneva v dan očitnejši, sta tudi sami agenciji skušali poiskati rešitev iz začaranega kroga ter skušali splesti kar se da učinkovito mrežo lobiranja z vlado in nadzornimi organi za nepremičninski trg. Prvi mož Fannnie Mae je pri pristojnih oblasteh skušal doseči fleksibilnejšo gornjo mejo portfeljskih naložb. 1. avgusta 2007 je na Urad za nadzor zveznega nepremičninskega poslovanja (OFHEO) naslovil pismo s prošnjo po 10 odstotnem zvišanju gornje meje investicijskega portfelja, ker bi tako agencija pridobila potrebno likvidnost za nadaljnje delovanje. Prvi mož OFHEO James Lockhart se je oglasil 10. avgusta in dejal, da bi bilo povečevanje investicijskega portfelja v tistem trenutku pretirana odločitev. Ob tem je še od države zahteval dodatna pooblastila za nadzor in regulacijo. Stanje na nepremičninskem trgu pa je bilo že v precejšnji meri kompromitirano in tega se je zavedal tudi Lockhart. Sredi septembra so se tako pri OFHEO omehčali in dovolili zvišanje gornje meje portfelja v višini 2 odstotkov (iz 728 na 735 milijard dolarjev). Zaradi krize nepremičninskega trga in vse večje specifične teže, ki sta ga pri odkupovnanju kreditov (tudi tveganih) in oblikovanju nepremičninskih obveznic imeli agenciji, je OFHEO v kratkem začel mehčati svoja stališča. Pri Fannieju so ob koncu leta 2007 prilili dodatnega bencina na ogenj, ko so sporočili, da imajo skupno 44 milijard dolarjev kapitala za pokrivanje potencialnih izgub, ki bi lahko nastale na 879 milijard dolarjev težkem portfelju premoženja in 2.200 milijard dolarjev težkem portfelju nepremičninskih obveznic. Skratka, če bi izgube presegle

1,45 odstotka omenjenih portfeljskih vrednosti, bi Fannie Mae postala insolventna (National Commission... 2011).

Lockhart je ob takem stanju začel vse bolj popuščati pri svojih zahtevah. 1. marca 2008 je napovedal, da bo odstranil gornjo mejo investicijskega portfelja za Fannie Mae in Freddie Mac, če bosta agenciji spoštovali nekaj dogovorov glede poslovanja. Obljubil je tudi, da bo OFHEO resno razmislil o tem, da bi postopoma znižal zahtevo po 30 odstotnem povečanju kapitala. Zvišanje kapitalskih zahtev naj bi bil za OFHEO poroštvo za kritje morebitnih izgub, medtem ko je bilo s stališča dveh agencij samo dodatna ovira pri poslovanju. 8. marca so na finančnem ministrstvu in v Beli hiši prejeli novo poročilo o stanju v obeh agencijah, ki je bilo dokaj zaskrbljujoče. Fannie Mae in Freddie Mac naj bi po tem poročilu v letu 2007 z lažnimi knjigovodskimi izkazi zakrivali zelo dramatično finančno sliko, ki je bila malodane že na nivoju plačilne nesposobnosti. Kljub vsemu temu je OFHEO 19. marca sklenil dogovor z obema agencijama. Pristal je na znižanje zahtev po povečanju kapitala iz 30 na 20 odstotkov, v zameno sta Fannie Mae in Freddie Mac pristali na iskanje investitorjev. Fannie Mae je zbrala za 7,4 milijarde dolarjev svežega kapitala v prednostnih delnicah, Freddie Mac pa svoje naloge ni opravila. Maja 2008 je OFHEO ponovno znižal zahteve po zvišanju kapitala z 20 na 15 odstotkov. Stanje pa je bilo še naprej iz meseca v mesec bolj zaskrbljujoče. Junija so delnice Fannie Mae zabeležile padec v višini 28 odstotkov, pri Freddie Mac pa je bil padec v višini 34 odstotkov. Junija se je negativna dinamika nadaljevala. Donosnost na obveznice, ki sta jih izdajali agenciji, je postajala vse višja, kar je oteževalo proces povečanja njune kapitalske vrednosti. Julija in avgusta je tako prvič priskočila na pomoč ameriška centralna banka Fed. Julija 2008 je finančni minister Henry Paulson podpisal zakon poimenovan Housing and Economic Recovery act (Hera – Odlok o nepremičninskem in ekonomski pomoči), po katerem je tudi vlada dobila pooblastilo, da agencijama podaljša poroštva za kredite in da vanje vloži dodaten kapital. Tudi to ni bilo dovolj. V naslednjih tednih je Fed odkril, da sta agenciji močno podcenili potencialne izgube. Metodologija, ki sta jo uporabljali Fannie Mae in Freddie Mac pri ocenjevanju portfelja, je bila po mnenju ameriške centralne banke hudo pomanjkljiva. Primer takega ravnanja je bilo vpisovanje odpisov v bilanco bank: agenciji sta slabili portfelj za posojila, ki se niso odplačevala v obdobju zadnjih dveh let. Regulacija pa jima je narekovala, naj slabitve izvedeta na kredite, za katere nista prejeli plačila v precej krajšem obdobju 180 dni. To je bila še zadnja kaplja čez rob, ki je oblasti prepričala za zadnji radikalni ukrep. Zaradi premajhne kapitalske ustreznosti so oblasti uvedle prisilno upravo nad Fannie Mae in Freddie Mac. Prisilni upravitelj je postala Federal housing finance agency (FHFA) – Zvezna finančna nepremičninska agencija (National Commission... 2011, 310318)

7.5 Prisilna uprava in razvoj dogodkov

4. septembra 2008 so na FHFA v dogovoru s finančnim ministrstvom sklenili, da je za Fannie Mae in Freddie Mac edina pot prisilna uprava. Razlogi za to so bile slabitve premoženja in napovedane izgube. FHFA je v posebnem poročilu obtožil vodstvi obeh agencij, da sta v kritičnem obdobju prejšnjih mesecev kljub vsem opozorilom nadaljevali s tveganimi posojili. Obtožili so ju dalje, da so sprejemali slabe odločitve na podlagi slabih nasvetov. Ob tem so za Freddie Mac posebej zapisali, da je pomanjkljivo iskanje virov dogovorjene dokapitalizacije bilo namerna poteza. 6. septembra, le dva dni po omenjenem dopisu, je prisilna uprava tudi uradno stopila v veljavo. Finančni minister Henry Paulson je ob tem zahteval izključitev iz režima prisilne uprave za oba dotedanja direktorja. Strategija, ki jo je takrat predstavil Paulson, je temeljila na dveh postavkah. Finančno ministrstvo naj bi takoj vstopilo v obe agenciji z odkupom milijarde dolarjev prednostnih delnic z dividendno maržo v višini 10 odstotkov. Ob tem sta agenciji izdali državi garancije za odkup do 79,9 odstotka navadnih obveznic. Druga odločitev je bila možnost odkupa nepremičninskih obveznic MBS (National Commission... 2011). Drugo fazo reševanja obeh agencij so ameriške oblasti izvedle s programom kvantitativnega sproščanja. Ta del bomo na tem mestu opustili, ker smo ga potanko obdelali v prejšnjem poglavju.

Danes je stanje prisilne uprave s strani finančnega ministrstva še vedno aktualno, kljub prvotnim nameram, da naj bi to trajalo za določen čas. V tem trenutku niti ni natančne časovnice, kdaj naj bi država izstopila. Z načrtom restrukturiranja obeh agencij si je pridržala pravico pobiranja dividend v celoti in zmanjšanja družbenega kapitala na ničlo do leta 2018. Pa ne samo to. Obe agenciji po odločitvi iz načrta prestrukturiranja, ki sta ga sklenili z ministrstvom za finance, morata leto za letom zmanjševati svoje premoženje.

Poglejmo v podrobnosti, kako to gre in vzemimo v pretres najprej Fannie Mae. Nepremičninsko premoženje morajo ob koncu vsakega leta zmanjšati na nivo 85 odstotkov premoženja prejšnjega leta. Zmanjševanje naj bi potekalo do leta 2018, ko naj bi skupna vsota premoženja znašala 250 milijard dolarjev. V letu 2015 je vrednost skupnega nepremičninskega premoženja znašala 399,2 milijarde dolarjev, do konca leta 2016 pa naj bi znašala 339,3 milijarde dolarjev. Po določbi FHFA iz leta 2014 pa mora Fannie Mae vsako leto zmanjševati tudi svoj portfelj na nivo 90 odstotkov tistega iz leta pred tem. Delež so sicer kasneje povečali na 95 odstotkov. Portfelj je bil torej 31. decembra 2015 vreden 345,1 milijarde dolarjev, 31. decembra 2016 pa naj bi ta vrednost znašala 305,4 milijarde dolarjev (Fannie Mae 2015b, 92).

Tabela 7.4: Portfelj nepremičninskih obveznic Fannie Mae (po tipu in izdajatelju obveznic) – v mln \$

	2015			2014		
	Bolj likvidne	Manj likvidne	Skupno	Bolj likvidne	Manj likvidne	Skupno
Fannie Mae	57.185	11.512	68.697	80.377	12.442	92.819
Freddie Mac	5.232	/	5.232	6.368	/	6.368
Ginnie Mae	748	/	748	572	/	572
Alt-a	/	3.481	3.481	/	7.745	7.745
Subprime	/	5.212	5.212	/	8.913	8.913
CMBS	/	3.515	3.515	/	3.686	3.686
Ostalo	/	4.626	4.626	/	7.600	7.600
Skupno	63.165	28.346	91.511	87.317	40.386	127.703

Vir: Fannie Mae (2015b).

Tabela 7.4 prinaša pogled v sestavo portfelja nepremičninskih obveznic v lasti Fannie Mae za leti 2015 in 2014. Že na prvi pogled lahko vidimo zmanjšanje mase portfelja, ki je leta 2014 znašal skoraj 128 milijard dolarjev in je v letu 2015 bil vreden 91,5 milijarde dolarjev. Ob tem moramo opozoriti še na delitev portfelja na bolj likvidne in manj likvidne obveznice. Fannie Mae določa kakovost likvidnosti na podlagi likvidnosti trgov, kjer tečejo nakupi in prodaje premoženja, na podlagi organa, ki je obveznice izdal, in na podlagi poroštev. Omenjena agencija v svojem letnem poročilu za manj likvidne nepremičninske obveznice opredeljuje tista nepremičninska posojila, ki niso bila vezana v obveznice ter druge tipe vrednostnih papirjev, ki jih ni izdala sama agencija (Alt-A, subprime, CMBS in drugi). Tudi med obveznicami, ki jih je izdala Fannie Mae najdemo delež, ki je opredeljen za manj likvidnega. Gre za tiste obveznice, ki imajo za poroštvo druge obveznice, ki jih ni izdala agencija sama (Fannie Mae 2015b, 94). In prav ta delež je pri analizi stanja dokaj pomenljiv. V portfelju nepremičninskih obveznic Fannie Mae je še vedno za 28 milijard dolarjev manj likvidnega premoženja od skupno 91,5 milijard dolarjev, kar pomeni skoraj 30 odstotni delež. Pri tem so tudi tvegani vrednostni papirji vrste Alt-A, subprime in CMBS.

Tabela 7.5 razkriva širši portfelj, ki poleg nepremičninskih obveznic vključuje tudi lastništvo nepremičninskih posojil. Tako zastavljena tabela kaže še precej obsežnejši skupni nepremičninski portfelj, v katerem je razmerje med likvidnim in manj likvidnim delom portfelja postavljeno na glavo.

Tabela 7.5: Celoten portfelj Fannie Mae (nepremičninska posojila in nepremičninske obveznice) – v mln \$

	2015			2014		
	Bolj likvidna	Manj likvidna	Skupno	Bolj likvidna	Manj likvidna	Skupno
Nepremičninska posojila	/	253.592	253.592	/	285.610	285.610
Nepremičninske obveznice	63.165	28.346	91.511	87.317	40.386	127.703
Skupno	63.165	281.938	345.103	87.317	325.996	413.313

Vir: Fannie Mae (2015b).

Nepremičninska posojila so, sodeč po klasifikaciji, ki jo je opravila sama družba manj likvidna sredstva oziroma sredstva, ki do določene mere in v zaostrenih finančnih okoliščinah lahko tvegajo plačilno nesposobnost. Vsota je tukaj precej višja in je v letu 2015 znašala 250 milijard dolarjev. Vseh manj likvidnih sredstev v nepremičninskem portfelju Fannie Mae je tako za 280 milijard dolarjev proti 63 milijardam dolarjev likvidnih sredstev. Ob tem velja še omeniti, da je Fannie Mae še v letu 2015 kupovala, čeprav v manjših zneskih, tudi posojila, ki so že zapadla v plačilno nesposobnost. Vsota je skupno znašala 13,2 milijarde dolarjev, ki jih je družba prevzela iz lastnih MBS skladov. V letnem poročilu je tudi zapisano, da namerava družba še naprej odkupovati posojila iz teh skladov ob zapadlosti štirimesečne plačilne nesposobnosti v skladu s predpisi, h katerim jih obvezuje zdajšnje stanje (Fannie Mae 2015b).

Po istem principu pogledjmo še portfelj nepremičninskih obveznic (in kasneje celoten nepremičninski portfelj) pri drugem podjetju, Freddie Mac. Pogledjmo najprej prodajni portfelj oziroma tiste obveznice v lasti podjetja, ki so na prostem trgu v prodaji. Konec leta 2015 je portfelj teh nepremičninskih obveznic Freddie Mac znašal skoraj 75 milijard dolarjev. Dobrih 40 milijard dolarjev teh obveznic so izdale takoimenovane vladne agencije (Fannie Mae, Freddie Mac in Ginnie Mae), kar pomeni varnejšo naložbo (ker je v ozadju zaslomba države). Preostalih približno 35 milijard dolarjev pa so investicije v tvegane obveznice, ki niso vezane na državna podjetja in zato nimajo državnega kritja. Pri Fannie Mae so te investicije opredelili za manj likvidne.

Pri Freddie Mac pa pojasnjujejo, da so v zadnjih letih zmanjšali portfeljski delež tveganih nepremičninskih obveznic. Tabela 7.6 to kaže v primerjavi med letoma 2014 in 2015. Portfelj

subprime in CMBS instrumentov se je zmanjšal z 20,5 milijard dolarjev na dobrih 12 milijard dolarjev, količina Alt-A obveznic se je skoraj prepolovila.

Tabela 7.6: Prodajni portfelj nepremičninskih obveznic Freddie Mac – v mln \$

	2015	2014
Freddie Mac	33.527	39.099
Fannie Mae	7.262	11.313
Ginnie Mae	162	199
CMBS	12.448	21.822
Subprime	12.802	20.589
Alt-A	3.278	5.043
Ostalo	4.883	7.847
Skupno	74.937	106.550

Vir: Freddie Mac (2015).

Da je v portfelju še vedno pomemben delež tveganih obveznic, ki nimajo kritja državnih agencij, pa je kljub temu očitno. To priznavajo tudi pri samem podjetju. Ta del portfelja ostaja po ugotovitvah Freddie Mac »šibak in občutljiv na spremembe ekonomsko-finančnih pogojev, kakršni so cene nepremičnin, nepremičninske obrestne mere in stopnja brezposelnosti« (Freddie Mac 2015, 124). Če se je v zadnjih letih stopnja brezposelnosti v ZDA izrazito zmanjšala in bi to lahko ugodno učinkovalo na omenjene tvegane obveznice, pa moramo tukaj omeniti, da je vprašanje obrestnih mer tukaj nekoliko bolj problematično. Obrestne mere, začenši s ključnimi, ki jih določa Fed, so namreč že leta na najnižji stopnji. Vsaka sprememba na tem področju pomeni lahko samo njihovo povišanje. In to bi seveda učinkovalo posebej negativno prav na tvegane manj likvidne obveznice, ki so vezane na nepremičninska posojila brez kritja državnih agencij. Pri Freddie Mac tudi to vprašanje izpostavljajo kot relevantno. Za obveznice CMBS sicer zatrjujejo, da imajo v 86 odstotkov primerov pozitivno bonitetno oceno z nizkim tveganjem plačilne nesposobnosti. Ko pa gre za ostale tvegane obveznice, pa je stanje precej slabše. Subprime, Option ARM in Alt-A obveznice v portfelju Freddie Mac so imele konec leta 2015 v 96 odstotkih primerov negativno bonitetno oceno in so torej nositeljice največje stopnje tveganja (Freddie Mac 2015, 124). Ob tem velja še omeniti podatke v zvezi s plačilno nesposobnostjo tveganih nepremičninskih obveznic. Pri subprime obveznicah so konec leta 2015 zabeležili 27 odstotni delež plačilne nesposobnosti, v primeru Option ARM obveznic je ta delež znašal 23 odstotkov, pri Alt-A obveznicah pa je bilo 18

odstotkov teh vrednostnih papirjev v portfelju označenih za plačilno nesposobne (Freddie Mac 2015, 125). Tako kot smo že pred tem ugotavljali za Fannie Mae, je torej tudi v primeru Freddie Mac stopnja tveganja prisotna.

Tabela 7.7: Celoten portfelj Freddie Mac (nepremičninska posojila + obveznice) – v mln \$

	s poroštvom Freddie Mac	s poroštvom državnih agencij	Brez porošstva državnih agencij	Nepremičninska posojila	Skupno
Leto 2015	147.824	12.970	40.453	145.684	346.911

Vir: Freddie Mac (2015 in 2016).

Če prodajni nepremičninski portfelj nadgradimo s celotnim nepremičninskim portfeljem (ta vključuje celoten portfelj nepremičninskih obveznic in nepremičninski portfelj posojil), dobimo sliko iz tabele 7.7. V celotnem nepremičninskem portfelju Freddie Mac tako najdemo dobrih 160 milijonov dolarjev obveznic, ki imajo poroštvo same družbe ali drugih državnih agencij. 40 milijonov dolarjev je vrednost premoženja v obveznicah brez državnega porošstva. Nazadnje so tukaj še nepremičninska posojila, ki so v portfelju Freddie Mac. Njihova vrednost znaša 145,6 milijona evrov. Družba jih v letnem poročilu večinoma uvršča med manj likvidna sredstva (Freddie Mac 2015, 161). Družba Freddie Mac je tako v svojem nepremičninskem portfelju skupno ocenila, da je njen 45 odstotni delež likviden, 9 odstotni delež je v postopku vezave v obveznice, 46 odstotni delež pa da je manj likviden (Freddie Mac 2015, 161).

Skratka, tudi v primeru Freddie Mac lahko še vedno ugotavljamo, da gre – ko govorimo o portfelju – za sredstva, ki so pogosto tveganega značaja. Za take jih opredeljuje podjetje samo – lastnik. Gre za tveganost, ki lahko odločilno vpliva na poslovanje obeh agencij, ob tem pa tudi na poslovanje tistih poslovnih partnerjev, ki so z njimi sodelovali. V reševanje obeh nepremičninskih agencij je bila močno vpletena ameriška centralna banka. V prejšnjem poglavju smo orisali postopek odkupovanja MBS v okviru strategije kvantitativnega sproščanja. In ta poteza nedvomno veže usodo obeh nepremičninskih agencij s potezami ameriške centralne banke. Zaradi masovnega odkupa obveznic pa bi morebitne šoke dveh nepremičninskih agencij lahko občutila tudi ameriška centralna banka.

7.6 Povezava GSE – FED

V tem kontekstu je zanimivo še pogledati na nujno povezanost med ameriško centralno banko in obema agencijama, ki ju bomo odslej imenovali tudi GSE (z angleškim akronimom »government sponsored enterprises« oziroma v prostem prevodu »podjetji, ki ju financira vlada). Zaradi masovnega odkupa obveznic se usoda teh institucij tako ali drugače prepleta. Poteze, ki jih v svoji monetarni politiki vleče Fed, vplivajo na poslovno stanje GSE, hkrati pa so tudi poslovne odločitve teh dveh agencij pomembne za monetarno politiko, ki jo vodi Janet Yellen. Poglejmo nekaj takih primerov.

Zaradi močne vpetosti v vsedržavno ekonomsko in finančno politiko, sta GSE odvisni od številnih dejavnikov, ki so tesno povezani z globalnimi ekonomskimi gibanji. Finančna kriza na Kitajskem v letu 2015 je na primer privedla do znižanja obrestnih mer. To je posredno vplivalo na znižanje vrednosti finančnih derivatov pri obeh agencijah v tretjem četrtletju 2015. Podobno je vplivala tudi naftna kriza in padec cene sodčka. V ZDA so, posebej v zadnjih letih z vse širšo uvedbo tehnike »frackinga« in t.i. pridobivanja »shale oil« (gre za pridobivanje nafte s posebno tehniko krušenja skal in kamnitih mas). Padec cen nafte tako negativno vpliva na ekonomsko ozračje predvsem na tistih območjih ZDA, kjer so delovna mesta vezana na industrijo črpanja nafte. Posledično se povečuje tudi plačilna nesposobnost pri odplačevanju nepremičninskih kreditov (Fannie Mae 2015b, 62). Ob tem nekaj dejavnikov tudi neposredno povezuje obe agenciji z ameriško centralno banko. Najprej je tu obseg trga nepremičninskih kreditov. Zmanjšanje tega obsega bi pomenilo za obe agenciji tudi ožjenje količine prihodkov, v kolikor je njun primarni posel odkupovanje nepremičninskih kreditov in s tem »blagom« ustvarjanje novih vrednostnih papirjev – obveznic. Pri tem pa je potrebno izpostaviti še obrestne mere – tukaj govorimo o nepremičninskih obrestnih merah, a tudi o ključnih obrestnih merah. Na oboje (seveda, posebej na druge) ima ameriška centralna banka izjemno velik vpliv. Povečane obrestne mere – pišejo pri Fannie Mae – imajo posebej v primeru nenadnega in takojšnjega dvigovanja lahko močno negativne učinke na poslovanje in na plačilno sposobnost dolžnikov. V letnem poročilu Fannie Mae za leto 2015 se tako posebej omenja tudi večkrat napovedana strategija ameriške centralne banke o restriktivnejši monetarni politiki oziroma o dvigovanju ključne obrestne mere. Decembra 2015 jo je vodstvo Fed prvič dvignilo po letu 2006 v minimalni vrednosti 0,25 odstotkov (o tem več v naslednjem poglavju). Tudi ta strategija bi, po mnenju Fannie Mae, lahko (negativno) vplivala na poslovanje (Fannie Mae 2015b, 63). Posebna povezava med delovanjem GSE in Fed pa je že omenjeno odkupovanje MBS, ki smo ga z vidika ameriške centralne banke obdelali v prejšnjem poglavju. Tokrat poglejmo še predvidene učinke na državni nepremičninski agenciji.

Tabela 7.8: Nepremičninski portfelj in vsota izdanih MBS – v mln \$ (v letu 2015)

	Nepremičninski portfelj	Izdani MBS	Skupna vsota odkupov MBS s strani Fed (03/2016)
Fannie Mae	345.103	2.822.974	1.754.490
Freddie Mac	346.911	1.729.493	

Vir: Fannie Mae (2016); Freddie Mac (2015).

Tabela 7.8 prikazuje podatke obeh agencij v nekaterih ključnih postavkah. O nepremičninskem portfelju smo spregovorili v gornjih podpoglavjih. Ob tem je zanimiv še vpogled v osnovno dejavnost Fannie Mae in Freddie Mac, izdajanje obveznic in vrednostnih papirjev. Postavka »izdani MBS« prikazuje vrednost ob koncu leta 2015. Fannie Mae je na ta datum imela za dobrih 2.800 milijard dolarjev izdanih MBS v lasti različnih imetnikov, Freddie Mac pa je do istega presečnega datuma izdala dobrih 1.700 milijard dolarjev. K temu velja kot primerjavo navesti tudi podatek o odkupih MBS, ki jih je opravila ameriška centralna banka. Ta vrednost je marca 2016 znašala 1.750 milijard dolarjev, gre torej za skoraj 40 odstotkov vseh MBS obeh agencij. Podatek je še toliko zgovornejši ob ugotovitvi, da je ameriška centralna banka že januarja 2014 začela zmanjševati količino nakupov MBS, program pa sklenila oktobra 2014 (tudi o tem smo obširneje pisali v prejšnjem poglavju). Kljub temu pa iz tabele 6.1 lahko ugotovimo, da se nakupi MBS niso ustavili oktobra 2014 in da se dejansko še danes, čeprav v manjši meri, nadaljujejo. To razkriva družba Fannie Mae v svojem letnem poročilu. Po zaključku programa odkupovanja MBS so namreč pri ameriški centralni banki sklenili, da bodo prihodke od poslovanja z GSE (v glavnem gre za obresti od dolgov) namenili kupovanju novih MBS (Fannie Mae 2015b, 63). To potrjujejo tudi pri ameriški centralni banki. V letu 2014 se je kljub januarski odločitvi o zmanjševanju nakupov (t.i. strategija tapering) in oktobrskem zaključku programa povprečna dnevna količina MBS v portfelju Fed povečala z vrednosti dobrih 450 milijard dolarjev na 1.700 milijard dolarjev (Fed 2015g, 106). Ta vrednost se je skozi leto 2015 še dodatno dvignila do vrednosti 1.750 milijard dolarjev (tabela 7.8). Tako je Fed še naprej odkupoval MBS, ki sta jih izdajala Fannie Mae in Freddie Mac. Januarja 2016 so v ameriški centralni banki nadalje sporočili, da bodo s to politiko odkupovanja nadaljevali vse dotlej, dokler ne bodo normalizirali ravni ključne obrestne mere. Če bi Fed ne nadaljeval s tako politiko pri Fannie Mae ocenjujejo, da bi lahko nenadoma poskočila vrednost nepremičninskih obrestnih mer, to pa bi – kot smo že zapisali – negativno vplivalo na poslovanje GSE. Posebej bi kazalo tu izpostaviti odločitev ameriške centralne banke, o nadaljevanju odkupov do »normalizacije

ravni ključne obrestne mere» (Fannie Mae 2015b, 63). Fed je namreč v prvem štirimesečju leta 2016 napovedano normalizacijo močno upočasnila. Decembra 2015 je ameriška centralna banka prvič dvignila obrestno mero po letu 2006. Z območja 0% - 0,25% jo je dvignila za 25 točk na 0,25% - 0,50%. V prvotnem načrtu ameriškega odbora pod vodstvom Janet Yellen so bila še štiri povišanja obrestne mere za leto 2016. Zaradi splošne finančne krize na globalni ravni pa je Fed te napovedi že močno ohladil in napovedal, da bo pot do normalizacije še dolga. Zaradi tega je na mestu domneva, da bo tudi odkupovanje MBS za Fed še dolgoročna obveznost. Pomembnost te strategije za Fannie Mae in Freddie Mac je na dlani tudi, ko pogledamo realne številke.

Sklepi ameriške centralne banke namreč močno vplivajo na poslovanje obeh agencij. Fed je konec načrtovane politike kvantitativnega sproščanja in zmanjšanje količine odkupovanja MBS napovedala leta 2013 in to začela izvajati v letu 2014. V analizi, ki jo je FHFA objavil oktobra 2014, večinski lastnik obeh agencij ugotavlja, da je ta poteza ameriške centralne banke, ki jo imenujejo »tapering«, povzročila preobrat v dinamiki dolgoročnih obrestnih mer in posledično pripeljala do zmanjšanja prihodkov iz naslova količinsko manjše izdaje novih MBS v obdobju po uvedbi taperinga (Federal housing finance agency 2014, 21).

Posledica tega zmanjšanja je padec cene MBS. Padec cene zahteva seveda trg, ki je zaradi manjšega povpraševanja države, bolj »sproščen«. Nižja cena s seboj povleče še eno posledico – višje obrestne mere, ki jih morata agenciji plačevati investitorjem. Višje obrestne mere se ob tem prelijejo tudi v nepremičninska posojila. To se je zgodilo kmalu potem ko je Fed napovedal tapering. Zvišanje obrestnih mer na področju nepremičninskih posojil je prispevalo k izrazitemu zmanjšanju izdajanja MBS in prihodkov leta 2014 – obdobju, ko je bil tapering uveden (Federal housing finance agency 2014, 21). Tovrstni prihodki so se pri Freddie Mac ob upoštevanju učinkov slabšanja kreditnih pogojev v letu 2014 zmanjšali za 25 odstotkov v primerjavi z letom 2013 in padli s skoraj 19 milijard dolarjev na dobrih 14 milijard (Freddie Mac 2015, 14). V Fannie Mae je bil ta padec še nekoliko občutnejši. Prihodki (ne upoštevajoč davke) so bili leta 2013 19 milijard dolarjev, leto za tem so padli na slabih 12 milijard dolarjev, v letu 2015 pa so doživeli še dodaten padec in pristali na ravni 7,6 milijarde dolarjev (Fannie Mae 2015b, 86)⁹

Jasna slika o pomembnosti, ki jo v zadnjih letih igra ameriška centralna banka pri poslovanju dveh državnih agencij, izhaja tudi iz tabele 7.9, ki predstavlja pogojenost izdajanja novih MBS s strategijo odkupovanja pri Fed.

⁹ V obeh primerih smo pri teh podatkih upoštevali prihodke od obresti, od katerih so odštete morebitne izgube ali rezervacije zaradi plačilne nesposobnosti strank ali drugih izgub, kot označujeta družbi v svojih letnih poročilih.

Tabela 7.9: Izdaja novih MBS s strani GSE in odkup FED (v mln \$)

	2013	2014	2015
Fannie Mae	761.863	404.584	514.813
Freddie Mac	448.614	283.589	397.824
Skupaj FM + FM	1.210.477	688.173	912.637
Odkup Fed	864.538	466.384	356.976
Delež odkupa Fed	71,42%	67,77%	39,11%

Vir: Fannie Mae (2015b), 86 in 89; Freddie Mac (2015), 92 in 117; Fed (2015h), 24; Fed (2016b), 25.

Naj še enkrat spomnimo, da se je proces taperinga (zmanjševanja količine odkupovanja MBS) začel leta 2014. Še leta 2013 je Fed odkupil 71 odstotkov novoizdanih MBS, leta 2014 pa (kljub uvedbi taperinga) 67 odstotkov. Odstotek se je znižal šele v letu 2015, ko je Fed kljub vsemu še vedno odkupil izjemno veliko količino novoizdanih MBS – 40 odstotkov.

Šlo je torej za spiralo, ki je ustvarila soodvisnost med ameriško centralno banko in nepremičninskima agencijama. Ameriška centralna banka s strategijo odkupovanja MBS ni rešila samo Fannie Mae in Freddie Mac, temveč je odločilno pripomogla k temu, da ni propadla strategija o »za vsakogar dosegljivem domu«, ki si jo je zastavila politika v prvi vrsti prav po dveh omenjenih agencijah. Po drugi strani sta Fannie Mae in Freddie Mac v letih po finančni krizi v takem obsegu lahko preživeli samo po zaslugi ameriške centralne banke, ki je v obdobju kvantitativnega sproščanja odkupovala večji del izdanih nepremičninskih obveznic. Skratka, trg MBS je bil, predvsem v zadnjem obdobju, v precejšnji meri stvar umetnega ohranjanja pri življenju.

V gornjih vrsticah smo tudi že omenili, da bo ameriška centralna banka še naprej odkupovala MBS pri Fannie Mae in Freddie Mac vse do »normalizacije ravni ključne obrestne mere« (Fannie Mae 2015b, 63). Tako iskanje umetnega ravnotežja je bilo posebej pod drobnogledom nekaterih ameriških medijev. Tisk izpostavlja v prvi vrsti nenavadno obliko prisilne uprave, ki se iz začasne rešitve vse bolj spreminja v dokončno. Pri tem posebej izpostavljajo vsiljeno politiko dividend in izničenja kapitala, po kateri morata letni dobiček in kapital obeh družb v celoti iti v državno blagajno (več o tem v poglavjih 6.3 in 7.5). Po tej strategiji bosta agenciji izničili kapital do januarja 2018, od tedaj pa bi vsaka nova izguba (pa čeprav še tako majhna) pomenila potrebo po novi dokapitalizaciji in zunanjem reševanju. Po pisanju Wall Street Journala finančno ministrstvo še nima namena izstopiti iz lastniške strukture, ker naj bi pred tem bilo potrebno izvesti korenito reformo nepremičninskega trga (Carney 2016). Ameriška država si je z dosedanja dividendno politiko pri obeh agencijah že povrnila prvotni vložek v reševanje GSE v višini 189 milijard dolarjev – do konca leta 2015 je iz Fannie Mae in Freddie Mac počrpala 239 milijard dolarjev, a to

je po mnenju Edwarda Pinta (American Enterprise institute) še vedno premalo glede na finančno tveganje, ki so ga z reševanjem nase vzeli davkoplačevalci (The Economist 2015).

Ravno to tveganje, ki zajema tudi odkupovanje MBS s strani ameriške centralne banke, ostaja v ospredju reševanja nepremičninskega vprašanja. Zato ponekod prodira tudi zamisel, da naj se današnja oblika dvopola Fannie Mae – Freddie Mac na področju nepremičninskih kreditov in obveznic preprosto razbije. Če se država umakne iz teh dveh velikanov, bi vanje lahko vstopile velike banke, ne da bi se pri tem rešil osnovni problem tveganosti takega sistema. GSE bi še naprej igrali vlogo »too big to fail podjetij«, kar za lastnike pomeni imeti bolj ali manj proste roke pri špekulacijah. Zaradi tega je ena od predlaganih rešitev zmanjšanje dominantne tržne pozicije obeh agencij in ustvarjanje konkurenčnejšega tržnega okolja (Parrot in Zandi 2015). Fannie Mae in Freddie Mac sta si zaradi vloge v finančni krizi in zaradi tveganosti svojega poslovanja že danes prislužili vzdevek »strupena dvojčka« (The Wall street journal, 2015). Pri tem so pri Wall street journalu vzeli kot izhodišče novo nepremičninsko obveznico, ki sta jo izdali GSE in je na trgu od 1. januarja 2016. Gre za finančni instrument, ki bi moral tveganje nepremičninskih obveznic prerazporediti na zasebne vlagatelje in tako razbremeniti državo oziroma davkoplačevalce. Pravzaprav gre v tem primeru za svojevrstne zavarovalne police proti stečaju nepremičninskih obveznic. Ti instrumenti so znani kot »collateralized debt obligations« oziroma s kratico CDO. Z njihovim nakupom prevzemajo vlagatelji nase del bremena morebitnega padca vrednosti obveznic oziroma njihovega stečaja, v zameno pa so deležni zelo visokih obresti, ki gredo od 1,15 do 7,55 odstotka (Light 2015). To potezo so pri ameriškem finančnem dnevniku vzeli posebej pod drobnogled, češ da prinaša nova nepotrebna tveganja na nepremičninski trg. Po njihovem mnenju bi morala država oziroma finančno ministrstvo preprečiti oblikovanje novih vrednostnih papirjev in težiti k temu, da bi GSE čim bolj krčila izdajanje finančnih instrumentov (The Wall street Journal 2015). Rešitev potemtakem ni v krčenju kapitala in portfelja družb, temveč v omejevanju njihovega poslovanja (izdajanja novih obveznic), posebej tistega, ki se lahko izkaže kot tvegan. Dejstvo, da se obseg izdanih nepremičninskih obveznic ponovno povečuje, je dejstvo. Po letu 2014, ko je predvsem zaradi taperinga, količina novih MBS padla za skoraj 50 odstotkov, je v letu 2015 ponovno močno narastla (tabela 7.9). To rast posebej potrjuje tudi družba Fannie Mae v svojem letnem poročilu za leto 2015 in ki se ob tem sklicuje tudi na porast števila novopodeljenih nepremičninskih kreditov (Fannie Mae 2015b, 94).

8 Ameriška centralna banka in globalne krize

Drugo polovico leta 2015 in prvo polovico leta 2016 sta zaznamovali krizi, ki sta močno vplivali na finančne trge in splošno gospodarsko stanje. Zniževanje cene sodčka nafte je bila stalnica skozi celotno leto 2015, začelo se je že v letu 2014. Drugi močan faktor je kitajska finančna kriza, pok špekulativnih balonov na šangajski borzi in razvrednotenje juana. Vse to je tudi vplivalo na monetarno politiko ameriške centralne banke. Ob tem pa je ameriško gospodarstvo zabeležilo precejšnji notranji prepored. Zaradi ugodnih makroekonomskih razmer v ZDA, ki so se kazali v gospodarski rasti, nizki brezposelnosti in vse višji ravni ustvarjanja delovnih mest, so bila sicer pričakovanja po normalizaciji monetarne politike precejšnja. Edini dejavnik, ki še ni ustrezal pričakovanjem ameriške centralne banke, je bila inflacija. Nivo rasti cen, ki si ga je zastavil Fed, je 2 odstotka. Ta cilj pa še zdaleč ni bil dosežen. V obdobju od sredine 2015 dalje se je odbor ameriške centralne banke pri odločanju o morebitnem zvišanju ključne obrestne mere tako soočal s pozitivnimi notranjimi makroekonomskimi kazalci in globalno finančno krizo. Rezultat tega je bil enkratni dvig ključne obrestne mere v višini 25 baznih točk decembra 2015. Temu je sledila upočasnitev napovedanega ritma novih dvigovanj v prvem četrtletju 2016.

8.1 December 2015 – prvi dvig ključne obrestne mere

17-članski odbor ameriške centralne banke je na zasedanju 16. in 17. decembra 2015 sprejel odločitev o povišanju ključne obrestne mere v višini 0,25 odstotkov. Šlo je za pričakovano potezo, na katero so se svetovni trgi pripravljali skozi celo leto 2015. Ameriško gospodarstvo je namreč kazalo znake ozdravitve v ključnih postavkah. Po prvotnih medijskih napovedih naj bi odbor pod vodstvom guvernerke Janet Yellen prvo zvišanje ključnih obrestnih mer opravil že sredi poletja, a se je zadeva nato nekoliko zavlekla zaradi nenadne krize na kitajskih trgih in avgustovske močne devalvacije juana. Hkratno znižanje vrednosti kitajske valute in okrepitev dolarja (logična posledica dviga ključne obrestne mere) sta bili po presoji Fed nevzdržna ukrepa. Kljub vsemu temu pa je dvig ameriških obrestnih mer nekako visel v zraku. Finančni trgi so s precejšnjo pozornostjo spremljali vsak namig iz ameriške centralne banke. Sredi novembra 2015 sta na primer v podporo dvigovanju obrestnih mer spregovorila vplivna člana Fed James Bullard (Fed St. Louis) in William Dudley (Fed New York). Oba sta izrazila prepričanje, da je napočil že skrajni čas za nekoliko bolj restriktivno politiko, v kolikor je ameriško gospodarstvo pokazalo znake okrevanja. Njuna izjava je takrat sprožila precejšnje gibanje na finančnih trgih, ki se je poznala v prvi vrsti na padcu vrednosti surovin in na okrepitvi dolarja (Franceschi 2015).

Odločitev ameriške centralne banke o povišanju ključne obrestne mere sredi decembra je bila tako bolj ko ne potrditev večmesečnih napovedi. Med razlogi za tako odločitev je ameriška centralna banka v svojem tiskovnem sporočilu (16. december 2015) navedla gospodarsko rast, ki traja že nekaj mesecev. Ob tem navajajo še rast zasebne potrošnje, predvsem pri gospodinjstvih, in investicij podjetniškega sektorja. Ob tem so pozitivno ocenili kazalce rasti pri zaposlovanju in zmanjševanje brezposelnosti. Edina postavka, ki še ni zadovoljila ameriške centralne banke, je bila inflacija – krepko pod 2 odstotkoma, kolikor je varni »minimalni znesek«, ki ga predvideva ameriška centralna banka. Pomembno sporočilo, ki ga je Fed želel takrat posredovati, je bilo tudi optimistično prepričanje glede pozitivnega nadaljevanja teh makroekonomskih dinamik. Predvsem so izpostavili zaupanje v rast inflacije in v nadaljnjo rast trga dela. Normalizacija obrestnih mer (njihovo nadaljnje dvigovanje), so še zapisali v tiskovnem sporočilu, se bo nadaljevala skladno z razvojem ekonomskih pogojev (Fed 2015h). Ob tem velja še podčrtati, da je vodstvo ameriške centralne banke v tiskovnem sporočilu posebej podčrtalo, da bo nadaljevalo tudi s politiko reinvesticij prihodkov od plačil dolžniških agencij in agencij z nepremičninskimi obveznicami do dejanske normalizacije obrestnih mer (o tem smo obširno pisali v prejšnjem poglavju).

Kaj je dejansko prinesla odločitev ameriške centralne banke na finančne trge? Najpomembnejši učinek je bil seveda preobrat v desetletni politiki nižanja obrestnih mer, ki so od leta 2008 bile na zgodovinsko nizki rekordni vrednosti nič odstotkov. Prvi dvig po tolikih letih je bil seveda tudi stvarni dokaz optimizma znotraj ameriških institucij glede novega vetra, ki je zavel v gospodarstvu. O nadaljnjih dvigovanjih obrestnih mer so bili v sporočilu zelo skopi, nekoliko bolj jasna slika namer ameriške centralne banke izhaja iz izjav posameznih članov odbora za medije. Podpredsednik odbora Stanley Fischer je v intervjuju za CNBC dejal, da bi v letu 2016 lahko še štirikrat dvignili ključno obrestno mero, John Williams, član odbora Fed iz San Francisca, je omenjal celo pet možnih dvigov ključne obrestne mere (Valsania 2016a). Zgovorno je tudi stališče, ki ga je 17 članov odbora na to temo izreklo na zasedanju 15. in 16. decembra 2015. Štirje člani so do konca leta 2016 napovedali 2 dviga (po 0,25 odstotka), kar bi ključno obrestno mero pripeljalo v razmik med 0,75 in 1 odstotno točko. Trije so napovedali 3 dvige oziroma razmik med 1 in 1,25 odstotka, kar 7 se jih je izreklo za 4 dvige oziroma ključno obrestno mero med 1,25 in 1,5 odstotka. Dva sta napovedovala 5 dvigov (obrestna mera na ravni med 1,5 in 1,75 odstotka), najbolj optimist med člani odbora pa se je opredelil za 7 dvigov, kar pomeni raven obrestne mere med 2 in 2,25 odstotka (Board of governors 2015d, 4 – priloga).

Med kazalci, ki so konec leta 2015 in v začetku 2016 vplivali na »optimizem«, je bil podatek o novih zaposlitvah v letu 2015, ki je v ameriški politični in ekonomski javnosti med pomembnejšimi

pri ugotavljanju »zdravstvenega stanja« gospodarstva. Podatek o zaposlenosti posredno kaže namreč tudi na druge dejavnike. Ker je ameriško gospodarstvo močno odvisno od notranjega trga in ker pri njegovi rasti igrata pomembno vlogo domače povpraševanje in potrošnja, so podatki o naraščajočem zaposlovanju hkrati tudi podatki o večjem številu potencialnih potrošnikov.

Tabela 8.1: Nove zaposlitve v letu 2015, na mesečni ravni (*000)

Mesec	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Avg	Sept	Okt	Nov	Dec
Število novozaposlenih	201	266	119	187	260	245	223	153	145	307	252	292

Vir: Valsania (2016b).

Podatki o zaposlenosti spadajo med tiste kazalce, ki jih ameriška centralna banka redno omenja, ko pojasnjuje svojo politiko normalizacije obrestnih mer. Decembrski podatek (tabela 8.1) o 292 tisoč novih delovnih mestih je utrdil rožnato stanje na tem področju skozi celotno leto 2015. Ameriško gospodarstvo je namreč v tem letu skupno ustvarilo 2,7 milijona novih delovnih mest s povprečjem na ravni 221 tisoč novih zaposlitev mesečno. V zadnjem četrtletju v letu 2015 je povprečje znašalo 285 tisoč. Gre za številke, ki so sicer nekoliko nižje kot v letu 2014, a so bile vseeno precej višje od zastavljene letvice na psihološki meji povprečja 200 tisoč novih delovnih mest mesečno. Pa ne samo to: od leta 2009 dalje je ameriško gospodarstvo ustvarilo približno 10 milijonov novih delovnih mest (Valsania 2016b).

Ob tem se je ustrezno zmanjšala tudi stopnja brezposelnosti, ki je v prvem štirimesečju v letu 2016 dosegla raven 5 odstotkov in je v zadnjih letih močno upadla. Petodstotna stopnja brezposelnosti pomeni povratak na predkrizno raven. Ameriško gospodarstvo je namreč zadnjič tako vrednost zabeležilo aprila 2008 (graf 8.1). Vsi ti podatki so bili decembra 2015 (in delno potem še januarja) voda na mlin za ameriško centralno banko pri odločitvah o dvigu obrestne mere. Poleg tega so dokaj optimistične tudi napovedi za naslednja leta.

Kot lahko razberemo iz tabele 8.2. Fed (napovedi so bile izdelane marca 2016) za naslednje triletnje napoveduje stabilno rast. Ne gre za izjemne napredke, slika, ki jo kažejo napovedi, pa govori o utrjenem gospodarskem gibanju. O tem govorijo podatki o dvoodstotni rasti v letih med 2016 in 2018. Spodbudni so tudi podatki o brezposelnosti: po oceni ameriške centralne banke bi se moral ta makroekonomski kazalec do leta 2018 še dodatno znižati za približno pol odstotka. Spremenljivka, ki kaže še precejšnjo negotovost je inflacija, ki bo v letu 2016 še močno pod povprečjem, a bi se

morala po napovedih iz tabele 8.2 že v letu 2017 približati cilju dveh odstotkov, ki si ga je zastavila ameriška centralna banka.

Graf 8.1: Stopnja brezposelnosti v ZDA



Vir: Bureau of labour statistics (2016).

Tabela 8.2: Napovedi rasti BDP, stopnje brezposelnosti in inflacije – ameriška centralna banka (marec 2016) – v odstotkih

	2016	2017	2018
Sprememba v realnem BDP	2,2	2,1	2,0
Napoved 12/2015	2,4	2,2	2,0
Stopnja brezposelnosti	4,7	4,6	4,5
Napoved 12/2015	4,7	4,7	4,7
PCE inflacija	1,2	1,9	2,0
Napoved 12/2015	1,6	1,9	2,0

PCE inflacija – »price consumer expenditures« inflacija je vrednost pri izračunu inflacije pri zasebni potrošnji

Vir: Board of governrors of the Federal reserve system (2016b).

8.2 Stagnacija dvigovanja ključne obrestne mere

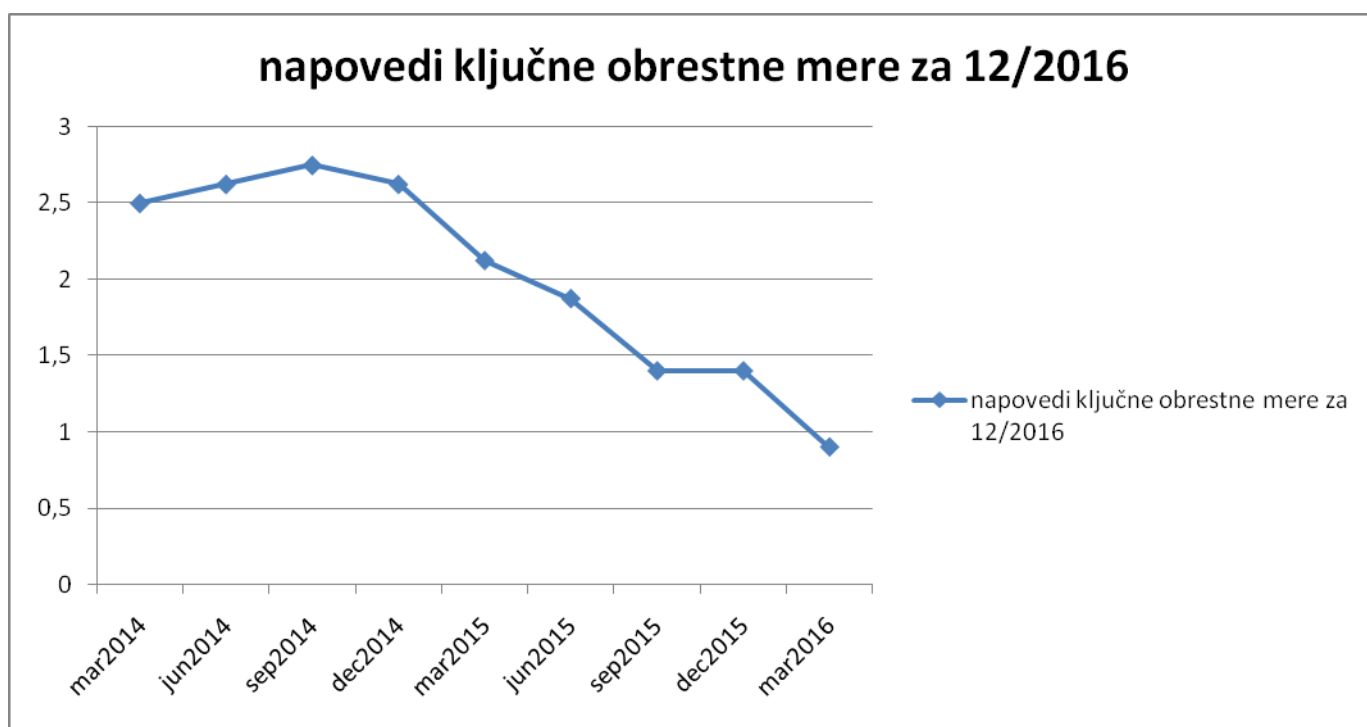
Po začetnem navdušenju ob koncu leta 2015 in v začetku leta 2016 se je temperatura v ameriški centralni banki nekoliko znižala. V prvem štirimesečju leta 2016 Fed ni napovedal novih dvigov ključne obrestne mere, napovedi o štirih zvišanjih obrestne mere (kar naj bi skupno znašalo 2 odstotka), pa so se v medijih že zmanjšale na največ dve povišanji (skupno 1 odstotek). Kljub vsem pozitivnim makroekonomskim kazalcem se je globalna slika v prvem štirimesečju 2016 spremenila do te mere, da so se spremenile tudi občutljive napovedi o ameriški ključni obrestni meri. Razlogov za to je več. Zvišanje ključne obrestne mere v zdajšnjem obdobju prinaša logična tveganja. Gospodarstvo se je namreč privadilo na nično obrestno mero in še več. V istem času je Fed zagnal strategijo kvantitativnega sproščanja. Šlo je torej za dva ukrepa, ki sta drug drugega nadgradila in močno potenciarala ekspanzivnost monetarne politike. Vsaka sprememba v nasprotno smer že zaradi tega lahko precej razburka vode. V letih od začetka krize je z »izrednimi sredstvi« ameriška centralna banka v ameriškem gospodarstvu izvedla injekcije likvidnosti v skupni vrednosti 2.500 milijard dolarjev (Burne 2015). Ob tem je bila cena denarja nična. Restriktivnejše razmere na finančnih trgih z višjimi obrestnimi merami bi za sabo najbrž povlekli tudi višje obrestne mere na nepremičninskem in avtomobilskem trgu ter na področju financiranja javnega primanjkljaja.

Ko se centralna banka odloči za zvišanje ključne obrestne mere se za vzdržnost sistema, ki je bil pred tem dolgo navajen na ohlapnejše prijeme, posluži določenih finančnih instrumentov. V tiskovnem sporočilu, ki so ga objavili 16. decembra 2015, odbor ameriške centralne banke posebej omenja "reverse repurchase" operacije. Gre za instrument, s katerim je Fed želel zmanjšati količino likvidnosti znotraj gospodarstva. Del sredstev iz svoje bilančne vsote bi po tem načrtu Fed prodal v obliki obveznic, ki bi v tem primeru igrale tudi vlogo poročstva. Sredstva bi se tako začasno izločila iz bilančne vsote Fed. Dogovor v okviru »reverse repurchase« predvideva, da po določenem času, za katerega se stranki v postopku dogovorita, ameriška centralna banka ponovno odkupi sredstva po nekoliko višji vnaprej določeni ceni (Federal reserve bank of New York 2016). Gre torej za začasno sredstvo, s katerim želi ameriška centralna banka pripomoči k uveljavitvi restriktivnejše monetarne politike. V medijih so se na račun tega programa pojavile tudi kritike, češ da pomeni »reverse repurchase« program pretirano prisotnost države na finančnih in denarnih trgih (Burne 2015).

Vprašanje, ki se pri tem postavlja, je kako dolgo bo država uporabljala ta finančna sredstva za zagotavljanje vzdržnosti restriktivnejše monetarne politike. Po prvih napovedih naj bi se ameriška centralna banka odpovedala finančnemu instrumentu »reverse repurchase«, ko bo normalizacija obrestnih mer popolnoma zaživela (Burne 2015). To vprašanje pa se je po začetnem optimizmu, ki je svoj višek doseglo decembra 2015, nekoliko zapletlo. V prvem štirimesečju leta 2016 so ocene

ameriške centralne banke postale veliko bolj previdne in normalizacija je postala precej dolgoročnejši cilj. Spremembe v dinamiki ekonomskih razmer lahko delno opazimo že iz tabele 8.2, če primerjamo napovedi ameriške centralne banke, ki so bile objavljene marca, z decembrskimi. Rahlo so se poslabšale napovedi glede gospodarske rasti, v prvi vrsti pa so se precej poslabšale napovedi dviga inflacije v letu 2016. Stagnacija teh ocen je posredno pripeljala tudi do stagnacije predvidenega dviga ključnih obrestnih mer za leto 2016. Zasedanje ameriške centralne banke 15. in 16. marca je to stagnacijo tudi formalno potrdilo. Glavno sporočilo tega zasedanja je bilo, da Fed zaenkrat še ne bo dvigoval ključnih obrestnih mer in da bo v prihodnosti ob tem odločanju zelo pozorno pretehtal vse spremenljivke, ki bi lahko na to vplivale. »Ključna obrestna mera bo za določen čas ostala pod ravnjo, ki je načrtovana na daljši rok«, so marca 2016 zapisali v odboru ameriške centralne banke (Board of governors of the Federal reserve system 2016c).

Graf 8.2: Napovedi Fed o ključni obrestni meri za december 2016 v obdobju od marca 2014 do marca 2016



V gornjem grafu smo upoštevali mediano vseh napovedi članov odbora Fed v posameznih časovnih obdobjih

Vir: Boards of governors of the Federal reserve system (2016).

Graf 8.2 kaže spremembe v napovedih glede ključne obrestne mere ob koncu leta 2016. Izračun je izdelan na podlagi vsakokratnih napovedi članov odbora ameriške centralne banke upoštevajoč mediano njihove napovedi. Najvišja pričakovanja so bila v drugi polovici leta 2014, ko so se

napovedi približale 3 odstotkom. Spremembe vrednosti z dolgoročne perspektive so v tem primeru dokaj običajne, dejansko pa graf kaže, da so se napovedi spreminjale iz zasedanja v zasedanje. Kljub temu da je ameriška centralna banka že dalj časa razglašala restriktivnejšo politiko obrestnih mer, je ciljna obrestna mera za konec leta 2016 postajala vse nižja. Na zasedanju marca 2016 je ta vrednost padla pod odstotno točko in sicer na 0,9 odstotka (oziroma v razponu med 0,75 in 1 odstotkom). Za leto 2016 napovedi govorijo o možnosti dveh dvigov (vsak v višini 0,25 odstotnih točk). Zanj se je na marčevski seji opredelilo sedem članov odbora, med njimi tudi guvernerka Janet Yellen, namestnik guvernerja Stanley Fischer in predsednik Fed – New York William Dudley (Lahart 2016).

Upočasnitev tempa dvigovanja je vsekakor Yellenova začela napovedovati že kmalu po decembrski potezi zvišanja ključne obrestne mere. V zadnjem četrtletju v letu 2015 je ameriško gospodarstvo zabeležilo nizko rast v višini komaj 0,7 odstotka. Ob dobri domači potrošnji je na gospodarsko klimo negativno vplival padec cen nafte (o tem več v nadaljevanju) in okrepitev dolarja v primerjavi z drugimi valutami, kar je za sabo povleklo nižjo raven izvoza (Valsania 2016c). Februarja 2016 so ob tem zabeležili nekoliko nenavadno dinamiko tudi pri spremembah donosnosti dveletnih in desetletnih državnih obveznic. Razmerje med njunima donosnostima (t.i. spread) se je v tem obdobju zmanjšalo na najnižjo raven vse od leta 2008. Bolj kot vse tanjša razlika med donosnostjo desetletnih in dveletnih obveznic je v ospredju pozornosti bil razlog tega zmanjševanja. Če je bil v preteklosti razlog v zviševanju donosnosti dveletnih obveznic, je bil tokrat razlog v zmanjševanju donosnosti desetletnih obveznic (Riolfi 2016). 30. decembra 2015 je bila donosnost desetletnih obveznic na ravni 2,3 odstotka, v začetku februarja pa je padla na 1,66 odstotka (Bloomberg markets 2016). Razgibano obdobje se je nadaljevalo tudi v naslednjih mesecih. Povod za to so bile že večkrat našteje ekonomske razmere na mednarodnih, a tudi na domačem trgu. V začetku februarja 2016 je Deutsche bank celo napovedala s 45-odstotno verjetnostjo, da bo donosnost desetletnih državnih vrednostnih papirjev v letu 2016 negativna (Riolfi 2016).

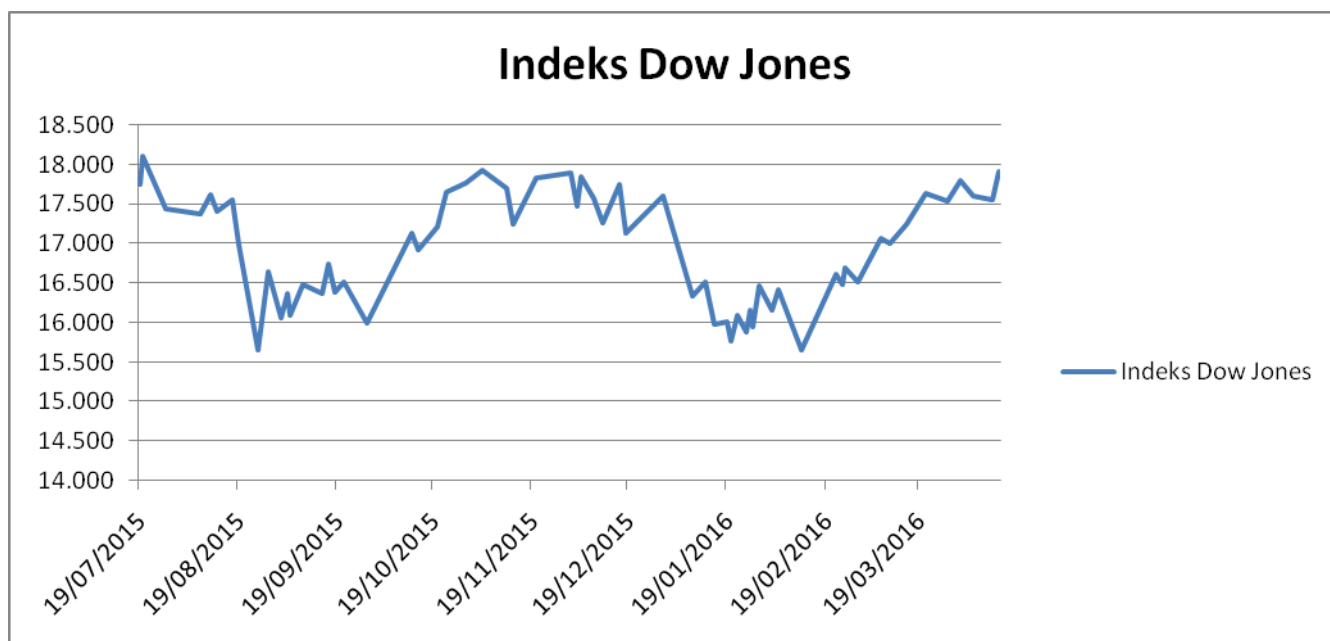
Zaskrbljenost, ki so jo zaznavali finančni trgi, je po decembrskem dvigu ključne obrestne mere zaznala tudi guvernerka ameriške centralne banke Janet Yellen. O tem je spregovorila v javnosti. Yellenova je sicer najprej izpostavila težave s padanjem cene nafte in s kitajsko krizo, ki je oplazila globalno gospodarstvo. Opozorila pa je tudi na težave ameriškega gospodarstva. V zadnjih osmih letih je ameriška ekonomija sicer močno izboljšala svoje makroekonomske kazalce. Javni primanjkljaj je padel iz 10 na raven pod 4 odstotka BDP, gospodarstvo je ustvarilo več kot 10 milijonov delovnih mest ter ponovno zagnalo zasebno potrošnjo. Zato, je dejala Yellenova na

februarskem zasedanju parlamentarne komisije za finance, bi po tolikšnih pozitivnih rezultatih bila »pavza« ameriškega gospodarstva povsem naravna.

»Težava je v tem«, je dejala Yellenova, »da je bila rast ZDA umetno napihnjena z obrestnimi merami, ki so močno pod mejo normalnosti. Druga težava je v tem, da so finančne institucije porabile dobršen del likvidnosti, ki ga je Fed spraval v gospodarski sistem, v špekulativnih operacijah. Tretja težava je v tem, da bi ob morebitni novi krizi v slogu tiste iz leta 2007 – 2009 in ki bi jo lahko uvozili iz Kitajske ali iz Evrope, Fed ne imela več učinkovitih in močnih sredstev za postopanje« (Platero 2016).

Yellenova je pri tem imela jasno v mislih izčrpanje tistih dveh orožij, ki se ju je ameriška centralna banka poslužila v zadnjih desetih letih. Splošna ocena o nižji ključni obrestni meri v letu 2016 pa je še zelo negotova. Hitra dinamika spreminjanja napovedi in »razpoloženja« je eden od kazalcev tega nihanja. Lahko pa v tem sklopu najdemo še en kazalec izjemnega nihanja, ki ponazarja stanje v ameriškem gospodarstvu. Govorimo o borznih indeksih, ki so takojšen in najbolj neposreden kazalec trenutnih razpoloženj.

Graf 8.3: Indeks Dow Jones



Vir: Bloomberg (2016b).

Indeks Dow Jones (graf 8.3) je tako skozi drugo polovico leta 2015 in prvo četrtletje 2016 tekel vzporedno s strahovi in negativnimi izgleidi, pa tudi z optimističnimi napovedmi, ki so prihajale iz ameriške centralne banke. Seveda ne gre tukaj za neposredno pogojevanje, ampak bolj za prenosorazmerno sledenje dogajanju v makroekonomskem okviru. Poleti 2015 je bil Fed

pripravljen na prvo povišanje ključne obrestne mere, a je avgusta počil finančni balon na Kitajskem. Ob tem so seveda padli borzni kazalci na vseh pomembnejših tržiščih. Ameriški Dow Jones je nato ponovno začel rasti jeseni, predvsem ob dobrih makroekonomskih napovedih v zvezi z rastjo gospodarstva in zaposlenostjo. Višek (skoraj 18 tisoč točk) je dosegel decembra, v obdobju, ko je ameriška centralna banka izvedla dvig ključne obrestne mere. Novo nihanje in močan padec številnih borznih indeksov po celem svetu je januarja in februarja časovno sovpadalo z novim pesimizmom ameriške centralne banke, ki ga je izrazila Yellenova. Takrat so se pojavile celo špekulacije o morebitni recesiji, ki pa jih je prav Yellenova zanikala na že omenjenem zasedanju parlamentarne komisije za finance. Opozorila pa je na dva eksogena razloga, ki močno vplivata na tolikšno nihanje: *»Stres in finančno nestabilnost povzročajo politika valutnih menjav na Kitajskem in dinamika naftnih cen«* (Platero, 2016). Marca je sledila je nova streznitev in povratek indeksa Dow Jones na raven pred kitajsko krizo. Pri ameriški centralni banki so ocenili, da je razloge za to ponovno uravnoteženje treba iskati v pomiritvi splošnih kazalcev, začeni s pocenitvijo dolarja v primerjavi z drugimi valutami, pa tudi z znižanjem donosnosti državnih obveznic in z ekspanzivnejšo monetarno politiko na drugih razvitih tujih trgih – v prvi vrsti na evropskem trgu (Board of governors of the Federal reserve system 2016d, 4).

Skratka, v vseh naštetih razlogih se skriva odgovor na vprašanje o nizkih obrestnih merah, ki jih še vedno ohranja ameriška centralna banka. Oba zunanja dejavnika, ki se večkrat omenjata, pa imata dejansko močan vpliv tudi na ameriško gospodarstvo. Vplivata namreč na nekatere ključne postavke, ki poganjajo proizvodne dejavnosti v ZDA. Temo smo sicer obravnavali že v prejšnjih poglavjih, a se bomo k njej spet vrnili.

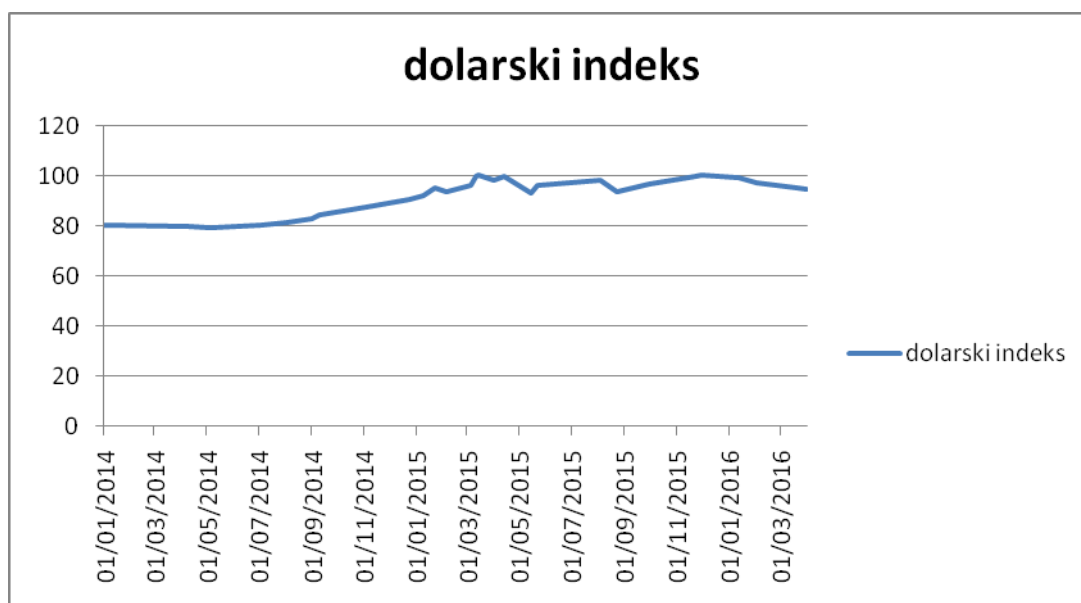
8.3 Kitajska kriza in nadaljevanje valutne vojne

O valutni vojni in pomenu gibanja vrednosti dolarja na menjalnih trgih smo pisali v poglavju od 4.1 do 4.5. Po ugotovitvah, ki smo jih tam predstavili, je valutna vojna doslej bila tako zastavljena, da je od nje, kakorkoli že, največjo korist imelo ameriško gospodarstvo oziroma dolar, ki je še vedno referenčna valuta na svetovnih trgih. Dejstvo, da se je dolar v času izvajanja politike kvantitativnega sproščanja ošibil v primerjavi z ostalimi valutami, je privedlo do tega, da je ameriška valuta preplavila tuje trge. Ostali močnejši trgi so začeli kupovati dolarske devize, da bi tako zaustavili padec dolarja, ki je pomenil hkrati boljše izhodišče za ameriški izvoz in slabši položaj za vse ostale valute. Ravnotežje so tuji trgi našli torej z oblikovanjem dolarskih rezerv.

Pa ne samo to. Dolar je valutno sredstvo na številnih pomembnih mednarodnih tržiščih. To pomeni, da so države pri nakupovanju določenih dobrin in storitev palčevale v dolarjih in se v ameriški

valuti zadolževale. Dokler je v Washingtonu veljala ekspanzivna monetarna politika z nizko vrednostjo valute in nizkimi obrestnimi merami, so zadeve tekle po ustaljenih tirih. Ko pa je ameriška centralna banka začela vse bolj jasno namigovati na restriktivno monetarno politiko, so bile posledice teh odločitev jasno vidne tudi zunaj ameriških meja. Napovedi dviga ključne obrestne mere so v trenutku podražile dolar. To je imelo na ostala svetovna gospodarstva različne učinke. Res se je okrepil njihov izvozni potencial v primerjavi z ZDA, prav zaradi tega pa ima Washington hkrati možnost cenejšega uvoza, ki je bil za ameriško gospodarstvo, predvsem v času pozitivnih dinamik vedno pomembna postavka.

Graf 8.4:Dolarski indeks¹⁰ (kombinirano razmerje med dolarjem in šestimi svetovnimi valutami)



Vir: www.investing.com (2016).

Kljub vsem tveganjem in kljub temu da ameriška centralna banka še sploh ni dejansko zagnala strategije povišanja obrestnih mer, je okrepljeni dolar že nekje od sredine leta 2015 dejstvo. Graf 9.4 prikazuje 25 odstotno okrepitev dolarskega indeksa od januarja 2014 do začetka leta 2016. Indeks, ki primerja dolar z vsemi pomembnejšimi svetovnimi valutami, kaže njegovo okrepitev vse

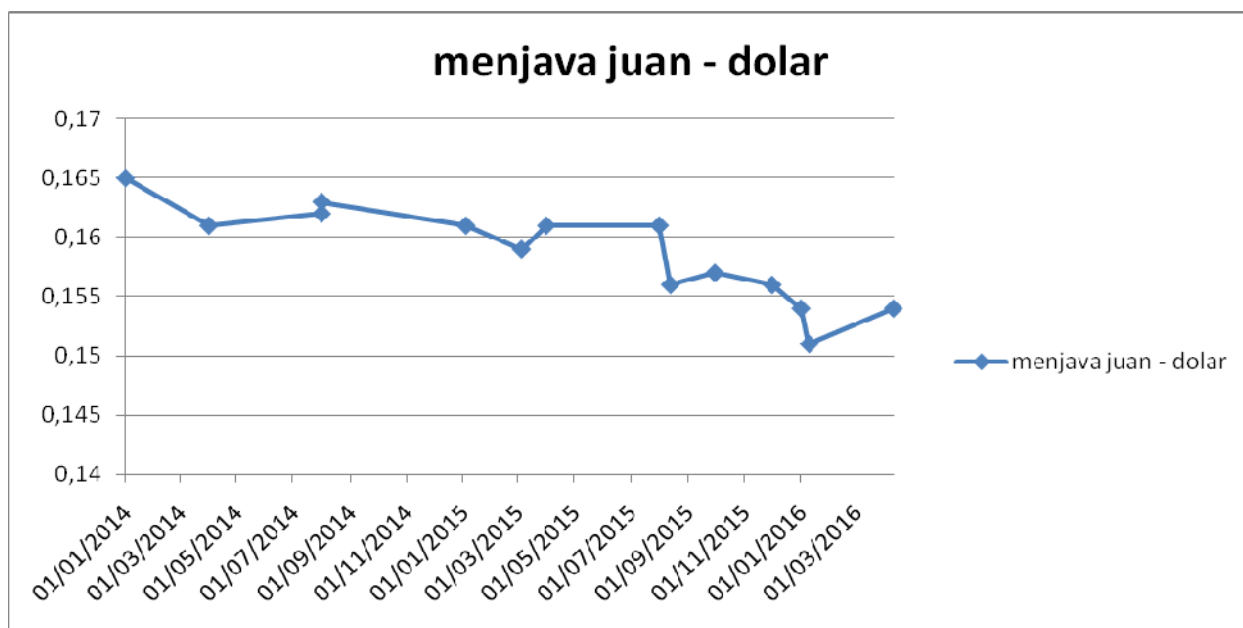
¹⁰ Dolarski indeks je indeks vrednosti ameriške valute v primerjavi s pomembnejšimi valutami držav, s katerimi trgujejo ZDA. V košarico valut spadajo evro, japonski jen, britanski funt, avstralski dolar, švicarski frank, kanadski dolar, švedska krona, mehiški peso, kitajski juan, ruski rubelj, turška lira, južnokorejski von, južnoafriški rand ter novozelandski, hongkonški in singapurski dolar. Indeks je stopil v veljavo leta 1973, ko so dolarju dodelili komparativno vrednost 100.

od obdobja, ko je ameriška centralna banka začela izvajati t.i. strategijo taperinga oziroma ohlajevanja kvantitativnega sproščanja.

Na tej točki je v ospredje prišla še ena prednost dolarja kot osrednje svetovne valute. Okrepljena ameriška valuta je zaradi restriktivnejše oziroma manj ekspanzivne monetarne politike taperinga zmanjšala likvidnost na tujih trgih. Skratka, na svetovnih trgih se je zmanjšala količina dolarjev. Posledično se je podražilo odplačevanje obrokov tistih posojil in kreditov, ki so bili sklenjeni v dolarjih. Po ocenah investicijske banke Morgan Stanley je takih dolgov na svetovnih tržiščih za 9.200 milijard dolarjev. Zelo pomembni deleži teh zneskov so v deviznih rezervah vseh večjih centralnih bank, med njimi tudi Kitajske in Japonske. Po podatkih mednarodne družbe za finančne komunikacije Swift poteka v dolarjih tudi 42,68 odstotka vseh transakcij. Ob tem ne moremo mimo ugotovitve, da je v dolarjih določeno trgovanje tudi za velik del surovin, vključno z nafto. Vrednost dolarja in morebitno dvigovanje ključne obrestne mere je torej vse prej kot samo ameriška notranjepolitična zadeva.

Valutna vojna se odraža v monetarnih potezah šibitve posameznih valut, kar umetno ustvarja konkurenčnejše pogoje za gospodarstva, ki jim te valute pripadajo. V tem kontekstu igra pomembno vlogo tudi kitajski juan (o tem več v poglavjih 4.1, 4.2 in 4.5). Zaradi nizke vrednosti dolarja, predvsem v primerjavi z evrom je bila kitajska valuta dalj časa vezana na ameriško. Z zagonom restriktivnejše monetarne politike in s podražitvijo dolarja ta povezava za juan ni bila več vzdržna.

Graf 8.5: Menjava juan – dolar (menjalna vrednost v dolarjih za 1 juan)



Vir: UsForex (2016).

Graf 8.5 prikazuje razvoj menjalne vrednosti med dolarjem in juanom od leta 2014 dalje. Močan padec menjalne vrednosti gre zabeležiti poleti 2015. Takrat je ob poku finančnih balonov na šangajski borzi Peking močno devalviral svojo valuto zaradi vzdržnosti gospodarstva, ameriška centralna banka pa se je pravkar pripravljala na začetek izvajanja restriktivnih politik. Padec vrednosti juana je bila za finančne trge dokaj predvidljiva. Realna stopnja inflacije na Kitajskem je bila od leta 2010 do konca leta 2015 30 odstotna (Bank for international settlements 2016). Proizvodi so se podražili in nizka vrednost juana (takrat še vezanega na šibki dolar) pri izvozu ni povsem nadomestila podražitve stroškov proizvodnje (Arfaras 2016, 44). Padec juana je logična posledica tega dogajanja na finančnih trgih. Nepredvidljiva torej ni bila devalvacija, temveč njena implementacija. Država je hotela pocenitev valute izvesti čim bolj nadzorovano. Na tej točki so dogodki nekoliko prehiteli preventivno politiko Pekinga. Kitajske oblasti so sredi leta 2015 same začele prodajati svojo valuto in uvažati tujo, da bi tako sami določili nivo devalvacije. Pri tem pa so se morale soočiti z nepričakovano reakcijo kitajskih podjetij, ki so v letu 2015 na pričakovan padec vrednosti juana reagirala nasprotno. Da bi se izognili dražjemu plačevanju dolgov v dolarjih, so skušale še pred devalvacijo juana odplačati čim večji delež dolga v dolarjih. Medtem ko je centralna vlada poskušala prodati lastno valuto in kupiti tujo, da bi tako lažje nadzorovala devalvacijo, so podjetja skušala prodati čim več tuje valute, da jih ne bi topli dražji obroki posojil (Deng in Hunter 2016). Splošna ocena je, da so podjetja v obdobju krize tako iz Kitajske »izvažala« do 100 milijard dolarjev mesečno. To je seveda ošibilo učinke strategije kitajske centralne banke glede nakupovanja tuje valute (Arfaras 2016, 44).

Okrepljen dolar nikakor ni pomagal kitajski valuti pri reševanju nastajajoče krize. Ravno nasprotno, med hujšimi »stranskimi učinki« kitajske finančne krize je bil močan upad izvoza. Šlo je torej za kombinacijo različnih faktorjev, ki so hudo prizadeli kitajsko gospodarstvo. Med prvimi ukrepi, ki so jih sprejeli v Pekingu, je bil tudi odklop valute od menjalne vrednosti dolarja in »priklop« na vrednost košarice valut, med katerimi sta v ospredju evro in yen. Peking je namreč hotel ohraniti šibki juan, povezava z Brusljem in Tokyom, ki sta ob koncu leta 2015 in v začetku 2016 napovedala nove ekspanzivne ukrepe, je bila tako logična posledica vsega tega dogajanja (Rosa 2016, 38). Pekingu pa je v tej strateški povezavi v zadnjih mesecih uspel še en korak naprej. Mednarodni denarni sklad je 30. novembra 2015 vključil juan v košarico glavnih svetovnih valut. Tako naj bi kitajska valuta pridobila na mednarodnem pomenu tudi s formalnega vidika, tuji trgi pa bi v prihodnosti lahko lažje prišli do juana. Hkrati pa so mednarodne finančne oblasti skušale s to potezo tudi nekoliko normalizirati odnos s Pekingom, da bi valutna vojna ne povzročala preveč »stranskih žrtev« (Rosa 2016, 37). Na mednarodni ravni pa je za Kitajsko vključitev juana v košarico glavnih

svetovnih valut šele prvi korak. Peking namreč vse bolj pritiska še za drugo mednarodno priznanje, ki bi, posebej v času krize, lahko bilo v močno oporo. Kitajske oblasti zahtevajo, da jim ostale svetovne velesile v sklopu World trade organisation še v letu 2016 priznajo status tržnega gospodarstva. Njihova zahteva temelji na premisi. Leta 2001 so članice WTO sprejele Kitajsko v svoje vrste. Po mnenju Pekinga protokol o sprejetju predvideva, da bi morali Kitajski v največ 15 letih priznati tudi status tržne ekonomije (taki interpretaciji sicer nasprotuje precejšnje število članic WTO). Če bi Kitajski ta status priznali, bi mednarodna skupnost proti Pekingu veliko težje sprožala postopke za nelojalno konkurenco in za dumping. To pa bi se zaradi dokaj neurejenega pravnega okvira na področju delovne in poslovne zakonodaje spremenilo v precejšnjo prednost za kitajske oblasti (Maronta 2016, 4950).

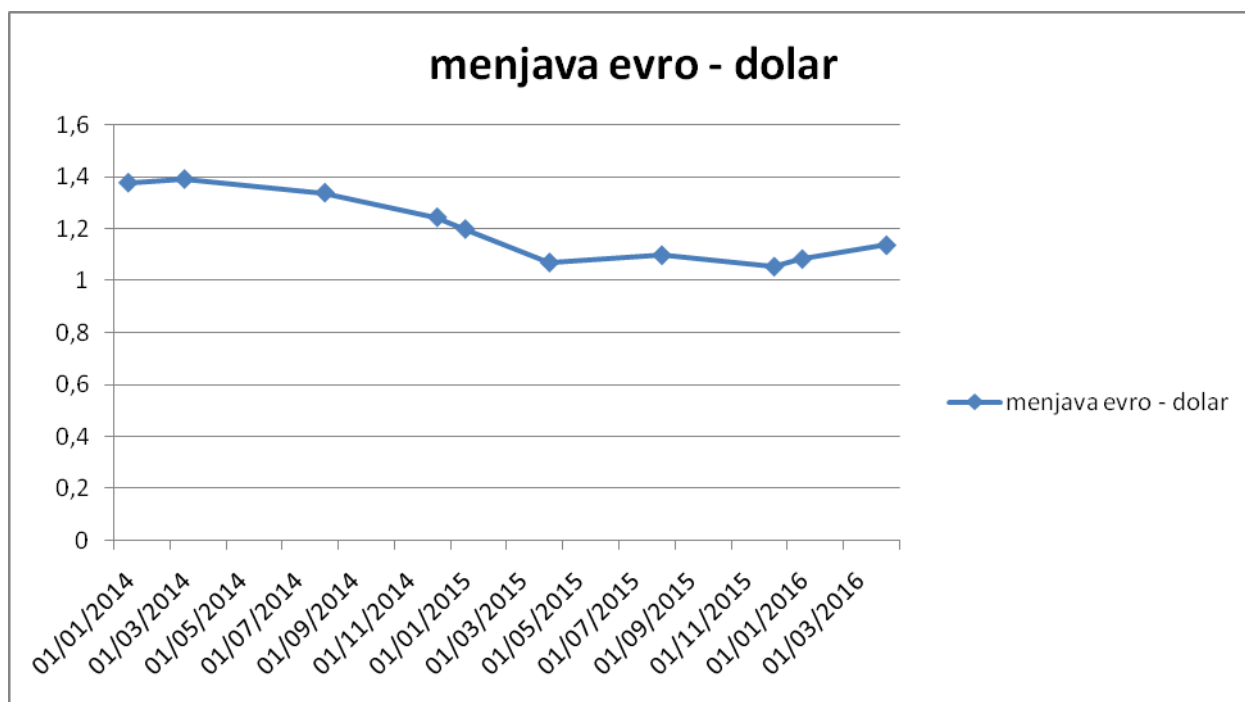
8.3.1 Valutna vojna evro – dolar

Možnost, da se Kitajski prizna status tržnega gospodarstva je zaenkrat bolj ko ne stvar špekulacij, pa čeprav se Peking za to zavzema. Takemu načrtu nasprotujejo ZDA, pa tudi precej članic EU, posebej tistih, ki so sestavni del evroobmočja. Po ocenah Economic policy institute bi zaradi olajšanja trgovskih pogojev Kitajska povečala izvoz v EU v višini med 71 in 142 milijard evrov, BDP Evropske unije bi se zmanjšal za dobra 2 odstotka, to pa bi ogrozilo do 3,5 milijona delovnih mest. Pri tem bi najbolj nastradale sredozemske države (Italija, Španija, Francija, Portugalska) ter Poljska in Nemčija, učinek pa bi precej manj občutile Velika Britanija in druge severne države (Maronta 2016, 5051). Na tak razvoj dogodkov so zelo občutljive tudi ZDA. Evropa je za Washington še vedno zelo pomemben trg. Na tej osi nastaja trgovska menjava v vrednosti 650 milijard dolarjev letno, ki prinaša približno 15 milijonov delovnih mest. ZDA si ne morejo privoščiti, da bi izgubile taki trg in ga prepustile konkurenčni Kitajski. Tudi v logiki ohranjanja te konkurenčne prednosti nekateri ocenjujejo tudi naprezanja Washingtona po čimprejšnjem sprejetju prostotrgovinskega sporazuma TTIP (Maronta 2016, 52).

Kljub vezi med ZDA in Evropo pa je potrebno v logiki valutne vojne pogledati tudi na os dolar – evro. Izhodišče je tudi v tem primeru enako kot v drugih. Ekspanzivna monetarna politika z nizkimi obrestnimi merami in strategijo kvantitativnega sproščanja je sprožila verižno reakcijo na vseh pomembnejših tržiščih. ZDA so omenjeno strategijo ubrale takoj po finančnem poku konec leta 2008 in 2009. Evropska centralna banka je strategijo kvantitativnega sproščanja uvedla kasneje, šele januarja 2015 (v višini mesečnega odkupa 60 milijard evrov obveznic). Rok trajanja je bil določen do septembra 2016. Marca 2016 je guverner Mario Draghi napovedal podaljšanje ekspanzivne monetarne politike do marca 2017 (ali po potrebi še dlje), mesečni odkupi obveznic pa so narasli na

vrednost 80 milijard evrov mesečno. Obenem je Draghi tudi izničil ključno obrestno mero in tako popeljal Evropsko unijo po poti, ki so jo pred tem že prehodile ZDA. Tudi v evropskem primeru so bile makroekonomske težave podobne tistim, s katerimi so se spopadale ostale ekonomske velesile. Rast je stagnirala, članice EU je zajela negativna spirala deflacije, pa tudi podatki o brezposelnosti so bili dokaj zaskrbljujoči. Zato je Draghi s svojo strategijo želel spodbuditi ponovni zagon gospodarstva v EU in predvsem v evroobmočju, hkrati je želel ošibiti evro, da bi bil evropski izvoz konkurenčnejši. Pri tem pa sta valutna politika Frankfurta in Washingtona trčili. Draghi se je pri ponovnem zagonu evra želel nasloniti na okrepljeni dolar (v primerjavi z evropsko valuto), ki je bil v drugem polletju 2015 in prvem četrtletju 2016 ravno v fazi rasti. Na drugi strani Atlantika pa si Yellenova in ostali člani odbora Fed tudi zaradi tako ekspanzivne politike ECB in Japonske centralne banke (januarja 2016 je Tokyo uvedel negativne obrestne mere) niso upali nadaljevati s prej zastavljeno restriktivno monetarno politiko. Skratka, k odločitvi ameriške centralne banke, da bo v letu 2016 ključno obrestno mero dvignila največ dvakrat, so vplivale tudi poteze drugih centralnih bank.

Graf 8.6: **Menjava evro – dolar (menjalna vrednost v dolarjih za 1 evro)**



Vir: UsForex (2016)

Ko govorimo o razmerju med dolarjem in evrom je dinamika te valutne vojne posebej vidna v obdobju dobrega tedna sredi marca 2016. Draghijev poskus ošibitve evra proti dolarju je z napovedjo o še ekspanzivnejši monetarni politiki ECB (10. marca 2016) vrednost dolarja potisnila

skoraj do izenačenja (rekordni približek je znašal 1,0826 dolarja za 1 evro). 16. marca, torej le slab teden kasneje, je Yellenova na to odgovorila z zamrznitvijo zviševanja ameriških ključnih obrestnih mer. Tečaj dolarja se je takoj zatem pocenil in do prvega aprila je menjalna vrednost znašala 1,138 dolarja za 1 evro (Franceschi 2016). Valutna vojna je tako tudi na osi ZDA – Evropa igrala pomembno vlogo pri načrtih za stabilizacijo gospodarstev. Razširitev ekspanzivne monetarne politike ECB je bila za Yellenovo moteči element pri uvajanju višjih obrestnih mer. Ko se je Fed sredi marca odločil za zamrznitev napovedanega dviga obrestnih mer, pa je ta poteza ohromila učinke, ki jih je hotel Draghi doseči s svojimi potezami.

8.4 Naftna vojna

Ko govorimo o valutni vojni, ne moremo mimo (nekdaj) privilegiranega odnosa med največjo naftno izvoznico, Savdsko Arabijo, in ZDA. V tem primeru je sicer valutna vojna samo stranski učinek drugega ključnega dogajanja na svetovnih trgih vse od druge polovice leta 2014 dalje. Govorimo seveda o ceni nafte, ki je v omenjenem obdobju doživela izjemen padec v višini 80 odstotkov tržne cene glede na julij 2014. Gre za novi naftni šok. Tako kot že v sedemdesetih ima tudi tokrat precejšnje odgovornosti za tako izrazito nihanje cen Savdska Arabija. Naftna šoka iz let 1973 in 1979 pa se od današnjega bistveno vsebinsko razlikujeta. V sedemdesetih letih so Savdska Arabija in ostale članice porajajočega se Opeca želele »kaznovati« zahodne države za sodelovanje in pomoč Izraelcem v arabsko – izraelskih vojnah. Zato so zmanjšali proizvodnjo nafte, cena je posledično poskočila v nebo in ustvarila hude gospodarske in energetske posledice pri industrijsko naprednejših državah in uvoznikah črnega zlata. Danes je takratno stanje postavljeno na glavo. Savdska Arabija je naftno vojno napovedala ostalim državam proizvajalkam v boju za konkurenčnost na trgu. V vlogi največjega naftnega izvoznika se je odločila, da kljub padcu povpraševanja po nafti, ne bo zmanjšala količine dnevnega črpanja. Posledica tega je izjemni padec cene sodčka, ki je februarja 2016 strmoglavil celo pod 30 dolarjev (še sredi leta 2014 pa je presegal 100 dolarjev).

Politika, ki so jo izbrali v Ryadu je dokaj preprosta. Zaradi ogromne količine nafte, ki jo dnevno črpajo, je zanje vzdržna cena sodčka lahko precej nižja kot za druge države z naftnimi črpališči. Razlog za ohranitev visokih količin dnevnega črpanja in za posledični padec cene črnega zlata je izčrpavanje ostalih držav, ki imajo precej višje stroške črpanja. V prvi vrsti je imela Savdska Arabija na muhi Iran, ZDA, Rusijo, Venezuelo in Brazilijo (Rosa 2016, 33). O črpanju nafte ZDA in vplivu tega sektorja na ameriško gospodarstvo bomo posebej spregovorili v nadaljevanju.

Graf 8.7: Padec cene sodčka nafte v \$



Vir: Federal reserve bank of St. Louis (2016).

Tabela 8.3: Proizvajalci surove nafte in drugih tekočih goriv (dnevno proizvedeni sodčki) ter cena proizvodnje

	Proizvodnja 2014 (v *000 sodčkah)	Proizvodnja samo surova nafta (v *000 sodčkah)	Cena proizvodnje za sodček - 2015 (v \$)	Fiskalna prelomna cena - 2015 (v \$)*
ZDA	14.021	8.653	36,20	
Savdska Arabija	11.624	9.735	9,90	105,60
Rusija	10.847	10.107	17,20	105
Kitajska	4.598	4.189	29,90	
Kanada	4.383	3.603	41,00	
ZAE	3.474	2.820	12,30	72,60
Iran	3.377	3.236	12,60	87,20
Irak	3.364	3.368	10,70	81
Braziliya	2.966	2.255	48,80	
Mehika	2.812	2.459	29,10	
Kuvajt	2.767	2.619	8,50	49,10
Venezuela	2.685	2.500	23,50	117,50

* Fiskalna prelomna cena je cena sodčka, po kateri bi posamezna država s svojo proizvodnjo pokrila svoj javni primanjkljaj. Za to postavko so bili dostopni samo podatki držav članic Opec in Rusije

Viri: Energy information agency (2014), Kristopher (2016), Fahney (2015).

Savdska Arabija je kot največja proizvajalka in izvoznica v Opecu vseskozi zavirala poskuse drugih držav, da bi se dogovorili za zmanjšanje količine črpanja. Njena tržna prednost je v prvi vrsti ta, da si lahko privošči precej nižje cene črpanja oziroma proizvodnje. Tabela 8.3 podaja sliko izhodišča naftne vojne. Bližnjevzhodne članice združenja Opec imajo daleč najcenejše proizvodne cene. Savdska Arabija skupaj z Združenimi Arabskimi emirati in Kuvajtom so pri tem v precejšnji prednosti. Vzdrževanje visokih proizvodnih količin kljub čedalje nižjemu povpraševanju in posledični padec cen jim v tem primeru v primerjavi z ostalimi velikimi proizvajalci še najmanj škoduje. Vsi ostali akterji na tem trgu se soočajo s precej hujšimi stroškovnimi obremenitvami. Proizvodna cena ZDA je dobrih 36 dolarjev za sodček v prvi vrsti zaradi drage tehnologije pridobivanja nafte s procesom drobljenja kamnin (t.i. fracking). Brazilska proizvodna cena znaša slabih 50 dolarjev zaradi težko dostopnih naftnih ležišč v morskih globinah. Rusijo stane črpanje sodčka nafte skoraj 18 dolarjev. To je precej manj v primerjavi z Brazilijo in ZDA, a še vedno dvakrat dražje od Savdske Arabije. Glavni razlog so prav tako težko dostopna ležišča v Sibiriji. Stroški Venezuele pri črpanju znašajo dobrih 23 dolarjev za sodček, pri čemer so krivci za drago proizvodnjo težka dostopnost črpališč, zastarana tehnologija črpanja in sistemska neučinkovitost zelo podkupljivega političnega sistema (Rosa 2016, 33).

Nekaj besed posebej velja nameniti še posebnemu zaostrovanju naftne vojne med Savdsko Arabijo in Iranom. Teheran ima dokaj ugodno proizvodno ceno (12,60 dolarjev za sodček) in tudi precej zajetna ležišča. Islamsko teokracijo pa je donedavna oviral mednarodni embargo. Tega po sporazumu o jedrski energiji ni več. Iran je torej država, ki v tem trenutku najbolj ogroža vodilno vlogo Savdske Arabije na Bližnjem vzhodu. Razlogov za to je več. Gre za eno redkih držav v regiji, ki ima trdno državno in administrativno strukturo ter se zaradi tega predstavlja tudi kot potencialni akter pri vzpostavljanju stabilnosti v regiji. Drugič, Iran je (tudi zaradi prej navedenih razlogov) po nedavno podpisanim dogovoru o jedrski energiji postal polnopravni član mednarodne skupnosti, kar vključuje tudi umik trgovskega embarga. »Privilegiran odnos«, ki je nastal v tem kontekstu med ZDA in Iranom, je za Savdsko Arabijo nevaren z geostrateškega in ekonomskega vidika. Tretjič, na osi Ryad – Teheran je potrebno v ospredje postaviti tudi pomembno razliko na verski ravni. Savdska Arabija je sunitska, medtem ko je Iran šiitski. Iran je ob vsem tem med pomembnejšimi proizvajalci nafte in bi s sprostitvijo embarga postal pri izvozu konkurenčnejši Savdski Arabiji. Sredi aprila 2016 je tako v vodo padel pomemben poskus dogovora, ki bi nekoliko omejil črpanje nafte in omogočil rast cene sodčka na nekoliko bolj realno raven. Šlo je za vrh držav članic združenja Opec in Rusije, katerega namen je bil normalizacija stanja na področju naftnih cen. Do dogovora pa ni prišlo, ker je Savdska Arabija zahtevala, da naj uvedba omejitve črpanja nafte velja

tudi za Iran. Teheran je namreč malo pred tem napovedal, da bo po sprostitvi embarga povečal črpanje na 4 milijone sodčkov dnevno (pred tem je bila kvota črpanja 3,1 milijona sodčkov). Na tej točki Savdska Arabija ni želela popuščati, dogovor pa je padel v vodo (Faucon, Said in Spindle 2016).

Ob vsem tem pa je naftna vojna šla tako daleč, da njene učinke vse bolj čuti tudi Savdska Arabija. To nam kaže fiskalna prelomna cena proizvodnje nafte (tabela 8.3). Gre namreč za ceno nafte, pri kateri država na podlagi javne porabe ne ustvarja javnega primanjkljaja. Mnogi naftni proizvajalci namreč uporabljajo prihodke od prodaje naftnih proizvodov za financiranje državnih stroškov socialne države in bogatih investicij. Na tak način države tipa Savdska Arabija z izrazitimi državnimi izdatki tudi kupujejo socialni mir in tako nadomeščajo demokratični deficit. Zmanjšanje cen sodčka nafte pa pušča vse manj manevrskega prostora pri upravljanju s prihodki od prodaje nafte. Tudi največji izvozniki črnega zlata so bili zato v letu 2015 prisiljeni uvesti varčevalne ukrepe in zmanjšati javno porabo (Rosa, 34). Za Savdsko Arabijo znaša fiskalna cena preloma 105 dolarjev za sodček. Najnižja vrednost sodčka februarja 2016 je znašala 27 dolarjev in se za tem nekoliko dvignila ter se ustalila okoli vrednosti 40 dolarjev¹¹. Razlika med realno ceno nafte in prelomno, ki bi Savdski Arabiji omogočila dosedanje trošenje, je približno 65 dolarjev za sodček. Tudi druge države imajo podobne težave. Ruska prelomna cena je prav tako 105 dolarjev: razkorak z realno ceno pa Moskva občuti že vse od leta 2014, ko je ruski rubelj zaradi tega močno izgubil na vrednosti. Podobno velja za Venezuelo, ki doživlja z zadnjih letih zelo močne notranje spore. Prelomna cena je v tem primeru celo 117 dolarjev. Nekoliko manj intenzivno občutijo padec nafte tiste arabske države, ki spadajo v krog »zaveznikov« Savdske Arabije, a so mednarodno manj izpostavljene (Združeni arabski emirati in Kuvajt).

A vrnimo se k Savdski Arabiji, prvemu igralcu na šahovnici proizvodnje nafte v Opecu in bližnjevzhodni regiji. Poleg naftne vojne se je zaradi nujnosti uvajanja varčevalnih ukrepov tudi v Ryadu sprožila svojevrstna valutna vojna. Padec cene nafte ima v tem primeru še en stranski učinek, vrednost savdsko-arabske valute rijala. Arabci so namreč vrednost svoje valute povezali z vrednostjo dolarja. Tako so želeli preprečiti hujše posledice sprememb vrednosti dolarja, valute za trgovanje na naftnih tržiščih, na svoje gospodarstvo. V letu 2015 pa so se morali soočiti z dvema nepredvidenima gibanjema na trgu: ob hkratnem močnem padcu cen, je dolar postajal vse močnejša valuta. Šlo je torej za dvojni negativni učinek na gospodarstvo Savdske Arabije. Da bi se prilagodila novemu stanju in rešila svojo obsežno javno porabo, bi moral Ryad devalvirati svojo valuto, da bi

¹¹ Govorimo o cenah nafte na trgu do vključno aprila 2016

zakrpal luknjo, ki je nastala ob padcu cene nafte. Ob koncu leta 2015 je javni primanjkljaj Savdske Arabije znašal 15 odstotkov BDP (Rosa 2016, 39).

8.5 Vrednost dolarja in ameriški »shale oil«

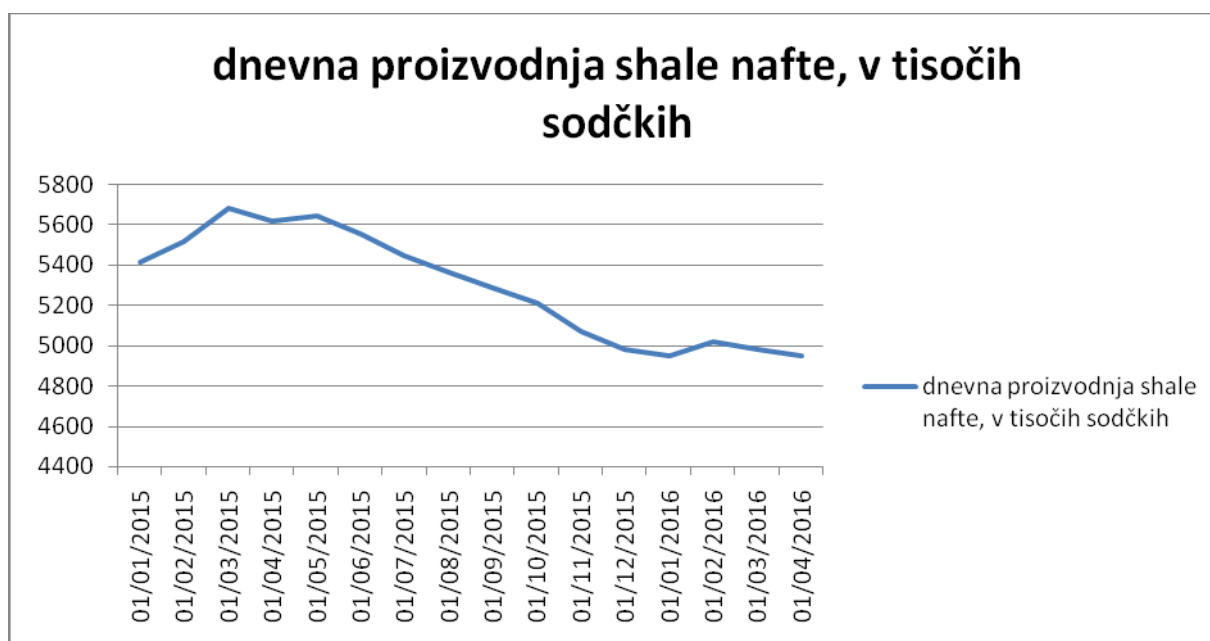
Kot smo ugotovili v poglavjih 9.3 in 9.4 je torej odločitev ameriške centralne banke o dvigovanju obrestnih mer, kar s seboj prinaša dražji dolar, vprašanje ohranjanja mednarodnih ravnovesij na različnih strateških tržiščih. Ob tem velja pogledati tudi vpletenost ZDA v prej omenjeno naftno vojno. Tudi to namreč pogojuje strategijo dvigovanja obrestnih mer in dražitev dolarja. Medtem ko so gospodarski kazalci ZDA (z izjemo inflacije) dokaj pozitivni, je v obdobju padca cen nafte ravno na tem področju tudi za Washington pozvonilo nekaj alarmnih zvoncev. ZDA so namreč največji svetovni proizvajalec nafte in drugih tekočih goriv) ter tretji največji proizvajalec surove nafte (tabela 8.3, podatki veljajo za konec leta 2014). Ob tem imajo tudi precejšnjo proizvodno ceno, ki presega 35 dolarjev za sodček.

Visoka proizvodnja dnevne nafte in hkratna visoka cena sta v primeru ZDA tesno povezani z novejšo tehnologijo pridobivanja t.i. »shale« nafte. Gre za postopek pridobivanja tega energetskega vira s hidravličnim drobljenjem kamnin skrilavcev. V odsotnosti tolikšnih ležišč, kolikor jih imajo druge konkurentke na energetskih trgih, so v ZDA v zadnjih letih razvili tehniko, ki je sicer draga, a omogoča Washingtonu, da se postavlja med pomembnejše proizvajalke nafte in da je posledično lahko tudi bolj samozadosten pri energetske oskrbi. »Shale nafta« je pri tem odigrala zelo pomembno vlogo, saj je njen delež v proizvodnji surove nafte v ZDA danes približno 50 odstoten. V letu 2015 je bila povprečna proizvodnja shale nafte za nekaj več kot 5 tisoč sodčkov dnevno ob skupni proizvodnji surove nafte, ki je povprečno znašala 9.400 sodčkov dnevno (U.S. energy information administration 2016a in 2016b). Še leta 2010, pred skokovitim porastom proizvodnje shale nafte, je bila povprečna proizvodnja surove nafte v ZDA v vrednosti 5.500 sodčkov dnevno (U.S. energy information administration 2016a). Nova tehnologija je torej močno okrepila ameriške zmogljivosti, a je pri tem prinesla še stranske učinke visokih proizvodnih stroškov. Povprečna cena proizvodnje nafte (s konvencionalno tehniko in z drobljenjem skal) je tako leta 2015 v ZDA znašala 36 dolarjev za sodček, kar je bilo precej več kot v vseh ostalih konkurenčnih državah (začenši z Bližnjim vzhodom in z Rusijo). Kljub vsemu bi bila taka cena po naftnih tržnih pogojih, ki so veljali v začetku leta 2014 (vrednost sodčka nafte je takrat presegala 100 dolarjev), še vedno vzdržna. Ko pa se je naftna vojna začela zaostrovanje in je cena sodčka začela strmo padati, je dogajanje imelo negativne učinke tudi na ameriško proizvodnjo nafte. Posredno so se učinki tega padca občutili tudi v gospodarstvu, posebej na novem področju proizvodnje nafte z drobljenjem

kamnin. Ta industrija je namreč v nekaj letih močno zrasla ne samo v količinskih merilih, temveč tudi v gospodarski teži. Konec leta 2015 so bili proizvodnja »shale« nafte in plina, rafinerije za obdelovanje tega produkta, obrati za njegovo kemijsko obdelovanje in stroji, ki so bili v to vključeni, skupaj vredni približno 1,5 odstotka ameriškega BDP. Potencial rasti z večjimi načrtovanimi prihodki in približno 700 tisoč predvidenimi zaposlitvami, pa bi lahko to specifično težo povečal do vrednosti 2,5 odstotka ameriškega BDP.

Načrtovana rast, na podlagi katere so področna podjetja šla v precejšnje investicije, pa se je prav na področju proizvodnje shale nafte, močno okrnila. K temu je seveda največ pripomogel hud padec cene nafte, ki je sredi februarja zabeležila najnižjo točko. Hkrati pa je tudi v tem primeru vlogo odigrala ameriška monetarna politika. Decembrski dvig ključne obrestne mere in posledična okrepitev dolarja, ki je višek dosegla sredi januarja, sta dodatno onеспособili omenjeno proizvodnjo.

Graf 8.8: Dnevna proizvodnja shale nafte v ZDA – v tisočih sodčkih



Vir: U.S. Energy information administration (2016).

Padec se je sicer začel že marca 2015. Proizvodnja shale nafte je dosegla takrat višek s skoraj 5,7 milijonov sodčkov dnevno in se potem temu nivoju spet približala maja 2015 s 5,6 milijonov sodčkov dnevno. Sledil je strm padec, ki je dosegel najnižjo točko januarja 2016 (4,95 milijonov sodčkov dnevno). Po krajšem obdobju dvigovanja je dinamika proizvodnje spet začela padati in aprila 2016 izenačila januarsko vrednost. Padec proizvodnje ameriške shale nafte (graf 8.8) lahko primerjamo s padcem vrednosti naftnega sodčka (graf 8.7). Primerjava nam pokaže sliko podobnih

krivulj, ki si sledita z manjšim časovnim zamikom. Prvi in najmočnejši padec v ceni sodčka nafte je bil med avgustom 2014 in februarjem 2015, ko se je izhodiščna vrednost nekaj nad 100 dolarjev za sodček zmanjšala do vrednosti 50 dolarjev za sodček. Cena sodčka nafte je nato rahlo pridobivala na vrednosti med majem in septembrom 2015 in se nato spet spustila do negativnega rekorda 27 dolarjev za sodček februarja 2016. Od tedaj kaže dinamika težnjo po normalizaciji: sodček se je dvignil v smeri cene med 40 in 45 dolarjev. Padec dnevne proizvodnje shale nafte je po domino efektu začel maja 2015 in trajal vse do januarja 2016 ter se po kratkem premoru in rahlem dvigu ponovil že februarja 2016¹². Obeti za industrijo nafte, pridobljene iz kamnin skrilavcev, so vse prej kot pozitivni tudi za prihodnost. V letu 2015 so zaradi padca proizvodnje po oceni agencije Challenger, Gray in Christmas ukinili 94 tisoč delovnih mest, propadlo je 42 podjetij z dolgovi v višini 13 milijard dolarjev. Do konca prvega štirimesečja 2016 pa se je število podjetij v stečaju dvignilo na približno 60 s skupno zadolžitvijo v višini 20 milijard dolarjev (Bellomo 2016c). Industrija tovrstnega črpanja nafte pa je proizvajala izgubo v višini 2 milijard dolarjev tedensko (Valsania 2016d, 4). Februarja 2016 sta se podjetji Whitig Petroleum, največji proizvajalec v Severni Dakoti, in Continental Resources odločili zamrzniti svoje delovanje in popolnoma prekinili drobljenje kamnin do odločnejšega dviga cen nafte (Bellomo 2016a). Pri Chesapeake Energy, drugem ameriškem proizvajalcu shale nafte, so se odločili za hipoteko celotnega premoženja (vključno s črpališči), da bi ohranili kreditno linijo težko 4 milijarde dolarjev do junija 2017 (Bellomo 2016b).

Nevarnosti ob nizkih cenah nafte ne grozijo samo podjetjem, temveč tudi bankam, ki so financirale posle naftnih podjetij. V letu 2015 se je količina slabih kreditov tovrstnih firm pomnožila petkrat in dosegla vrednost 34 milijard dolarjev (Valsania 2016d). JP Morgan Chase je v prvem štirimesečju 2016 glede na december 2015 povečal postavko rezervacij za nedonosne nnaftne kredite v višini 70 odstotkov: marca 2016 so znašale 1,3 milijarde dolarjev (Belmondo 2016b). Precejšnje težave bo zaradi tega imela tudi finančna banka Wells Fargo, ki je do naftne industrije izpostavljena v višini 17 milijard dolarjev. V prvem štirimesečju 2016 so njene rezervacije za te posle znašale 1,2 milijarde dolarjev oziroma 7 odstotkov tega kreditnega portfelja (Loder 2016). Podatki bi lahko bili v nadaljevanju leta 2016 še bolj kritični. Po oceni ameriških nadzornih institucij (med njimi tudi Fed) bi slabi krediti lahko znašali 34,2 milijarde dolarjev in bi tako presegli 50 odstotkov vseh posojil na tem področju (Bellomo 2016b).

Banke so se zato odločile za strožje pogoje kreditiranja naftne industrije. Smernice so 16. marca 2016 izdali že omenjeni nadzorni organi. Nova pravila bankam prepovedujejo, da bi se za poroštvo

¹² Zadnji upoštevani podatki se sklicujejo na vrednosti konec aprila 2016

zadovoljile z naftnimi črpališči, na katerih deluje podjetje (spomnimo, da se je nafta v zadnjem obdobju močno pocenila). Odslej morajo banke strožje ocenjevati plačilno sposobnost posameznega podjetja glede na vsoto vseh še neodplačanih dolgov. Po novem bodo tako ocenjevale kot nedonosna posojila kredite tistih podjetij, pri katerih dolgovi presegajo 60 odstotkov kapitala ali so štirikrat večji od poslovnega izida iz poslovanja (Bellomo 2016b). Naftna industrija in cena sodčka nafte igra skratka pomembno vlogo tudi na notranjem ameriškem trgu in je zato pomemben faktor pri določanju nadaljnje monetarne politike.

8.6 Stranski učinki odločitev ameriške centralne banke

V primeru naftne industrije bi torej povišanje ključne obrestne mere lahko imelo škodljive stranske učinke na ameriško gospodarstvo in na bančni sistem. Njeno povišanje bi podražilo odplačevanje kreditov številnih naftnih podjetij, ki so na robu plačilne sposobnosti ali že čez. Naftna vojna in valutna vojna, ki smo ju opredelili v tem poglavju sta samo na videz zunanja dejavnika. Gre dejansko za vprašanje notranjega gospodarstva pri vzdrževanju njegovega ravnovesja. Ameriška centralna banka je s svojimi napovedmi o povišanju ključne obrestne mere postala previdnejša, ker so gospodarstva Kitajske in drugih držav v razvoju povezane z dolarjem in njegovo usodo. Podobno sta močnejši dolar in šibkejša cena nafte lahko tempirana bomba za ameriško naftno industrijo, ki je v zadnjih letih močno narasla, ter za banke, ki to industrijo financirajo. Hkrati so na usodo teh naftnih podjetij vezane tudi številne države v razvoju, ki imajo zunanji dolg pretežno v dolarjih (Ip, 2016). Skratka, gre za začaran krog globaliziranega gospodarstva. Ko ameriška centralna banka umirja finančno ozračje in skuša preprečevati nove strahove. Ti bi lahko v prvi vrsti škodovali prav tistemu notranjemu povpraševanju na lastnem trgu, ki je glavni motor ameriške rasti in blagostanja.

9 Sklep

Finančna kriza je od leta 2008 prizadela v večji ali manjši meri vsa svetovna gospodarstva. Posamezne države je prizadela v valovih. Leta 2008 je počila v ZDA in se kmalu nato pojavila v Evropi. Če je bil na drugi strani Atlantika nepremičninski sektor izrazito gojišče finančne krize, ki ga je finančna špekulacija dodatno zastrupljala, je bil drugi evropski val krize pogojen še s kombinacijo stagnacije in prezadolženosti posameznih držav. Tretji val, če nekoliko posplošimo, je zajel države v razvoju s hitro rastočimi gospodarstvi. Tudi v tem primeru je prvi povod nepremičninska kriza, čeprav bi to pravzaprav morali opredeliti samo kot posredni razlog. Dejansko pa je »ameriška kriza« iz leta 2008 bila neke vrste vžigalna vrstica za vse kasnejše krize. V magistrski nalogi smo zato skušali pogledati na razvoj te krize in na posledice, ki jih je prinesla. Posebej smo skušali analizirati vlogo države (v prvi vrsti ameriške centralne banke) in njenih ukrepov pri soočanju s krizo. Preučili smo posledice ameriške monetarne politike in raziskovalno temo razčlenili v tri hipoteze. Hipoteze smo potrdili in v nadaljevanju predstavljamo argumente, ki jih povzemamo iz naloge.

H1: Ekspanzivna monetarna politika, ki sta jo uvedli Obamova administracija in ameriška centralna banka, je imela kratkoročne pozitivne učinke na ameriško gospodarstvo

Pri preverjanju te hipoteze smo se poslužili uradnih podatkov, ki jih ponujajo ameriške institucije, v prvi vrsti ameriška centralna banka, Svetovna banka in ameriško finančno ministrstvo. Vzpostavili smo korelacijo med politiko javnih primanjkljajev ter nizkih obrestnih mer ter gospodarsko rastjo, ki jo je ameriško gospodarstvo začelo beležiti že leta 2009. Nizke obrestne mere in trošenje javnih sredstev so umetno spodbudile gospodarsko rast, ker so v gospodarstvo vnesle umetno ustvarjeno likvidnost, ta pa je omogočila tudi ostalim gospodarskim subjektom novo trošenje. Posebno vlogo je pri tem igrala strategija kvantitativnega sproščanja (Congressional budget office, 2015). Okrepitev gospodarstva, ki je temeljila na ponovnem zagonu domačega povpraševanja, je pripeljala do povprečne rasti okoli 2 odstotkov BDP, do okrepitve dolarja in v prvi vrsti do močnega upada stopnje brezposelnosti, ki je konec leta 2015 padla na raven 5 odstotkov. Makroekonomski kazalec, ki še ni dosegel želene rasti, je inflacija, ki je bila konec leta 2015 na ravni približno 1,2 odstotka in je torej zaostajala za načrtovanimi 2 odstotki.

H2: Monetarna politika ZDA je v določenih okvirih utrdila ameriško vodilno pozicijo v globalnem gospodarstvu in vplivala na finančne krize v drugih regijah

Pri preverjanju te hipoteze smo pogledali v dogajanje na mednarodnih trgih v zadnjem obdobju. Argumente v prid postavljeni hipotezi smo našli v tako imenovanih »emulativnih učinkih«. Najbolj očiten primer tega je bila strategija kvantitativnega sproščanja, ki jo je ameriška centralna banka zagnala konec leta 2008. Združeno kraljestvo je šlo po stopinjah ameriške centralne banke le nekaj mesecev kasneje, marca 2009. Japonska se je odločila celo za »dvojno« strategijo kvantitativnega in kvalitativnega sproščanja. Tukaj je nazadnje še Evropska unija z Draghijevo monetarno politiko »*whatever it takes*« (Rosa, 2015). Kvantitativno sproščanje je imelo doslej najbolj vidne učinke prav v ZDA (predvsem zaradi močnega notranjega trga), drugod so bili učinki manjši.

Strategija kvantitativnega sproščanja je imela, gledano realnopolitično, svojo vlogo tudi v kitajski finančni krizi, ki je do izraza prišla poleti 2015. Razvrednotenje juana je bilo potrebno zaradi vrste nedoslednosti v gospodarski politiki Pekinga, ob tem pa nekaj povezav lahko najdemo tudi z monetarno politiko ZDA. Kitajske oblasti so namreč v želji po pridobitvi statusa referenčne globalne valute svoj juan vezale na vrednost dolarja. Vse dokler je bil dolar šibka valuta, je šibkost juana pomagala tudi Kitajski pri izvozu svojega blaga. Ko se je po zaključku faze kvantitativnega sproščanja dolar začel ponovno krepiti, je zaradi povezave začela rasti tudi vrednost juana. Ta okrepitev je bila za kitajski izvoz kontraproduktivna in je pripomogla k močnemu padcu: zato se je Kitajska tudi odločila za razvrednotenje juana sredi lanskega leta (Lops, 2015: 2).

Opisane dinamike, ki jih je sprožilo kvantitativno sproščanje, so torej najprej povzročile t.i. valutno vojno. Zaradi krize so vsa večja gospodarstva v želji po pridobivanju na konkurenčnosti zbijala vrednost svojim valutam prav s strategijo injekcij sveže likvidnosti na svoje trge. ZDA so s tem začele najprej in se tudi najprej spravile na zeleno vejo. V trenutku, ko se je začelo ameriško gospodarstvo krepiti in je ameriška centralna banka napovedala začetek zviševanja ključnih obrestnih mer, je začel rasti tudi dolar. Tega ni negativno občutila samo Kitajska, temveč tudi druge valute, ki so bile povezane z dolarjem. To je primer Savdske Arabije, delno tudi Brazilije. Pod črto se je torej ameriško gospodarstvo s strategijama »kvantitativnega sproščanja« in posledične krepitve dolarja vzpostavilo kot referenčno gospodarstvo, dolar pa je še vedno centralna svetovna valuta.

H3: Dolgoročni učinki ukrepov, ki jih je sprejela ameriška centralna banka, lahko skrivajo manj zelene »temne plati«. V nekaterih sektorjih prinaša zdajšnja monetarna politika ameriške centralne banke enake rešitve kot so tiste, ki so jih ameriške oblasti prevzele leta 2008

Kazalca podobnosti med monetarno politiko ameriške centralne banke pred finančno krizo in po njej, sta v prvi vrsti zniževanje ključne obrestne mere in povečevanje bilančne vsote ameriške centralne banke. V tem kontekstu smo v ospredje postavili vzporednico med zniževanjem obrestne

mere po letu 2001 in po letu 2007. Po letu 2000, ko je bila vrednost 6,50 odstotka, je ob poku internetnega balona ključna obrestna mera doživela strmi padec na 1 odstotek (leta 2003) in ob konjunkturi začela spet naraščati do maksimalne vrednosti 5,25 odstotkov leta 2006. Septembra 2007 je ob prvih znakih nove krize na nepremičninskem trgu ameriška centralna banka začela ponovno in zelo hitro zmanjševati ceno zadolževanja, tako da je ob poku nepremičninskega balona jeseni 2008 obrestna mera padla na nično raven. Skratka šlo je za ponovitev istega scenarija.

Ko se je ameriško gospodarstvo ustalilo, je ameriška centralna banka ob prihodu guvernerke Janet Yellen začela napovedovati normalizacijo obrestnih mer. To naj bi se po prvotnih napovedih začelo že v letu 2015. Kitajska finančna kriza in padec cene nafte sta to odločitev prenesla na december 2015, ko je Fed prvič po devetih letih dvignil ključno obrestno mero. V začetku leta 2016 pa so se razmere spet zaostrole in v prvem štirimesečju tega leta novih dvigov ni bilo. Pri tem pa je potrebno izpostaviti še drug dejavnik. Guvernerka Yellenova je v enem od svojih nastopov priznala, da je ameriška rast posledica nenaravnih razmer na trgu, ki jih je potrebno normalizirati. V prvi vrsti je imela v mislih prav zelo nizke obrestne mere, ki ustvarjajo umetno dinamiko na trgih. Dvig obrestnih mer bi lahko negativno vplival na ameriško gospodarstvo, stagnacija na tej ravni pa bi lahko na daljši rok imela prav tako negativne posledice. Pri tem v nalogi izpostavljamo dva primera. Prva je analiza stanja v dveh največjih agencijah – prodajalkah nepremičninskih obveznic. Fannie Mae in Freddie Mac sta bili med glavnimi prodajalkami t.i. subprime obveznic, ki so sprožile finančno krizo leta 2008. Država ju je takrat rešila s finančno injekcijo, ameriška centralna banka pa je v sklopu strategije kvantitativnega sproščanja in povečevanja svoje bilančne vsote začela odkupovati večje količine obveznic. Tudi ta poteza, ki je na trge spravila izjemne količine likvidnosti, bi ob nadaljnjih restriktivnih ukrepih, ki se napovedujejo v prihodnosti, lahko ponekod delovala kot bumerang. Višanje ključne obrestne mere bi lahko podražilo kredite, ki sta jih agenciji prodali kot obveznice. Kakovost obveznic, ki sta jih odkupili agenciji (o tem pišemo v 7. poglavju), še vedno niso vselej zanesljive. Wall street journal je agencijama celo nadel vzdevek »strupena dvojčka«. Nevarnost plačilne nesposobnosti torej še obstaja, to bi se lahko poznalo tudi pri obveznicah, ki jih je odkupila ameriška centralna banka.

Ekspanzivna monetarna politika bi se lahko ameriškem gospodarstvu vrnila kot bumerang še v drugem primeru. Kredite po zelo nizkih obrestnih merah so dobila tudi podjetja, ki proizvajajo nafto iz drobljenja kamnin. Nova tehnologija je še dokaj draga, povprečna cena proizvodnje nafte je zato v ZDA nekje okoli 35 dolarjev za sodček. ZDA so šle v novo tehnologijo za večjo avtonomijo pri energetske oskrbi. Njihova proizvodna cena je bila konkurenčna ob visoki prodajni ceni. Od konca leta 2014 pa je cena sodčka nafte močno padla in je danes pod proizvodno ceno. Proizvajanje »shale

nafte« je zato danes v ZDA nevzdržno. Številna podjetja odpuščajo ljudi, ustavljajo svojo proizvodno dejavnost ali so že v stečaju. To bi lahko imelo zaviralni učinek na ameriško gospodarstvo. Podjetja v stečaju ali tik pred njim pa niso več plačilno sposobna za vračanje kreditov. V primeru dviga ključnih obrestnih mer in podražitve obrokov na kredite bi se ta plačilna nesposobnost lahko še dodatno povečala. Skratka, tako potrjujemo tudi hipotezo, da se v monetarni politiki ameriške centralne banke, ki je kratkoročno rešila ameriško gospodarstvo, lahko skrivajo nekatere nevarnosti.

10 Letteratura

Amadeo, Kimberly. 2014: What was the stimulus package? Obama's first major act to stimulate the economy. *About news*, 16. december. Dostopno prek:

http://useconomy.about.com/od/candidatesandtheeconomy/a/Obama_Stimulus.htm (28. januar 2016).

---. 2015. Fed fund rate history. *About news*, 17. december. Dostopno prek:

http://useconomy.about.com/od/monetarypolicy/a/fed_funds_rate.htm (28. januar 2015).

Antonelli, Sara. 2001. *Dai sixties a Bush jr.: La cultura USA contemporanea*. Rim: Carocci editore.

Arfaras, Giorgio. 2016. Le borse non sono eserciti. *Limes* 2: 43-47.

Baker, Dean. 2011. US debt deal: how Washington lost the plot. *The Guardian*, 1. avgust.

Dostopno prek: <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/cifamerica/2011/aug/01/us-debt-deal-washington-unemployment> (28. januar 2016).

Bank for international settlements. 2016. *Nominal and real effective change rates*. Dostopno prek: http://www.bis.org/statistics/eer/tables_i.pdf (7. maja 2016).

Bartlett, Bruce. 2013. America's most profitable export is cash. *The New York Times*, 9. april.

Dostopno prek: http://economix.blogs.nytimes.com/2013/04/09/americas-most-profitable-export-is-cash/?_r=1 (28. januar 2016).

Bellomo, Sissi. 2016a. Shale oil alla stretta finale, tra chi smette di trivellare e chi fallisce. *Il sole 24 ore*, 26. februar. Dostopno prek: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-02-25/shale-oil-stretta-finale-chi-smette-trivellare-e-chi-fallisce-215913.shtml?uuid=AC8O0BcC&fromSearch> (25. april 2016).

---. 2016b. I crediti allo shale oil un fardello sempre più pesante per le banche. *Il sole 24 ore*, 14. april. Dostopno prek: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-04-13/i->

crediti-shale-oil-fardello-sempre-piu-pesante-banche214252.shtml?uuid=ACCD436C&fromSearch (3. maj 2016).

---. 2016c. Non il vertice di Doha, ma la ritirata dello shale oil ridurrà l'eccesso di petrolio. *Il sole 24 ore*, 15. april. Dostopno prek: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-04-14/non-vertice-doha-ma-ritirata-shale-oil-ridurra-l-eccesso-petrolio-213825.shtml?uuid=ACity7C&fromSearch> (3. maj 2016).

Bernanke, Ben. 2014. *La Federal reserve e la crisi finanziaria – Quattro lezioni*. Milan: Il saggiatore

Bloomberg markets. 2016. *US generic govt 10 year yield*. Dostopno prek: <http://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND> (13. april 2016).

---. 2016b. *Dow Jones Industrial Average*. Dostopno prek: <http://www.bloomberg.com/quote/INDU:IND> (3. maj 2016).

Board of governors of the Federal reserve system. 2015a. *FOMC's target federal funds rate or range, change and level*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm#2007> (28. januar 2016).

---. 2015b. *Effective federal funds rate*. Dostopno prek: <https://research.stlouisfed.org/fred2/data/FEDFUNDS.txt> (28. januar 2016).

---. 2015c. *Credit and liquidity program and the Balance sheet*. Dostopno prek: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm (28. januar 2016).

---. 2015č. *Minutes of the Federal Open Market Committee. December 15-16, 2015*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20151216.pdf> (3. maj 2016).

---. 2016a. *Federal open market committee. Meetings, calendars, statements and minutes (2011 – 2016)*. Dostopno prek:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm#22808> (3. maj 2016).

---. 2016b. *Advance release of Table 1 of the Summary of Economic Projections to be released with the FOMC minutes*. Dostopno prek:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojabl20160316.htm> (3. maj 2016).

---. 2016c. *Federal reserve press release*, 16. marec. Dostopno prek:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20160316a1.pdf> (3. maj 2016).

---. 2016č. *Minutes of Federal open market committee*, 16. marec. Dostopno prek:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20160316.pdf> (3. maj 2016).

Bolton, Alexander. 2011. Budget chief wants plan with 50-50 split between spending cuts and tax hikes. *The Hill*, 10. maj. Dostopno prek: <http://thehill.com/blogs/on-the-money/budget/160273-senate-dem-would-reduce-deficit-with-spending-cuts-and-tax-hike> (28. januar 2016).

Bowman, Quinn. 2011. Pelosi: House Democrats Won't Support Entitlement Cuts in Debt-Limit Deal. *Pbs Newshour*, 7. julij. Dostopno prek:

<http://www.pbs.org/newshour/rundown/2011/07/pelosi-says-house-dems-wont-support-entitlement-benefit-cuts-in-debt-limit-deal.html> (28. januar 2016).

Bureau of economic analysis. 2016. *National data*. Dostopno prek:

<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&903=1> (28. januar 2016).

Bureau of labour statistics. 2016. *Labour force statistics from the Current Population Survey*.

Dostopno prek: <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> (12. april 2016).

Burne, Katy. 2015. Fed risks new distortions when it raises interest rates. *The Wall street Journal*, 15. december. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/fed-risks-new-distortions-when-it-raises-rates-1450203777> (13. april 2016).

Carney, John. 2016. Fannie and Freddie: Recap and Release is still just a dream. *The Wall street journal*, 25. februar. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/fannie-and-freddie-recap-and-release-is-still-just-a-dream-1456428558> (6. april 2016).

Congressional budget office. 2009. *Monthly budget review. Fiscal year 2009*. Dostopno prek: <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/ftpdocs/106xx/doc10640/10-2009-mbr.pdf> (11. julij 2015).

---. 2011. *Current budget projections: selected tables from CBO's budget and economic outlook*. Dostopno prek: <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/ftpdocs/120xx/doc12039/budgettables.pdf> (28. januar 2016).

---. 2015a. *Estimated impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output in 2014*. Dostopno prek: <https://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/49958-ARRA.pdf> (11. julij 2015).

---. 2015b. *Revenues, Outlays, Deficits, Surpluses and Debt held by the public since 1965*. Dostopno prek: <https://www.cbo.gov/publication/45249> (11. julij 2015).

Congressional research service. 2015. *Foreign holdings of federal debt*. Dostopno prek: <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS22331.pdf> (19. september 2015).

Corsaro, Stefano. 2014. Un bilancio del Quantitative easing della Fed. *FinRiskAlert*, 3. junij. Dostopno prek: <https://www.finriskalert.it/?p=1128> (28. januar 2016).

Crudele, John. 2013. Census »faked« 2012 election jobs report. *New York post*, 18. november. Dostopno prek: <http://nypost.com/2013/11/18/census-faked-2012-election-jobs-report/> (28. januar 2016).

Černic, Andrej. 2014. Intervju Tomaš Sedlaček: Gospodarska rast je fetiš. *Reporter* 49/2014 (8. december).

Demyanyk Yuliya in Otto Van Hermet (Federal reserve bank of St. Louis). 2008.

Understanding the Subprime Mortgage Crisis. Dostopno prek:

https://www.stlouisfed.org/~media/Files/PDFs/Banking/SPA_2007_05.pdf (4. marca 2016).

Deng, Chao in Gregor Stuart Hunter. 2016. Emerging markets: capital outflows to ease in 2016.

The Wall street Journal, 8. april. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/emerging-markets-capital-outflows-to-ease-in-2016-1460134293> (6. maj 2016).

De Bortoli, Ferruccio (ur.). 2008. *La grande crisi. Domande e risposte*. Milan: Il sole 24 ore s.p.a.

Duhigg Charles. 2008. Pressured to take more risks, Fannie reached tipping point. *New York Times*, 4. oktober. Dostopno prek:

http://www.nytimes.com/2008/10/05/business/05fannie.html?_r=0 (13. februar 2016).

The Economist. 2015. A funny form of conservation, 21. november. Dostopno prek:

<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21678811-government-may-soon-need-rescue-americas-mortgage-giants-again-funny-form> (6. maj 2016).

Energy information agency. 2014. *International energy statistics*. Dostopno prek:

<https://www.eia.gov/beta/international/rankings/#?cy=2014> (3. maj 2016).

Fabbri, Dario. 2012. La partita USA – Cina si gioca nel Pacifico. *Limes* 6/2012 Dostopno prek:

<http://www.limesonline.com/cartaceo/la-partita-usa-cina-si-gioca-nel-pacifico?prv=true> (15. december 2015).

Fabbri, Dario. 2015. Burro e cannoni: il segreto del dollaro é la grandezza dell'America. *Limes* 2: 23-32.

Fahney, Mark. 2015. Oil prices and budgets: The Opec countries most at risk. *CNBC*, 3. december. Dostopno prek: <http://www.cnbc.com/2015/12/03/oil-prices-and-budgetsthe-opec-countries-most-at-risk.html> (3. maj 2016).

Fannie Mae. 2014. *Annual report for the fiscal year ended 31st December 2014*. Dostopno prek: http://www.fanniemae.com/resources/file/ir/pdf/quarterly-annual-results/2014/10k_2014.pdf (3. december 2015).

---. 2015a. *Quarterly report for the quarterly period ended September, the 30th 2015*. Dostopno prek: <http://www.fanniemae.com/resources/file/ir/pdf/quarterly-annual-results/2015/q32015.pdf> (3. december 2015).

---. 2015b. *Annual report on Form 10-K*. Dostopno prek: http://www.fanniemae.com/resources/file/ir/pdf/quarterly-annual-results/2015/10k_2015.pdf (19. marec 2015).

---. 2016. *Monthly summary. January 2016*. Dostopno prek: <http://www.fanniemae.com/resources/file/ir/pdf/monthly-summary/013116.pdf> (20. marec 2016).

Faucon, Benoit, Sumer Said in Bill Spindle. 2016. No agreement on Oil Freeze at Doha Meeting. *The Wall street Journal*, 17. april. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/doha-draft-calls-for-oil-output-freeze-at-january-levels-until-october-1460872822> (23. april 2016).

Fed. 2008. *Press release. Release date: November 25, 2008*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm> (11. september 2015).

---. 2009. *Press release. Release date: March 18, 2009*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm> (28. januar 2016).

---. 2010. *Press release. Release date: November 3, 2010*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm> (28. januar 2016).

---. 2011. *Press release. Release date: September 21, 2011* Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm> (28. januar 2016).

---. 2012. *Press release. Release date: September 13, 2012* Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm> (28. januar 2016).

---. 2012. *Press release. Release date: December 12, 2012.* Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm> (28. januar 2016).

---. 2014. *Press release. Release date: October 29, 2014.* Dostopno
prek:<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm> (28. januar 2016).

---. 2015a. *Press release. Release date: December, 16, 2015.* Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151216a.htm> (28. januar 2016).

---. 2015b. *Financial accounts of the United States. Third quarter 2015*, 10. december.
Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf> (28. januar 2016).

---. 2015c. *Factors affecting reserve balances.* Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/> (28. januar 2016).

---. 2015č. *Aggregate reserves on depository institutions and the monetary base.* Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/> (21. december 2015).

---. 2015d. *Interest on required balances and excess balances.* Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm> (28. januar 2016).

---. 2015e. *Press release: Decisions regarding Monetary Policy Implementation*, 16. december.
Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151216a1.htm>
(28. januar 2016).

---. 2015f. *101st Annual report – 2014*, junij. Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2014-annual-report.pdf> (4. april 2016).

---. 2015g. *Combined financial statements – 2014 and 2013*, 11. marec
<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BSTcombinedfinstmt2014.pdf> (3. maj 2016).

---. 2015h. *Federal reserve press release*, 16. december 2015. Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20151216a1.pdf> (3. maj 2016).

---. 2016a. *Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/> (28. januar 2016).

---. 2016b. *Combined financial statements – 2015 and 2014*, 8. marec. Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/combinedfinstmt2015.pdf> (5. april 2016).

Federal reserve bank of New York. 2015. *Historical changes of the Target Federal Funds and Discount Rates*. Dostopno prek:
<http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html> (28. januar 2016).

---. 2016. *FAQ's: Reverse repurchase agreement operations*. Dostopno prek:
https://www.newyorkfed.org/markets/rrp_faq.html (3. maj 2016).

Federal reserve bank of St. Louis. 2016. *Crude oil prices*. Dostopno prek:
<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DCOILWTICO/downloaddata> (3. maj 2016).

Federal reserve statistical release. 2008. *Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks*, 5. junij. Dostopno prek:
<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20080605/> (28. januar 2016).

---. 2009. *Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks*, 2. januar. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20090102/h41.pdf> (28. januar 2016).

---. 2010. *Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks*, 7. januar. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20100107/> (28. januar 2016).

Federal housing finance agency. 2014. *Impact of the Federal Reserve's Quantitative Easing Programs on Fannie Mae and Freddie Mac*, 23. oktober. Dostopno prek: https://origin.www.fhfaog.gov/Content/Files/EVL-2015-002_1.pdf (28. januar 2016).

---. 2013. *FHFA as conservator of Fannie Mae and Freddie Mac*. Dostopno prek: <http://www.fhfa.gov/Conservatorship/pages/history-of-fannie-mae--freddie-conservatorships.aspx> (28. januar 2016).

Ferrara, Peter. 2013. Did the BLS give Obama a major election 2012 gift? *Forbes*, 27. november. Dostopno prek: <http://www.forbes.com/sites/peterferrara/2013/11/27/did-the-bls-give-obama-a-major-election-2012-gift/> (28. januar 2016).

Frame, W. Scott, Andreas Fuster, Joseph Tracy, James Vickery. 2015. The rescue of Fannie Mae and Freddie Mac. *American Economic Association, Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, No. 2. Dostopno prek: <https://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/jep.29.2.25> (28. januar 2016).

Franceschi, Andrea. 2015. Fed verso la stretta, Borse in tensione. *Il sole 24 ore*, 13. november.

Franceschi, Andrea. 2016. Nuovo balzo dell'euro: sale a 1,13 dollari. *Il sole 24 ore*, 2 (18. marec).

Freddie Mac. 2015. *Annual report on form 10-K*. Dostopno prek: http://www.freddiemac.com/investors/er/pdf/10k_021816.pdf (20. marec 2016).

---. 2016. *Monthly volume summary: January 2016*. Dostopno prek: <http://www.freddiemac.com/investors/volsum/pdf/0116mvs.pdf> (3. maj 2016).

Gaither, Chris in Dawn C. Chmielewski. 2006. Fears of Dot-Com Crash, Version 2.0. *Los Angeles Times*, 16. julij. Dostopno prek: <http://articles.latimes.com/2006/jul/16/business/fi-overheat16> (28. januar 2016).

Giacchè, Vladimiro. 2011. Altro che Bin Laden, ora Obama pensa al debito. *Il Fatto Quotidiano*, 4. maj. Dostopno prek: <http://www.ilfattoquotidiano.it/2011/05/04/altro-che-bin-laden-ora-obama-pensa-al-debito/108771/> (24. marec 2012).

Gongloff, Mark. 2013. No, Obama did not fake the unemployment rate. *Huffington Post*, 19. november. Dostopno prek: http://www.huffingtonpost.com/2013/11/19/unemployment-rate-faked_n_4302907.html (28. januar 2016).

Granville, Kevin. 2015. Will the Fed rise rates on Thursday? *New York Times*, 7. december. Dostopno prek: http://www.nytimes.com/interactive/2015/business/economy/fed-interest-rates.html?_r=0 (28. januar 2016).

Green, Mark. 2014. 3% Down Conventional Loans Are Here For Real. *Forbes*, 9. december. Dostopno prek: <http://www.forbes.com/sites/markgreene/2014/12/09/3-down-conventional-loans-are-here-for-real/> (28. januar 2016).

Greenspan, Alan. 2009. The Fed didn't cause the housing bubble. *The Wall street Journal*, 11. marec. V: <http://www.wsj.com/articles/SB123672965066989281> (28. januar 2016).

House price index. 2015. *House price index dataset*. Dostopno prek: <http://www.fhfa.gov/DataTools/Downloads/Pages/House-Price-Index-Datasets.aspx#qpo> (28. januar 2016).

Hill, Patrice. 2014. Baffled by Belgium: burst of U.S. bond-buying raised questions, eyebrows. *Washington Times*, 29. junij. Dostopno preko:

<http://www.washingtontimes.com/news/2014/jun/29/baffled-by-belgium-burst-of-us-bond-buying-raised-/?page=all> (28. januar 2016).

Hartley, John. 2015. How Federal reserve Quantitative easing expanded wealth inequality? *Forbes*, 25. junij. Dostopno preko: <http://www.forbes.com/sites/jonhartley/2015/06/25/how-federal-reserve-quantitative-easing-expanded-wealth-inequality/> (28. januar 2016).

IMF. 2009. *London summit. Leaders' statement*, 2 april. Dostopno prek: https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf (28. januar 2016).

Investing.com. 2016. *US dollar index*. Dostopno prek: <http://www.investing.com/quotes/us-dollar-index-historical-data>.

Investopedia. Dostopno prek: www.investopedia.com (3. maj 2016).

Ip, Greg. 2016. As dollar falls, word perks up. *The wall street journal*, 6. april. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/as-dollar-falls-world-perks-up-1459958978> (3. maj 2016).

Krauthammer, Charles. 2011. Our salutary debt-ceiling scare. *Washington post*, 2. junij. Dostopno preko: https://www.washingtonpost.com/opinions/our-salutary-debt-ceiling-scare/2011/06/02/AGQQGZHH_story.html (28. januar 2016).

Kristopher, Gordon. 2016. *Crude oil total cost of production impacts major oil producers*, 13. januar. Dostopno prek: <http://marketrealist.com/2016/01/crude-oils-total-cost-production-impacts-major-oil-producers/> (6. maj 2016).

Lahart Justin. 2016. The Fed's next rate steps: connecting the dots. *The Wall street Journal*, 6. april. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/the-feds-next-rate-steps-connecting-the-dots-1459957404> (13. april 2016).

Leubsdorf, Ben in Jon Hilsenrath. 2015. Janet Yellen: Fed on Track for 2015 Hike Rate. *The Wall street Journal*, 10. julij. Dostopno preko: <http://www.wsj.com/articles/yellen-fed-remains-on-track-to-raise-rates-in-2015-1436545887> (28. januar 2016).

Light, Joe. 2015. Fannie and Freddie give birth to new mortgage bond. *The Wall street Journal*, 29.december. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/fannie-and-freddie-give-birth-to-new-mortgage-bond-1451385003> (6. april 2016).

Loder, Asjylyn. 2016. Banks brace for bigger losses after oil drops below \$30. Bloomberg, 15. januar. Dostopno prek: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-15/banks-brace-for-bigger-losses-as-oil-drops-below-30-a-barrel> (25. april).

Lops, Vito. 2015. Incubo Cina, crollano le borse mondiali. *Il sole 24 ore*: 23 (25. avgust).

Malpass, David. 2009. The fed provided the fuel. *The Wall street Journal*, 27. marec. Dostopno preko: <http://www.wsj.com/articles/SB123811225716453243> (28. januar 2016).

Maronta, Fabrizio. 2016. Gli usi geopolitici del commercio. *Limes* 2: 4958.

Martignetti, Giuliano. 2004. Gli Stati Uniti nel mondo unipolare. V *La Storia – Il mondo oggi* (15), ur. Salvadori, Massimo L., 214-238. Novara: De Agostini editore.

Mascaro Lisa, Hennessey Kathleen. 2011. U.S. leaders strike debt deal to avoid default *Los Angeles Times*, 1. avgust. Dostopno preko: <http://articles.latimes.com/2011/aug/01/nation/la-na-debt-talks-20110801> (28. januar 2016).

Masciandro, Donato. 2016. La balbuzie monetaria della Federal Reserve. *Il sole 24 ore*, 5 (11. februar).

Michael, Norbert. 2014. The Fed at 100: A Primer on monetary policy. *Backgrounder*, 29. januar. Dostopno preko: http://thf_media.s3.amazonaws.com/2014/pdf/BG2876.pdf (28. januar 2016).

Michael, Norbert in Stephen Moore. 2014. Quantitative easing, The Fed's Balance sheet and Central bank insolvency. *Backgrounder*, 14. avgust. Dostopno preko:

<http://www.heritage.org/research/reports/2014/08/quantitative-easing-the-feds-balance-sheet-and-central-bank-insolvency> (28. januar 2016).

Murray, Colleen. 2011. *As US Reaches Debt Limit, Geithner Implements Additional Extraordinary Measures to Allow Continued Funding of Government Obligations*, 16. maj. Dostopno preko: <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Geithner-Implements-Additional-Extraordinary-Measures-to-Allow-Continued-Funding-of-Government-Obligations.aspx> (28. januar 2016).

National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States. 2011. *The financial crisis inquiry report*, januar. Dostopno prek: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> (28. januar 2016).

Nereim, Vivian in Glen Carey. 2015. Saudi 2015 Budget Deficit Is \$98 Billion as Revenue Drops. *BloombergBusiness*, 28. december. Dostopno prek: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-28/saudi-2015-budget-deficit-is-98-billion-as-revenue-drops> (28. januar 2016).
OECD. 2015. *Domestic demand forecast*. Dostopno prek: <https://data.oecd.org/gdp/domestic-demand-forecast.htm> (28. januar 2016).

Palmer, Tom G.(ur.). 2011. *The morality of capitalism*. New York: Students for liberty and Atlas economic research foundation

Palmer, Tom G. 2012. *After the Welfare state*. ZDA: Students for liberty and Atlas economic research foundation..

Parrott, Jim in Mark Zandi. 2015. Fixing Fannie and Freddie for good. *The New York Times*, 15. december. Dostopno prek: http://www.nytimes.com/2015/12/15/opinion/fixing-fannie-and-freddie-for-good.html?_r=0 (6. april 2016).

Platero, Mario. 2016. Fed preoccupata per l'economia USA. *Il sole 24 ore*, 5 (11. februar).

Pollin, Robert. 2000. Anatomy of Clintonomics. *New left review*, 3/2000. Dostopno na: <http://www.newleftreview.org/?view=2243> (01.04.2012).

Ricketts, Lowell R. In Christopher J. Waller. 2014. *The Rise and (Eventual) Fall in the Fed's Balance Sheet*, januar. Dostopno preko: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2014/the-rise-and-eventual-fall-in-the-feds-balance-sheet#fig1> (28. januar 2016).

Riolfi, Walter. 2016. I tassi Fed, i Treasury e il rischio di una recessione. *Il sole 24 ore*, 1 in 3 (3. februar).

Rosa, Brunello. 2015. La guerra delle valute. *Limes* 2/2008: 719.

Rosa, Brunello. 2016. Le radici economico-finanziarie della possibile guerra mondiale. *Limes* 2/2016: 29-41.

STA. 2015. *Centralna banka ZDA ni začela višati obrestne mere (dopolnjeno)*, 17. september. Dostopno preko: <https://www.sta.si/2176539/centralna-banka-zda-ni-zacela-visati-obrestne-mere?q=yellen> (28. januar 2016).

Stiglitz, Joseph B. 2010. *Bancarotta*. Trento: Einaudi editore.

S&P Dow Jones indices. 2016. *Dow Jones averages*. Dostopno prek: <http://www.djaverages.com/> (28. januar 2016).

Taylor, Andrew. 2011. John Boehner: Tax reform 'under discussion' in debt ceiling talks. *Huffington Post*, 7. julij. V: http://www.huffingtonpost.com/2011/07/07/john-boehner-taxes-debt-ceiling_n_892271.html (28. januar 2016).

Taylor, John B. 2009. How government created the financial crisis? *Wall street Journal*, 9. februar. Dostopno preko: <http://www.wsj.com/articles/SB123414310280561945> (28. januar 2016).

Thomas, Jason in Robert Van Order. 2011. *A closer look at Fannie Mae and Freddie Mac. What we know, what we think we know and what we don't know*. Dostopno prek:

<https://business.gwu.edu/wp-content/uploads/2014/05/A-Closer-Look-at-Fannie-Mae-and-Freddie-Mac-What-We-Know-What-We-Think-We-Know-and-What-We-Dont-Know.pdf> (3. maj 2016).

Trading economics. 2016. *United States GDB growth rate 1947-2016*. Datoteka podatkov.

Dostopno preko: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth> (28. januar 2016).

Treasury direct. Dostopno preko: <http://www.treasurydirect.gov> (13. januar 2016).

U.S. Department of the treasury. 2015. *Major foreign holders of treasury securities*. Dostopno prek: <http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt> (19. september 2015).

U.S. Energy information administration. 2016. *Drilling productivity report*. Dostopno prek: <http://www.eia.gov/petroleum/drilling/#tabs-summary-2> (3. maj 2016).

---. 2016. *Crude oil production*. Dostopno prek:

https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_crd_crpdn_adc_mbbldpd_a.htm (3. maj 2016).

US Forex. 2016. *Historical exchange rate*. Dostopno prek: <http://www.usforex.com/forex-tools/historical-rate-tools/historical-exchange-rates> (3. maj 2016).

US inflation calculator. 2015. *Historical inflation rates: 1914-2015* Dostopno prek:

<http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/> (28. januar 2016).

Valsania, Marco. 2016. Fed: economia USA in ripresa ma serve cautela. *Il sole 24 ore*, 3 (7. januar).

Valsania, Marco. 2016. Boom di occupati USA, ma Wall street cede. *Il sole 24 ore*, 4 (9. januar).

Valsania, Marco. 2016. Il Pil USA chiude il 2015 in frenata. *Il sole 24 ore*, 2 (30. januar).

Valsania, Marco. 2016. La corsa della locomotiva USA minata dal greggio basso. *Il sole 24 ore*, 4 (24. januar).

Vaudagna, Maurizio. 2004. Gli Stati uniti da Truman a Clinton. V *La Storia – Il mondo oggi* (14), ur. Salvadori, MassimoL, 408-450. Novara: De Agostini editore.

Wallison, Peter J. in Charles W. Calomiris. 2008. *The last trillion dollar commitment: The destruction of Fannie Mae and Freddie Mac. American enterprise*, september. Dostopno prek: https://www.aei.org/wp-content/uploads/2011/10/20080930_Binder1.pdf (13. februar 2016).

White house. 2016. *Historical tables*. Dostopno prek: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals> (28. januar 2016).

The Wall street journal. 2015. Fannie and Freddie forever, 30. december. Dostopno prek: <http://www.wsj.com/articles/fannie-and-freddie-forever-1451520683> (3. maj 2016).

Willoughby, Jack. 2000. Burning up. *Barron's*, 20. marec. Dostopno preko: <http://online.barrons.com/article/SB953335580704470544.html> (28. januar 2016).

World bank. 2015. *Household final consumption expenditure*. Dostopno prek: <http://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.PRVT.KD.ZG> (28. januar 2016)

World bank. 2016. *GDP growth (annual %)*. Dostopno prek: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD> (28. januar 2016).

Zeng, Min. 2014. U.S. wants to know more about treasury holders. *Wall street Journal*, 10. junij. Dostopno preko: <http://www.wsj.com/articles/u-s-wants-to-know-more-about-treasury-holders-1402441240> (28. januar 2016)

Zywicki, Todd J. 2009. Low rates led to ARMs. *Wall street Journal*, 27. marec. Dostopno preko: <http://www.wsj.com/articles/SB123811225716453243> (28. januar 2016)