

2011

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

ZAKLJUČNA PROJEKTNA NALOGA

DEJAN MILOVANOVIĆ

KOPER, 2011

ZAKLJUČNA PROJEKTNA NALOGA

DEJAN MILOVANOVIĆ

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

Zaključna projektna naloga

FEDERALNI REZERVNI SISTEM ZDA IN
GLOBALNA FINANČNA KRIZA 2007

Dejan Milovanović

Koper, 2011

Mentor: izr. prof. dr. Tonči Ante Kuzmanić

POVZETEK

Združene države Amerike veljajo za največje gospodarstvo na svetu, ki ima najpomembnejšo svetovno valuto, in sicer ameriški dolar (USD). Vpliv dolarja ni omejen zgolj na ZDA, temveč vpliva na celotno svetovno gospodarstvo. Od tod tudi pregovor »ko kihne Amerika, se prehladi ves svet«. Glavni akter na področju denarne politike ZDA je Federalni rezervni sistem ZDA (Federal Reserve System of the United States of America oz. Fed). Ustanovljen je bil z namenom preprečevanja finančnih panik in finančnih kriz ter zaradi vzpostavitve stabilnega denarnega sistema. ZDA so namreč med letom 1781, ko so ustanovile prvo centralno banko, in letom 1913, ko je bil ustanovljen Fed, beležile ponavljajoče se finančne krize, ki so imele resne posledice na gospodarstvo. Kljub vlogi, ki jo ima Fed kot regulator finančnega sistema ZDA, je leta 2007 prišlo do hude globalne finančne krize. Slabo regulirane finančne ustanove v ZDA so namreč preveč tvegale z izdajanjem in prodajo hipotekarnih obveznic ter izvedenih finančnih instrumentov, kar je imelo hude posledice na celoten svetovni finančni sistem in realno gospodarstvo.

Ključne besede: Združene države Amerike, Federalni rezervni sistem ZDA, denarna politika, gospodarstvo, globalna finančna kriza, slaba regulacija, hipotekarne obveznice, izvedeni finančni instrumenti.

SUMMARY

The United States of America is the largest economy in the world and they also own the most important world currency, which is called the United States dollar (USD). The influence of the USD is therefore not limited only to the USA, but is felt throughout the entire world. Hence the saying »when America sneezes the rest of the world catches a cold«. The main monetary policy authority in the USA is the Federal Reserve System of the United States (the Fed). The Fed was founded as a means to prevent financial panics, financial crises and to establish a stable monetary system. USA namely recorded recurring financial crises, with severe economic consequences, between the time they established their first central bank in 1781 and up to 1913, when the Fed was established. Despite the Fed's role as the financial regulatory authority in the USA, in 2007 a severe global financial crisis broke out. Laxly regulated financial institutions in the USA took too many risks by issuing and selling bad mortgage backed securities and financial derivatives. Consequently, that proved disastrous for the entire global financial system and the real economy.

Key words: United States of America, the Federal Reserve System of the United States, monetary policy, economy, global financial crisis, lax regulation, mortgage backed securities, financial derivatives.

UDK: 658.155.4:338.124(73)(043.2)

VSEBINA

1 Uvod	1
1.1 Namen in cilj projektne naloge.....	1
1.2 Uporabljene metode raziskovanja	2
1.3 Omejitve in predpostavke naloge	2
1.4 Predvidena členjenost vsebine.....	2
2 Zgodovina ameriškega bančništva do leta 1913	3
2.1 Banka Severne Amerike (1781-1783)	3
2.2 Prva banka Združenih držav (1791-1811)	3
2.3 Ameriško-britanska vojna (1812-1815).....	4
2.4 Druga banka Združenih držav (1816-1836)	4
2.5 Obdobje svobodnega bančništva (1838-1860)	4
2.6 Ameriška državljanska vojna (1861-1865).....	5
2.7 Nacionalni bančni zakon in zelenohrbniki	5
2.8 Panika leta 1907, Aldrich-Vreelandov zakon ter Aldrichev načrt.....	6
3. Federalni rezervni sistem ZDA – FED	8
3.1 Trenutna organizacija in struktura Fed-a.....	10
3.1.1 Odbor guvernerjev Fed-a	10
3.1.2 Federalne rezervne banke, banke članice in ostale depozitne institucije.....	10
3.1.3 Federalni komite za operacije na odprtem trgu (FOMC).....	11
3.2 Pravna osnova delovanja Fed-a	11
3.2.1 Ustanovitveni zakon o Fed-u	11
3.2.2 Kronološki pregled zakonov, ki so bistveno oblikovali Fed.....	12
3.3 Sestava konsolidirane bilance stanja Fed-a	13
3.4 Vloge Fed-a	14
3.4.1 Fed kot fiskalni agent.....	15
3.4.2 Fed kot skrbnik plačilnega sistema	15
3.4.3 Fed kot posojilodajalec v skrajni sili	15
3.4.4 Zvezna finančna varnostna mreža.....	15
3.5 Denarna politika Fed-a	16
3.5.1 Strategije	16
3.5.2 Instrumenti	18
3.5.3 Glavni cilji	19
3.5.4 Neodvisnost, transparentnost in odgovornost.....	19

4 Zadnja globalna finančna kriza in ukrepi FED-a	21
4.1 Denarna politika Fed-a v obdobju od leta 2000 do leta 2008 in nastanek krize.....	22
4.2 Nepremičninski balon (1997-2007).....	23
4.3 Deregulacija finančnega sistema ZDA in delovanje regulatorjev finančnega sistema ZDA.....	25
4.4 Ukrepi Fed-a in Dodd-Frankov zakon.....	28
5 Sklep	31
Literatura	33

PONAZORILA

Slika 1: Povprečna cena družinskih hiš v ZDA med 1997 in 2009.....	23
--	----

KRAJŠAVE

ABCP	kratkoročni dolžniški vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami (asset backed commercial paper)
BDP	bruto domači proizvod
CDO	zadolžnice zavarovane z dolgom (collateralized debt obligation)
CHIPS	avtomatiziran sistem bančnih obračunov v ZDA (clearing house interbank payment system)
DIDMCA	Zakon o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act)
FDIC	Agencija za zavarovanje vlog (Federal Deposit Insurance Corporation)
FFR	ključna obrestna mera (Federal Funds Rate)
FIRREA	Zakon o reformi, okrevanju in uveljavitvi finančnih institucij (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)
FOMC	Federalni komite za operacije na odprtem trgu (Federal Open Market Committee)
IFI	izvedeni finančni instrument
IMF	Mednarodni denarni sklad (International Monetary Fund)
MBS	hipotekarne obveznice (mortgage backed securities)
OMIC	Komite za vlaganja na odprtem trgu (Open Market Investment Committee)
OMPC	Konferenca za politiko odprtega trga (Open Market Policy Conference)
PDCF	posojilo čez noč, ki zagotavlja sredstva za primarne trgovce (primary dealer credit facility)
SDR	posebne pravice črpanja (special drawing rights)
TAF	avkcijska posojila za depozitne ustanove (term auction facility)
TSLF	posojilo, ki ga odobri Fed (term securities lending facilities)

1 UVOD

Združene države Amerike (ZDA) so danes največje gospodarstvo v svetovnem merilu, zato jih označujemo kot najmočnejšo ekonomsko, politično in vojaško silo na svetu. Delež svetovnega bruto domačega proizvoda (BDP), merjenega po pariteti kupne moči, ki ga prispevajo ZDA, je tako v letu 2009 znašal 20,46 % oziroma 14.256 milijard USD (International Monetary Fund 2010). Visok je tudi BDP na prebivalca, ki je v istem letu znašal 46.380 USD. Prav tako se ZDA ponašajo z najpomembnejšo svetovno valuto, in sicer ameriškim dolarjem (USD).

Za vodenje denarne politike je v ZDA zadolžena ameriška centralna banka, ki se imenuje Federalni rezervni sistem (Federal Reserve System oz. Fed). Ta z vodenjem denarne politike določa ključno obrestno mero, od katere so v veliki meri odvisne tržne obrestne mere, le-te pa vplivajo na gospodarsko aktivnost, stopnjo brezposelnosti in druge pomembne makroekonomske kategorije. Naloga Fed-a je tudi uravnavanje deviznega tečaja ter skrb za kupno moč prebivalstva in višanje življenjskega standarda. Prav zaradi vloge, ki jo ima Fed v ameriškem in posledično celotnem svetovnem gospodarstvu, nameravam v tem projektnem delu predstaviti zgodovino ameriškega centralnega bančništva. V obdobju od leta 1781, ko je bila ustanovljena prva ameriška centralna banka oz. Banka Severne Amerike, do leta 1913, ko je bil ustanovljen Fed, je namreč moč najti glavne vzroke za ustanovitev Fed-a. Kot glavne razloge za ustanovitev Fed-a so ustanovitelji navedli preprečevanje finančnih kriz ter vzpostavitev stabilnega denarnega sistema.

V letu 2007 je takšna finančna kriza izbruhnila v ZDA, ko večje število drugorazrednih posojiljemalcev ni bilo več sposobnih odplačevati posojil. Hipotekarne obveznice (MBS in CDO), ki so bile izpeljane iz drugorazrednih hipotekarnih stanovanjskih posojil so postale tvegano blago. Imetniki (banke in hranilnice) so te obveznice hiteli prodajati, kar jim je dodatno znižalo ceno, kupovati pa jih ni upal nihče, kar je bankam in ostalim finančnim ustanovam povzročilo likvidnostne težave. Ker si banke zaradi nezaupanja niso bile pripravljene med seboj posojati denarja, je prišlo do kreditnega krča, kar je ogrozilo celoten bančni in finančni sistem. Fed je za reševanje finančne krize uporabil tako standardne kot nestandardne mehanizme denarne politike. Kongres ZDA je sprejel nov zakon, ki naj bi v prihodnje povečal transparentnost, odgovornost in stabilnost finančnih ustanov ter njihovih regulatorjev v ZDA, s tem pa tudi stabilnost celotnega finančnega sistema ZDA.

1.1 Namen in cilj projektne naloge

Namen zaključne projektne naloge je predstaviti nastanek Fed-a ter njegovo delovanje. Zaradi vpliva na gospodarstvo ZDA in celotno svetovno gospodarstvo je Fed ena izmed ekonomsko najbolj pomembnih ustanov na svetu. Prav tako je namen projektne dela predstaviti globalno finančno krizo iz leta 2007, s katero se gospodarstvo sooča še danes.

Cilj zaključne projektne naloge je prikazati, da je imel Fed pri nastanku in reševanju finančne krize z začetkom v letu 2007 ključno vlogo, saj je zadolžen za vodenje denarne politike ZDA.

1.2 Uporabljene metode raziskovanja

Pri pisanju zaključnega projektnega dela bom uporabil metodo zgodovinskega preiskovanja dokumentov in študijo literature. Proučil bom strokovno literaturo in ostale dostopne vire z obravnavanega področja ter pojasnil posamezne pojme, ki so ključni za razumevanje tematike.

1.3 Omejitve in predpostavke naloge

Pri pisanju projektnega dela se bom srečal s težavo pomanjkanja prostora zaradi obsežne tematike, s katero se ukvarja to delo. Zaradi tega se bom omejil na najbolj pomembne zgodovinske podatke, ki jih bom črpal iz strokovne literature in ostalih virov. Omejitve torej v največji meri predstavlja obsežnost tematike in prostor, ki je na voljo za predstavitev izbrane teme.

Zaradi zgoraj omenjene omejitve predpostavljam, da je za nastanek globalne finančne krize, ki se je pričela leta 2007 v ZDA, ključno obdobje od leta 2000 dalje. K nastanku tako obsežne finančne krize je močno pripomogla tudi deregulacija finančnih trgov v ZDA v obdobju od leta 1971 dalje, vendar zaradi omejenosti obsega zaključnega projektnega dela predpostavljam, da so na krizo v letu 2007 vplivali dogodki od leta 2000 dalje.

1.4 Predvidena členjenost vsebine

Projektno delo je razdeljeno na pet poglavij. V prvem poglavju je opredeljen problem, namen in cilj, uporabljene metode raziskovanja in omejitve ter predpostavke. V drugem poglavju sledi zgodovinska predstavitev ameriškega bančništva, ki je ključna za razumevanje nastanka Fed-a. Tretje poglavje je namenjeno prikazu delovanja Fed-a, zato so v njem natančno predstavljeni organizacijska struktura, pravna podlaga, cilji delovanja, načini za doseganje teh ciljev (instrumenti denarne politike) ter odgovornost Fed-a pri izvajanju denarne politike. V četrtem poglavju je opisana svetovna finančna kriza, ki se je uradno začela leta 2007 in traja še danes, ter vloga Fed-a pri nastanku in reševanju krize. Sklepi in ugotovitve projektnega dela so predstavljeni v petem poglavju.

2 ZGODOVINA AMERIŠKEGA BANČNIŠTVA DO LETA 1913

Federalni rezervni sistem oziroma Fed je centralni bančni sistem Združenih držav Amerike. Nastanek Fed-a sega v leto 1913, ko je bil sprejet tako imenovan Zakon o zveznih rezervah, ki je nastal kot odgovor na številne finančne panike, predvsem pa kot odgovor na veliko paniko leta 1907. Skozi čas se je spreminjala tako struktura Fed-a kot tudi vloge, obveznosti in odgovornosti, ki so mu bile dodeljene. V nadaljevanju projektnega dela so prikazani dogodki in institucije, ki so pomembno vplivali na sprejetje Zakona o zveznih rezervah in ustanovitve Fed-a.

2.1 Banka Severne Amerike (1781-1783)

Banka Severne Amerike je bila ustanovljena decembra 1781, zasnovana pa je bila po vzoru angleške centralne banke. Kongres je banki dodelil pravico monopola nad tiskanjem denarja, kar je pomenilo, da je bila edina, ki je smela izdajati bankovce, ti pa so postali FIAT denar¹. Prav tako je banka lahko izdala več bankovcev kot je imela depozitov, kar imenujemo frakcijsko bančništvo². S časom je takšno delovanje banke privedlo do zmanjšane zaupanja v bankovce, kar je povzročilo znižanje njihove vrednosti oziroma deprecijacijo. Po samo enem letu delovanja je banka spremenila način delovanja (iz centralne v poslovno banko), delovati pa je prenehala leta 1783, kar označujemo tudi kot konec poizkusa prve centralne banke ZDA (Griffin 2002, 325).

2.2 Prva banka Združenih držav (1791-1811)

Banka je bila zasnovana po vzoru angleške centralne banke. To pomeni, da je imela monopol nad tiskanjem bankovcev, služila je kot hranilnica državnih sredstev, na zahtevo vlagateljev je morala zamenjati bankovce za zlato ali srebro ter ni smela izdati več bankovcev ali ustvariti več dolga kot je imela kapitala. Banka je lahko nadzirala državne banke, ki so kreditirale zasebni sektor, tako da jim je povečevala ali zmanjševala posojila, trgovala z njihovimi bankovci in s tem vplivala na njihove količine zlata in srebra, ki so služile kot rezerva za izdane bankovce. Kongres ZDA ji leta 1811 ni podaljšal ustanovne listine, saj naj bi bil prevelik del banke v lasti tujcev, kar je po mnenju kongresa pomenilo grožnjo neodvisnosti ameriškega gospodarstva. Z ukinitvijo banke so državne banke ostale brez nadzornika, ki je nadzoroval, da te niso izdale preveč bankovcev glede na njihove rezerve zlata in srebra. To je privedlo do prevelikega izdajanja bankovcev, kar je povzročalo inflacijo in stečaje bank (Kunst 1984, 4).

¹ FIAT denar ima dve lastnosti, in sicer nima lastne vrednosti in je državno uzakonjen kot obvezno plačilno sredstvo za izravnavo dolgov.

² Frakcijsko bančništvo je sistem, kjer banke posodijo večino depozitov, le del pa hranijo kot rezerve.

2.3 Ameriško-britanska vojna (1812-1815)

Vojno med Američani in Britanci je leta 1812 uradno sprožila prisila ameriških mornarjev k služenju v britanski mornarici. Čeprav je ta dogodek uradno zanetil spopad med silama, ostaja zgodovinsko dejstvo, da so Američani vstopili v vojno predvsem zaradi gospodarskih razlogov, in sicer trgovinskih blokad britanskega imperija ter zaradi britanske podpore ameriškim Indijancem. Ta podpora je namreč onemogočala ameriško kolonizacijo in širitev moči na območju kontinenta. Ameriška vlada je vojna denarna sredstva pridobila s prodajo državnih obveznic državnim bankam, kar je povzročilo veliko povečanje denarja v obtoku, in sicer z 45 milijonov USD na 127 milijonov USD. Dolar je tako do leta 1814 izgubil več kot 65 % svoje vrednosti, situacijo pa so dodatno poslabšale še vlade zveznih držav, ki so bankam kljub insolventnosti dovolile, da nadaljujejo s poslovanjem. Po koncu vojne je ameriški kongres končno ukrepal, in sicer z ustanovitvijo tretje ameriške centralne banke oziroma Druge banke Združenih držav.

2.4 Druga banka Združenih držav (1816-1836)

Banka je bila v svojem delovanju zelo podobna svoji predhodnici, saj je prav tako delovala kot centralna banka, kar pomeni, da je skrbela za izdajo denarja. Njena glavna naloga je bila reguliranje državnih bank, kar je dosegla z nakupi in prodajami njihovih bankovcev ter odobravanjem in regulacijo količine posojil, ki jim jih je namenila. Banka je s tem povzročala in uravnavala denarne ekspanzije in kontrakcije. Posledice denarne kontrakcije so bili številni propadi bank in podjetij, saj so bili ti vajeni lahkega dostopa do denarja.

Kljub dodeljeni moči so se pojavile kritike te banke, in sicer predvsem zaradi koncentracije finančne moči in povzročanja finančnega monopola z ekspanzijami in kontrakcijami. Najglasnejši nasprotnik banke je bil ameriški predsednik Andrew Jackson, ki si je kot cilj zadal ukinitve banke. To mu je uspelo leta 1836, ko je banki potekla ustanovna listina. Takrat je namreč banka prenehala delovati kot centralna banka, saj se je preoblikovala v državno banko. V tej obliki je delovala do leta 1841, ko je zaradi pravnih razlogov morala zapreti svoja vrata. Obdobje, ki je sledilo so zgodovinarji in strokovnjaki označili kot dobo svobodnega bančništva.

2.5 Obdobje svobodnega bančništva (1838-1860)

Obdobje svobodnega bančništva je doba, v kateri ni bilo prevladujoče banke z monopolno močjo nad tiskanjem in regulacijo izdanih bankovcev. Pravila bančništva so v večini primerov ostala enaka. Banke so namreč še vedno morale kupovati državne obveznice ter na zahtevo komitentov menjati bankovce za zlato in hraniti rezerve. Nekaj vidnih sprememb je kljub temu bilo, in sicer banke za ustanovitev niso več potrebovale državne ustanovne listine,

pojavi se se manj stroga pravila glede kapitalske ustreznosti in nižje obvezne rezerve bankovcev in depozitov.

Te spremembe so privedle do nastanka velikega števila bank, ki so delovale na robu propada. Nekatere med njimi so kljub neizpolnjevanju pogodbenih obveznosti in tehnični insolventnosti, ki je bila posledica prevelike količine nekritih bankovcev, lahko poslovale brez sankcij pristojnih državnih organov. Takšno delovanje bank je privedlo do številnih kontrakcij in ekspanzij denarja. Posledica so bile številne inflacije in deflacije, v 40. letih 19. stoletja pa tudi huda recesija. Obdobje svobodnega bančništva je trajalo do začetka ameriške državljanske vojne.

2.6 Ameriška državljanska vojna (1861-1865)

Mnogi kot glavni razlog za nastanek državljanske vojne omenjajo odpravo suženjstva, ki je bilo prisotno v južnih državah. To naj bi privedlo do razpada ZDA na dva tabora, in sicer na Zvezo severnih držav in Konfederacijo južnih držav. Eden od razlogov za vojno je zagotovo bilo suženjstvo, vendar ta razlog ni bil najpomembnejši. To je potrdil sam predsednik Abraham Lincoln v enem izmed svojih govorov iz leta 1861, ko je rekel: »Moj namen, neposreden ali posreden, ni vmešavanje v institucijo suženjstva v državah, kjer je prisotno. Prepričan sem, da nimam nikakršne pravice in ne povoda za takšno ravnanje.« (Fehrenbacher 1989).

Libertarno usmerjeni ekonomisti so mnenja, da je k nastanku državljanske vojne, bolj kot suženjstvo, pripomogla obdavčitev uvoza blaga, ki je slabo vplivala na gospodarstvo južnih držav, saj so bile te izvozno usmerjene. Kongres je namreč že leta 1828 sprejel Zakon o obdavčitvi (Tariff of 1828), katerega namen je bil pomagati gospodarstvu severnih držav, ki so bile industrializirane in zaradi nizkih cen uvoznih dobrin niso mogle biti konkurenčne. Posledično je to privedlo do višje obdavčitve dobrin, ki jih južne države niso bile sposobne proizvesti same, zaradi česar so bile prisiljene blago kupovati od severnih držav po višji ceni. Prav tako je bila Velika Britanija prisiljena zmanjšati izvoz in uvoz, kar je pomenilo tudi manj uvoza bombaža od južnih držav. To torej pomeni, da je bilo razlogov za vojno več.

2.7 Nacionalni bančni zakon in zelenohrbniki

V času državljanske vojne v ZDA je kongres leta 1862 sprejel Zakon o tiskanju kriznega denarja (Legal Tender Act of 1862). Ta denar naj bi služil za potrebe financiranja vojne in naj bi bil le začasna rešitev v času vojnih razmer. Kongres ZDA se je zavezal, da ga bo po koncu vojne vzel iz obtoka. Denar je dobil ime zelenohrbnik (greenback), saj je bil zelene barve, za potrebe vojne pa so ga sprva natisnili v vrednosti 150 milijonov USD. Zelenohrbniki niso imeli kritja v zlatu, vendar je bilo z njimi mogoče poravnati določene dolgove.

Leto dni kasneje je kongres ZDA sprejel drugi Zakon o tiskanju kriznega denarja (Second Legal Tender Act), s katerim se je količina zelenohrbtnikov v obtoku povečala na 450 milijonov USD, kar je predstavljalo $\frac{3}{4}$ tiskanega denarja v obtoku. Istega leta je kongres ZDA sprejel tudi Državni bančni zakon (The national banking act of 1863), ki je zaradi nepravilnosti v letih 1864 in 1865 doživel spremembe. Te so v začetku leta 1866 privedle do dokončnega iztisa bankovcev, natisnjenih s strani zvezne banke. S tem je prišlo do nastanka računov oz. depozitov na vpogled (demand deposit accounts). Bančni sistem je naslednje spremembe doživel proti koncu 19. stoletja, ko so se zaradi denarnih kontrakcij in ekspanzij v povojnem obdobju ponovno pojavile potrebe po ustanovitvi centralno-bančnega sistema, ki bi stabiliziral dogajanje v finančnem sektorju.

2.8 Panika leta 1907, Aldrich-Vreelandov zakon ter Aldrichev načrt

Povojno obdobje v ZDA je zaznamovala nestabilnost finančnega sektorja, saj se je država spopadala s finančnimi panikami, in sicer v letih 1873, 1893, 1896 ter 1907. Do tiste iz leta 1907 je prišlo, ko je indeks Newyorške borze padel za 50 % v primerjavi z vrhom, ki ga je dosegel leto prej. Padec so povzročile špekulacije z delnicami podjetja United Copper Company. Te špekulacije so se sprevergle v nezaupanje v trg, navale na banke in sklade, ki so bili preko kreditiranja povezani s podjetjem. Sledil je propad Knickerboxer Trust Company, tretje največje posredniške banke v New Yorku. To je v finančnem sektorju povzročilo strah in nezaupanje, saj so vlagatelji širom ZDA dvigali bančne depozite. Paniko je uspela zajezi intervencija uglednega newyorškega finančnika J. P. Morgana, ki je v sistem vložil lasten denar ter uspel pregovoriti večino newyorških bank, da storijo enako. Panika je do konca leta minila, a je kmalu sledila nova, katero je prav tako pomagal zajezi J. P. Morgan. Kongres ZDA je ukrepal tako, da je ustanovil posebno komisijo, pod vodstvom senatorja Nelsona W. Aldricha. Komisija je morala raziskati vzroke za nastanek krize ter predlagati bodoče rešitve (Brunner in Carr 2007, 40-50).

Na osnovi opravljenih raziskav in priporočil "Aldricheve" komisije je kongres ZDA leta 1908 sprejel Aldrich-Vreelandov zakon (Aldrich-Vreeland Act). Ta je ustanovil Nacionalno denarno komisijo. Komisija je pod Aldrichevim vodstvom obiskala Evropo, kjer se je seznanila z delovanjem britanske in nemške centralne banke ter učinkov, ki sta ga imeli pri stabilizaciji gospodarstva in pri vodenju mednarodne trgovine. Po vrnitvi v ZDA je komisija na osnovi pridobljenih informacij in izkušenj predlagala načrt za ustanovitev centralne banke. Tako je leta 1911 Aldricheva komisija izdelala načrt (the Aldrich Plan), ki je vseboval naslednje predloge (Kidwell, Peterson in Blackwell 2000, 160):

- oblikovati je bilo potrebno centralnobančni sistem oz. ustanovo, ki bi z izdajanjem kreditov ustvarjala in držala rezerve bank,
- ustanoviti je bilo potrebno sistem, ki bi skrbel za koordinirano obračunavanje in vnovčevanje čekov, torej učinkovit sistem plačilnega prometa,

- potrebno je bilo oblikovati fiskalnega agenta, ki bi učinkovito sodeloval z zakladnico pri upravljanju z davki in dolgom,
- ustanoviti je bilo potrebno institucijo, ki bi delovala kot posojilodajalec v skrajni sili in bi v času finančne krize lahko pomagala bankam z dodatnim denarjem in
- potrebno je bilo izvajati temeljit in aktiven nadzor nad bančnim sistemom, da bi se zmanjšal oz. preprečil propad bank.

V letu 1913 je bil sprejet Glass-Ownov zakon (Glass-Owen Bill). Ta je predlagal, da se ustanovi centralnobančni sistem pod vodstvom sedemčlanskega Odbora guvernerjev nacionalne valute (Board of Governors of the National Currency). Kot člani odbora so bili imenovani finančni minister, kmetijski minister in nadzornik valute (Comptroller of the Currency). Preostale štiri člane je imenoval predsednik ZDA, zastopali pa so interese trgovine, industrije, prometa in bank. Tako je 23. decembra istega leta s potrditvijo predsednika Wilsona in ameriškega kongresa stopil v veljavo tako imenovan Ustanovitveni zakon o Fed-u, kar je predstavljalo začetek delovanja Fed-a (Miller in VanHoose 1993, 355-365).

3. FEDERALNI REZERVNI SISTEM ZDA – FED

Federalni rezervni sistem je centralna banka ZDA, ki jo je ustanovil ameriški kongres 23. 12. 1913. Njen namen je zagotoviti varen, prilagodljiv in stabilen denarno-finančni sistem v ZDA. Ob ustanovitvi je bil Fed organiziran kot decentraliziran regionalni sistem centralnih bank pod nadzorom zvezne vlade ZDA in zasebnega poslovnega sektorja. Sestavljen je bil iz 12 regionalnih zveznih centralnih bank v 12 okrožjih. Delovanje bank je koordiniral Odbor federalnih rezerv (Federal Reserve Board) s sedežem v Washingtonu D.C. Odbor je bil sestavljen iz sedmih članov, od tega jih je pet imenoval ameriški predsednik ob soglasju senata¹. Preostala dva člana sta bila finančni minister (Secretary of the Treasury) in nadzornik valute (Jakše 2007, 10-11).

Vseh 12 področnih bank je lahko izvajalo operacije na odprtem trgu², rediskontiralo vrednostne papirje ostalih bank članic ter sodelovalo z Odborom federalnih rezerv pri določanju diskontne stopnje. Kljub dejstvu, da je bil Odbor javno telo in odvisen od izvršilne veje oblasti, federalne rezervne banke pa so bile v lasti zasebnih komercialnih bank (bank članic), je zakon določal, da posle vsake izmed federalnih rezervnih bank vodi odbor direktorjev (Apel 2003, 21).

Na pobudo guvernerja newyorške federalne rezervne banke, Benjamina Stronga, je v dvajsetih letih prejšnjega stoletja ta banka delovala kot izvajalec operacij na odprtem trgu³. Namen tega je bilo stabilizirati gospodarstvo. Kasneje je to vlogo prevzel trgovalni pult⁴ (Trading Desk) v New Yorku. V ta namen je bil leta 1923 ustanovljen Komite za vlaganja na odprtem trgu (Open Market Investment Committee oz. OMIC), ki je bil leta 1930 preoblikovan v Konferenco za politiko odprtega trga (Open Market Policy Conference oz. OMPC). Glavni namen OMPC je bil preprečevanje gospodarskih in finančnih pretresov na odprtem trgu. Kljub poizkusom OMPC je prišlo do vidnejših sprememb v delovanju in organizaciji Fed-a, in sicer najprej leta 1933 in nato še leta 1935, ko sta bila sprejeta nova Bančna zakona (Banking Act of 1933 in Banking Act of 1935). Slednji je namreč določal, da se Odbor federalnih rezerv spremeni v Odbor guvernerjev Fed-a (Board of Governors of the Federal Reserve System), v njem pa ni bilo več finančnega ministra in nadzornika valute.

¹ Ameriški senat je del ameriškega kongresa, ki deluje kot dvodomni parlament. Zgornji dom se imenuje senat (United States Senate), spodnji pa predstavniški dom (House of Representatives).

² Izraz odprti trg v financah in bančništvu označuje okolje, v katerem se trguje z državnimi obveznicami na relaciji med centralno banko in bankami. Izraza ne gre enačiti z izrazom "prosti trg" (free market).

³ Z operacijami na odprtem trgu centralne banke vodijo denarno politiko države, in sicer z določanjem kratkoročnih obrestnih mer ter določanjem količine denarja v obtoku.

⁴ Na trgovalnem pultu se trguje z različnimi investicijskimi instrumenti (valutni pari, surovine, delnice, itd.). V zgornjem primeru gre za trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji, in sicer z zakladnimi menicami (Treasury Bills), ki so kratkoročni dolžniški vrednostni papir z ročnostjo do enega leta. Ne izplačujejo obresti, temveč se prodajajo po diskontni ceni glede na nominalno vrednost. Smatrajo se kot nizko tvegani investicijski instrument.

Nova bančna zakona sta prav tako omogočila oblikovanje Agencije za zavarovanje vlog¹ (Federal Deposit Insurance Corporation oz. FDIC).

Jakše (2007, 12) meni, da je bančni zakon iz leta 1933, ki je omogočil preimenovanje OMPC v Federalni komite za operacije na odprtem trgu (Federal Open Market Committee oz. FOMC) povečal moč Odbora guvernerjev Fed-a. Do tega je po njegovem mnenju prišlo, ker se je število članov, ki imajo moč odločanja, zmanjšalo iz 12 članov (predsedniki Federalnih rezervnih bank) na vsega 5 članov, saj je Odbor guvernerjev Fed-a štel 7 članov, ki so poleg te funkcije bili prav tako člani FOMC-a.

FOMC je tako prevzel vlogo voditelja na področju operacij odprtega trga, kar je pomenilo, da ostale Federalne rezervne banke niso imele pravice samostojno kupovati in prodajati vladnih vrednostnih papirjev, razen ob dovoljenju FOMC-ja. Edina federalna rezervna banka, ki je bila za to pooblaščen, je bila newyorška rezervna banka (Apel 2003, 21-24). Kljub temu, da je FOMC vodil politiko delovanja odprtega trga, je Odbor guvernerjev določal višino minimalnih rezerv bank članic Fed-a. Prav tako je Odbor določal vsakršne spremembe diskontnih stopenj bank članic (The Federal Reserve System 2005, 4).

Namen Fed-a je še danes zagotoviti varen, prilagodljiv in stabilen denarno-finančni sistem v ZDA. Danes obsega štiri temeljna področja, in sicer:

- vodenje denarne politike, tako da vpliva na denarne in kreditne pogoje v ZDA, s tem pa skuša doseči visoko zaposlenost, stabilne cene ter zmerne dolgoročne obrestne mere,
- nadzor in regulacija bančnih ustanov z namenom zagotavljanja varnega in pametnega delovanja državnega bančno-finančnega sistema in varovanja kreditnih pravic potrošnikov²,
- omejevanje sistematičnih tveganj na finančnih trgih ter ohranjanje stabilnosti finančnega sistema in
- zagotavljanje finančnih storitev varčevalnim ustanovam, vladi ZDA in tujim uradnim ustanovam ter
- upravljanje plačilnega prometa.

Fed je danes strukturiran in organiziran na način, ki je podrobneje opisan v nadaljevanju.

¹ Agencija, pri kateri morajo imeti vse banke članice Fed-a zavarovane svoje depozite.

² Kreditne pravice potrošnikov so pravica do pridobitve, pravica do uporabe in pravica do vzdrževanja kredita.

3.1 Trenutna organizacija in struktura Fed-a

Trenutno Federalni rezervni sistem sestavljajo:

- Odbor guvernerjev Fed-a (Board of Governors of the Fed),
- federalne rezervne banke (Federal Reserve Banks),
- Federalni komite za operacije na odprtem trgu (Federal Open Market Committee),
- banke članice in ostale depozitarne institucije.

3.1.1 Odbor guvernerjev Fed-a

Odbor guvernerjev Fed-a je agencija Federalne vlade in je med ostalim odgovoren za spremljanje in analizo dogajanj na domačih in tujih finančnih in ekonomskih trgih, nadzor in regulacijo delovanja federalnih rezervnih bank, plačilni promet ZDA in tudi za varovanje kreditnih pravic potrošnikov (The Federal Reserve System 2005, 4).

Glavne naloge Odbora, kot jih navaja Janša (1995, 18-19), so:

- vodenje denarne in kreditne politike,
- določanje potrebnih rezerv bankam članicam,
- vrednotenje in določanje diskontnih stopenj, na predlog federalnih rezervnih bank,
- sodelovanje pri operacijah na odprtem trgu,
- vrednotenje prošenj za združitve bank,
- določanje zgornje obrestne mere, ki jo banke članice plačajo za depozite in posojila,
- potrdi in imenuje predsednike in direktorje federalnih rezervnih bank ter nadzoruje njihovo delovanje.

3.1.2 Federalne rezervne banke, banke članice in ostale depozitne institucije

Federalne rezervne banke so razdeljene na 12 okrožij, in sicer: Atlanta, Boston, Chicago, Cleveland, Dallas, Kansas City, Minneapolis, New York, Philadelphia, Richmond, St. Louis ter San Francisco. Vsaka izmed bank ima svojo identifikacijsko številko in črko. Prav tako imajo od leta 2004 naprej 25 podružnic v različnih mestih v ZDA.

Federalne rezervne banke je ustanovil kongres ZDA in služijo javnofinančnemu namenu. Delničarji vsake izmed dvanajstih federalnih rezervnih bank so banke članice v posameznem okrožju. Delničarji postanejo tako, da kupijo delnice v vrednosti 3 % lastne neto vrednosti (Jakše 2007, 14). Kljub temu, da so federalne rezervne banke v lasti bank članic, je njihova glavna vloga nadzor bank članic in izvajanje denarne politike, ki jo določa Odbor guvernerjev Fed-a. Denarno politiko izvajajo preko FOMC-a. Gre za izdajanje bankovcev Fed-a, svetovanje Odboru guvernerjev Fed-a in spremljanje gospodarstva v okrožju delovanja (Kidwell, Peterson in Blackwell 2000, 161-162).

Banke članice so le ene izmed treh tipov komercialnih bank, ki so prisotne v ZDA, saj je pri njih v veljavi tako imenovano dualno bančništvo¹. Vse nacionalne banke morajo biti po zakonu članice Fed-a. Zvezne državne banke pa se delijo na tiste, ki se prostovoljno odločijo postati članice Fed-a in tiste, ki se za članstvo v Fed-u ne odločijo. Ne glede na članstvo morajo imeti vse depozitne ustanove rezerve, ki se ne obrestujejo, pri federalnih rezervnih bankah.

3.1.3 Federalni komite za operacije na odprtem trgu (FOMC)

Kongres ZDA je ustanovil FOMC, katerega namen je opravljanje operacij na odprtem trgu. To opravlja z nakupi in prodajami vladnih obveznic, kar je obenem osnovni način upravljanja denarne politike ZDA. Prav tako FOMC nadzoruje posle Fed-a na mednarodnih valutnih trgih. FOMC sestavlja dvanajst članov. Sedem članov predstavljajo člani Odbora guvernerjev Fed-a, ostalih pet članov pa prihaja iz vrst predsednikov dvanajstih federalnih rezervnih bank. Predsednik Odbora guvernerjev Fed-a je hkrati tudi predsednik FOMC-ja. Sestanki FOMC-ja potekajo osemkrat letno, na njih so prisotni vsi predsedniki dvanajstih federalnih rezervnih bank, ki tudi aktivno sodelujejo pri oceni ekonomske situacije in trenutne denarne politike (The Federal Reserve System 2005, 11-12).

3.2 Pravna osnova delovanja Fed-a

Ustava Združenih držav Amerike (ZDA) daje kongresu moč pri vodenju denarnih zadev. Kongres je bil torej pooblaščen in hkrati odgovoren za izdajo denarja in določanje njegove vrednosti, vendar je kongres ta pooblastila leta 1913 prenesel na Fed, in sicer ob sprejetju Zakona o Fed-u (Federal Reserve Act of 1913).

3.2.1 Ustanovitveni zakon o Fed-u

Najpomembnejši zakon, ki določa delovanje Fed-a, je Zakon o Fed-u. Sprejel ga je ameriški kongres z dne 23.12.1913. Glavni cilj zakona je zagotoviti prilagodljiv in stabilen denarno-finančni sistem ZDA, kar je navedeno tudi v uvodnem delu Zakona o Fed-u. Ta namreč pravi: »Da bi zagotovila nastanek Federalnih rezervnih bank, elastično valuto, način za rediskontiranje komercialnih papirjev, da bi se vzpostavil bolj učinkovit nadzor nad bančništvom v ZDA in za ostale namene, naj senat in predstavniški dom ZDA, ki sta združena v kongresu, sprejmeta ta zakon.« (Federal Reserve Act 1913).

¹ Pri dualnem bančništvu obstajata dve vrsti bank. Ene so nacionalne banke, ki imajo zvezno ustanovno listino, ki jim jo podeli Ministrstvo za finance preko Urada nadzornika valute, druge pa so zvezne državne banke, ki jim ustanovno listino podeli posamezna zvezna država.

Kljub temu, da je bil s sprejetjem zakona ustanovljen Fed, so nekateri ekonomisti mnenja, da ta deluje v nasprotju s tistim, kar je v zakonu zapisano. Eden takšnih je tudi avstrijski ekonomist Murray N. Rothbard. Ta opozarja, da v nasprotju s kongresom ZDA, Fed ni odgovoren ljudstvu za svoje delovanje, saj ni bil izbran na demokratičnih volitvah. Rothbard je prepričan, da je za inflacijo in ciklična gibanja v ZDA kriv prav Fed, ki s politiko inflacijskega kreditiranja uničuje ameriško gospodarstvo. Rešitev vidi v tem, da se ZDA vrnejo k zlatemu standardu¹ (Rothbard 1994, 14). Zakon o Fed-u do danes ostaja najpomembnejši zakon, ki določa delovanje Fed-a. Iz njega so bili skozi leta obstoja Fed-a izpeljani tudi drugi zakoni in ustanovljene nove organizacije, katerih glavni cilj je enak tistemu iz prvotnega zakona. V nadaljevanju sledi kratek kronološki pregled zakonov, ki so skozi leta obstoja Fed-a pomembno vplivali na njegov razvoj in delovanje.

3.2.2 Kronološki pregled zakonov, ki so bistveno oblikovali Fed

V nadaljevanju so navedeni zakoni, ki so v največji meri pripomogli do današnje oblike in vloge Federalnega rezervnega sistema:

- *Bančni zakon iz leta 1933 oz. Glass-Steagall-ov zakon (the Banking Act of 1933 oz. the Glass-Steagall Act)* je bil sprejet kot odgovor na špekulativno obnašanje bank. Zakon je določal, da so morale komercialne banke ločiti posle investicijskega bančništva od komercialnih poslov, saj je to povzročalo njihovo nestabilnost. Prav tako je zakon omogočil ustanovitev Agencije za zavarovanje vlog (Federal Deposit Insurance Corporation oz. FDIC).
- *Agencija za zavarovanje vlog oz. FDIC (Federal Deposit Insurance Company oz. FDIC)* je bila ustanovljena z namenom, da zavaruje vlagatelje tistih bank, ki so bile zaradi slabega poslovanja prisiljene v likvidacijo. FDIC je omogočal nacionalnim in zveznim bankam zavarovanje vlog na zvezni ravni, in sicer do višine² 2.500 USD, kar pa je zahtevalo učinkovit nadzor in regulacijo bančnega sistema (Johnson 1993, 177-179).
- *Bančni zakon iz leta 1935 (the Banking Act of 1935)* je kongresu ZDA omogočil ustanovitev FOMC, kar je Fed-u dalo še večjo moč pri vodenju denarne politike, saj je sedaj določal višino obveznih rezerv bank.
- *Sporazum med Fed-om in Ministrstvom za finance iz leta 1951 (the Fed-Treasury Accord of 1951)* je natančno določil dolžnosti FOMC-ja pri vodenju denarne politike in

¹ Zlati standard je denarni sistem, kjer je osnovna denarna enota merjena s fiksno težo zlata. Poznamo tudi zlati menjalni standard, ki je bil sprejet leta 1946 pod okriljem Bretton Woods dogovora. Pri slednjem gre za dogovor med državami, da vrednost lastne valute vežejo na ameriški dolar. ZDA so vrednost ene unče zlata določile pri 35 USD, kar je posledično pomenilo, da so bile vse države, katerih valuta je bila vezana na ameriški dolar, vezane tudi na tako imenovani zlati standard. Slednji je bil v veljavi do leta 1971, ko ga je zaradi fiskalnih bremen, stroškov vietnamske vojne in plačilnega primanjkljaja ukinitel predsednik ZDA Richard Nixon.

² Danes so depoziti zavarovani do višine 250.000 USD.

upravljanju javnega dolga (Mayer 2001, 92), kar omogoča Fed-u večjo neodvisnost od izvršilne veje oblasti.

- *Zakon o bančnih holdinških družbah iz leta 1956 (the Bank Holding Company Act of 1956)* je določil način reguliranja bančnih holdinških družb¹ (Federal Deposit Insurance Corporation 2011).
- *Zakon o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 oz. DIDMCA)* je vsem zvezno zavarovanim depozitnim institucijam določil, da morajo glede rezerv upoštevati navodila Fed-a. Najpomembnejši cilji zakona so optimiziranje nadzora nad denarjem, zmanjšanje neenakosti med finančnimi storitvenimi ustanovami, večja dostopnost finančnih sredstev prebivalstvu in manj ovir za depozitne ustanove pri pridobivanju sredstev (Miller in VanHoose 1993, 369).
- *Zakon o reformi, okrevanju in uveljavitvi finančnih institucij iz leta 1989 oz. FIRREA (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989 oz. FIRREA)*, s katerim je Agencija za zavarovanje vlog oz. FDIC prevzela odgovornost za zavarovanje depozitov hranilnih ustanov (Federal Deposit Insurance Corporation 2011).
- *Zakon o reformi Agencije za zavarovanje vlog iz leta 1991 (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991)* je dopolnil zakon o Fed-u, saj je omejil posojila, ki so jih federalne rezervne banke dajale kapitalsko neustreznim depozitnim ustanovam. Pooblastila za nadzor nad kapitalsko neustreznimi depozitnimi ustanovami je imel Odbor guvernerjev Fed-a. Namen tega je bila večja varnost zavarovanih bančnih vlog (The Library of Congress THOMAS 2011).
- *Gramm-Leach-Bliley-ev zakon iz leta 1999 (Gramm-Leach-Bliley Act of 1999)* je omogočil, da je Fed postal glavni nadzornik vseh finančnih holdinških družb, ki so lastnice največjih bank, njihovih borzno-posredniških hiš, zavarovalnic, itd. Kljub temu, da ima vsaka finančna ustanova lastnega nadzornika (Komisija za nadzor vrednostnih papirjev oz. Securities and Exchange Commission izvaja nadzor nad trgovanjem z vrednostnimi papirji, nadzornik valute nadzira banke, zavarovalniški komisarji nadzirajo zavarovalnice v posameznih zveznih državah), je Fed tisti organ, ki ima nadzor nad dejanskim subjektom oz. finančno holdinško družbo, ki ima v lasti zgoraj omenjene finančne ustanove (Mayer 2001, 28-29).

3.3 Sestava konsolidirane bilance stanja Fed-a

V nadaljevanju je prikazana sestava konsolidirane bilance stanja Fed-a in razmerja med postavkami na aktivni (assets) in pasivi (liabilities) bilance stanja.

¹ Bančna holdinška družba je družba, katere osnovni namen je imeti v lastništvu ostale banke.

Večinski delež aktive konsolidirane bilance stanja predstavljajo naložbe v državne vrednostne papirje. Gre za zakladne menice in obveznice, ki predstavljajo 90,8 % celotne aktive. Sredstva denominirana v tuji valuti¹ predstavljajo 4,6 % aktive. Manj kot 1 % celotne aktive predstavljajo posojila zasebnim depozitnim finančnim ustanovam, ki so dana preko diskontne politike. Zlati certifikati običajno predstavljajo nekaj manj kot 0,5 % aktive.

Zaradi članstva ZDA v Mednarodnem denarnem skladu (International Monetary Fund oz. IMF) ima finančno ministrstvo v IMF-u delež v obliki posebnih pravic črpanja, ki jih pridobi z izdajo certifikatov posebnih pravic črpanja Fed-a. Trenutno ta postavka predstavlja okoli 0,2 % aktive. Gotovinska sredstva v procesu zbiranja zavzemajo okoli 0,2 % aktive in so predvsem zneski procesiranja čekov, ki jih banke položijo pri federalnih rezervnih bankah. Zelo majhen odstotek na aktivih Fed-a predstavljajo kovanci, in sicer 0,1 % aktive (H.4.1 Statistical Release 2011, 7).

Večino pasivne strani konsolidirane bilance stanja predstavljajo depoziti depozitnih ustanov, in sicer okoli 44,8 %. Po obsegu jim sledijo bankovci, ki predstavljajo okoli 39,5 % pasive. Pogodbe o povratni prodaji predstavljajo okoli 2,2 % pasive, depoziti finančnega ministrstva zavzemajo okoli 12,4 % pasive, depoziti tujih vlad in tujih centralnih bank pa okoli 0,2 % pasive. Pasivo sestavljajo tudi gotovinska sredstva z odloženo razpoložljivostjo², in sicer v višini 0,1 %. Ostanek pasive predstavlja postavka ostale obveznosti in zapadle dividende v višini 0,8 %.

Kapital je sestavljen iz treh postavk, in sicer vplačanega kapitala, presežka in ostalih kapitalskih računov. Kapital predstavlja 2,2 % bilančne vsote in skupaj s pasivo tvori enakovredno protipostavko aktivih. Konec januarja 2011 je vrednost bilančne vsote znašala 2,4 bilijona ameriških dolarjev (H.4.1 Statistical Release 2011, 8).

3.4 Vloge Fed-a

Najpomembnejša vloga Fed-a je vloga nosilca denarne politike ZDA. Poleg tega Fed opravlja tudi naloge fiskalnega agenta finančnega ministrstva ZDA, je posojilodajalec v skrajni sili, je skrbnik plačilnega prometa in tudi pomemben član Zvezne finančne varnostne mreže (Federal financial safety net). V nadaljevanju sledi kratek opis vsake izmed omenjenih vlog Fed-a.

¹ To so predvsem vrednostni papirji tujih valutnih območij, in sicer japonski jen in euro. Z njimi Fed občasno trguje in s tem vpliva na višino tečaja ameriškega dolarja (Jakše 2007, 21).

² Postavka ima nasprotno postavko na aktivih, in sicer gotovinska sredstva v procesu zbiranja, nanaša pa se prav tako na proces obdelave čekov. Razliko med tema postavkama predstavljajo še ne unovčeni čeki (float) Fed-a (prav tam).

3.4.1 Fed kot fiskalni agent

Fed na tem področju deluje kot depozitna enota za depozite finančnega ministrstva ZDA, saj nadzoruje mehanizme in uradne postopke, preko katerih finančno ministrstvo prebivalstvu izdaja vrednostne papirje. Ker ima finančno ministrstvo račune (checking accounts) odprte pri dvanajstih federalnih rezervnih bankah in njihovih podružnicah, Fed prevzame skrb za procesiranje prejemkov in izplačil iz naslova davčnih prihodkov in fiskalnih izdatkov. Fed tudi izdaja in odplačuje zvezne hranilne obveznice (U.S. savings bonds and papers) in pomaga zasebnim depozitnim ustanovam, ki imajo pravico, da izdajajo in odplačujejo instrumente finančnega ministrstva. Prav tako Fed skrbi za aktivnost in likvidnost primarnih in sekundarnih trgov, kar koristi finančnemu ministrstvu predvsem zaradi tega, ker je trgovanje z državnim dolgom, zaradi vključitve Fed-a, v očeh potencialnih investitorjev manj tvegano (Miller in VanHoose 1993, 386-400).

3.4.2 Fed kot skrbnik plačilnega sistema

Kot skrbnik plačilnega sistema ZDA je Fed zadolžen za nadzor različnih aktivnosti nacionalnega plačilnega sistema. Plačilni sistem namreč omogoča institucionalno strukturo, skozi katero potekajo finančne transakcije med finančnimi ustanovami, gospodinjstvi in podjetji. Plačila visokih zneskov potekajo preko avtomatiziranega sistema bančnih obračunov (Clearing House Interbank Payment System oz. CHIPS), ki ga omogočata in upravljata Združenje newyorških klirinških hiš (New York Clearing House Association) in sistem Fedwire. Poleg tega Fed opravlja pomembno vlogo v sistemu poravnave (check-clearing system), za kar zaračunava nadomestila (Jakše 2007, 23).

3.4.3 Fed kot posojilodajalec v skrajni sili

Fed kot posojilodajalec v skrajni sili deluje tako, da depozitnim ustanovam, ki imajo trenutne likvidnostne težave, a so še vedno solventne, pomaga prebroditi krizo. Pri tem Fed daje kratkoročna posojila, pri čemer pazi na odgovornost do celotnega finančnega sistema. Takšna likvidnostna pomoč Fed-a je pomembna zlasti z vidika preprečevanja finančnih kriz. Nazoren primer je bil črni ponedeljek, 19. oktobra leta 1987, ko je prišlo do velikega borznega padca. Fed je namreč takrat reagiral že naslednji dan, ko je ponudil denarno pomoč finančnim ustanovam. To je dvignilo tečaje delnic in preprečilo veliko paniko, ki bi se lahko spremenila v bančno krizo z resnimi posledicami za celotno gospodarstvo.

3.4.4 Zvezna finančna varnostna mreža

Miller in VanHoose (1993, 386-400) opredelita zvezno finančno varnostno mrežo kot izraz za množico zaščitnih ukrepov zvezne vlade, s pomočjo katerih želi slednja preprečiti množične

finančne stečaje in paniko. Mreža ima tri ravni delovanja. Na dveh ravneh ima glavno vlogo Fed, in sicer kot skrbnik finančnega sistema ter kot posojilodajalec v skrajni sili. Tretjo raven pa predstavlja Agencija za zavarovanje vlog (FDIC). Ta organizacija v primeru insolventnosti finančne ustanove poskrbi za zavarovanje vlog tako imenovanih malih vlagateljev.

3.5 Denarna politika Fed-a

Vse centralne banke imajo določen končni cilj, ki ga morajo doseči in vzdrževati. Takšen cilj je lahko npr. cenovna stabilnost. Za dosego končnega cilja centralna banka uporablja več instrumentov delovanja. Ti instrumenti na končni cilj delujejo le posredno, zato je običajno za dosego cilja potrebno daljše časovno obdobje (več kot eno leto). To za centralno banko predstavlja težavo, saj ne more neposredno vplivati na končni cilj. Zaradi tega centralna banka določi vmesne cilje (npr. rast denarnega agregata M3), ki pa imajo neposreden vpliv na končni cilj. Ker centralna banka tudi na vmesne cilje ne more neposredno vplivati z instrumenti delovanja, določi operativne cilje, ki reagirajo na spremembe v uporabi instrumentov delovanja. Uporaba vmesnih in operativnih ciljev centralni banki služi kot indikator pravilne smeri gibanja njene denarne politike, ki je usmerjena k doseganju končnega cilja. Vse odklone v smeri gibanja denarne politike centralna banka popravlja z uporabo instrumentov delovanja (Mishkin 2001, 458-459).

Pri vodenju denarne politike so pomembna pravila denarne politike. S tem se centralna banka izogne političnim pritiskom, ki so še posebej veliki v času volitev. Pri ocenjevanju zaželenosti določenega pravila so pomembne štiri značilnosti, in sicer učinkovitost, enostavnost, natančnost in odgovornost. Kljub temu tudi pravila, ki izpolnjujejo vse štiri značilnosti, lahko pripeljejo do težav (Hall in Mankiw 1993, 2-5).

3.5.1 Strategije

Glede na vmesni cilj, ki ga nosilci denarne politike uporabljajo, obstajajo štiri osnovne strategije denarne politike, in sicer:

- *Količina denarja kot vmesni cilj denarne politike*, pri čemer je zastavljeni vmesni cilj rast določenega denarnega agregata (M1, M2, M3)¹ v določenem obdobju. Določen mora biti tako, da je v skladu z definicijo cilja cenovne stabilnosti, ki ga postavi centralna banka. Določitev rasti denarnega agregata hitro signalizira trgom in javnosti stanje denarne politike in namene centralne banke glede inflacijske stopnje, kar lahko utrdi inflacijska pričakovanja in vodi do nižje dejanske inflacije (Jakše 2007, 42). Oblasti centralnih bank se o rasti določenega denarnega agregata odločajo tudi na osnovi predvidenega bodočega

¹ Denarni agregat M1= denar v obtoku, agregat M2 = M1 + druge bančne vloge, agregat M3 = M2 + devizne vloge.

povpraševanja po denarju. Če se povpraševanje po denarju spremeni, lahko pride do neželenih inflacijskih ali deflacijskih posledic (Jakše 1998, 7-8).

- *Inflacija kot vmesni cilj denarne politike* ima prednost predvsem v njeni preglednosti, vendar taka politika jasno zavezuje centralno banko k cenovni stabilnosti, saj se na začetku nekega obdobja določi ciljna stopnja inflacije. Prav tako je prednost te politike v tem, da so spremembe v obtočni hitrosti denarja nepomembne, saj ni pomembno stabilno razmerje med količino denarja in inflacijo (Jakše 2007, 43). Kljub številnim prednostim ima ta politika tudi slabosti. Ena izmed teh je, da inflacija ni kategorija, ki bi jo lahko denarne oblasti z lahkoto nadzirale, saj je odvisna od mnogih nedenarnih dejavnikov. Poleg tega so rezultati o doseženi inflacijski stopnji znani šele po določenem časovnem zamiku, zaradi česar ta denarna politika ni zmožna poslati javnosti in trgom takojšen signal o stanju denarne politike (Jakše 1998, 8).
- *Devizni tečaj kot vmesni cilj denarne politike* predstavlja vezavo domače valute na valuto večje države, ki ima kredibilno denarno politiko ter nizko inflacijo. Prednost te politike je, da lahko država A veže svojo valuto na stabilno valuto druge države B, ki ima nizko stopnjo inflacije. Stabilnost in kredibilnost države B se tako preneseta v državo A, kar v njej zniža inflacijska pričakovanja in posledično tudi stopnjo inflacije na raven tiste iz države B. Slabost te politike je predvsem dejstvo, da država, ki veže tečaj svoje valute na valuto druge države, hkrati tudi posredno veže višino svojih obrestnih mer na obrestne mere v drugi državi. To pomeni, da je določena tudi stopnja rasti denarja v obtoku, zato se država ne more denarno prilagajati denarnim šokom znotraj države. Hkrati pa se šoki, ki se pojavijo v sidrni državi, prenesejo v drugo državo. Če ima država veliko dolgov denominiranih v tujih valutah, lahko devalvacija domače valute vodi do neugodnih posledic, še zlasti v bilancah stanja bank in podjetij, kar lahko še poslabša finančno krizo (Jakše 1998, 7).
- *Nominalni dohodek kot vmesni cilj denarne politike* pomeni ciljanje nominalnega dohodka. To lahko označimo kot stopnjo rasti količine denarja v obtoku, ki se korigira s spremembami obtočne hitrosti denarja (Hall in Mankiw 1993, 48-62; Feldstein in Stock 1993, 112-115; Svensson, 1996, 75-81). Ta politika spada v tako imenovan razred elastičnih cenovnih ciljev, za katere je značilno, da sicer imajo določeno ciljno (želeno) raven cen, vendar pa lahko ta odstopa od referenčne vrednosti, do česar pride zaradi odstopanja stopnje zaposlenosti od ravnotežne vrednosti (Hall in Mankiw 1993, 5-11, 26).

Strategija denarne politike FOMC-a, ki se je razvila skozi daljše obdobje, uporablja kombinacijo tako inflacije kot količine denarja kot bližnjega cilja denarne politike, da doseže dva končna cilja. To sta cenovna stabilnost, ki sicer ni številčno definirana, in vzdržna stopnja rasti proizvoda, kar označuje stopnjo rasti agregatnega povpraševanja, ki je enaka potencialni stopnji rasti proizvoda. William Poole trdi, da bi FOMC moral sprejeti formalni inflacijski cilj kot številčno vrednost, ki bi jo ameriška centralna banka zasledovala, saj bi to znižalo tveganja posameznikov in podjetnikov, ko bi sprejemali dolgoročne odločitve. Prav tako naj

bi to omogočilo lažje doseganje drugih ciljev, tudi visoke stopnje zaposlenosti (Poole 2006a, 155-163).

Kljub dejstvu, da FOMC ni sprejel formalnega inflacijskega cilja, večina analitikov ameriške denarne politike v zadnjih letih meni, da je FOMC imel tako imenovan implicitni inflacijski cilj, ki pa ni bil javen. Šlo naj bi za določeno spodnjo in zgornjo mejo zaželenih dolgoročne inflacijske stopnje (Thornton 2006, 1).

3.5.2 Instrumenti

Instrumenti denarne politike so orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike, s katero ureja količino denarja v obtoku in s tem dosega svoje končne cilje denarne politike. Pri tem gre dejansko za nakupe in prodaje finančne aktive (Ribnikar 2003, 284).

V nadaljevanju so opisani klasični instrumenti Fed-a, ki jih lahko razvrstimo v tri skupine, in sicer:

- *Operacije na odprtem trgu* so najpomembnejši in najpogosteje uporabljen instrument denarne politike Fed-a. Vanje spadajo kupovanje in prodajanje ameriških državnih vrednostnih papirjev na odprtem trgu. Operacije odprtega trga omogočajo, da Fed vpliva na ponudbo bančnih rezerv v bančnem sistemu, s čimer vpliva na kratkoročne in dolgoročne obrestne mere ter dosego drugih ciljev monetarne politike (Board of Governors of the Fed 2011).
- *Politika diskontne stopnje* predstavlja določanje obrestne mere oziroma diskontne stopnje, po kateri si lahko poslovne banke in druge depozitne ustanove sposojajo denar pri federalni rezervni banki. Diskontna stopnja kot orodje za zagotavljanje likvidnosti v finančnem sistemu se od operacij na odprtem trgu razlikuje v dveh pomembnih vidikih. Prvič, operacije odprtega trga vplivajo na ponudbo kratkoročnih sredstev na celotnem trgu, posojila preko diskontne stopnje pa neposredno na posamezne institucije. Drugič, operacije na odprtem trgu se izvajajo s pomočjo državnih obveznic, medtem ko se posojila diskontne stopnje lahko vložijo zoper veliko širši obseg zavarovanj (Mishkin 2008).
- *Sprememba obveznih rezerv* pomeni določanje in spreminjanje zakonskega količnika obveznih rezerv od depozitov pri bankah in drugih finančnih ustanovah. Zakonske obvezne rezerve so pomemben del mehanizma, s katerim Fed nadzira ponudbo bančnega denarja. Za depozite s transakcijsko vrednostjo od 0 do 10,7 milijona USD se uporablja zakonski količnik 0 % transakcije. Za depozite v vrednosti od 10,7 do 58,8 milijona USD se uporabi stopnja obveznih rezerv v vrednosti 3 % transakcijske vrednosti. Za depozite, ki presegajo vrednost 58,8 milijona USD, znaša stopnja obveznih rezerv 10 % transakcijske vrednosti (Board of Governors of the Fed 2011).

3.5.3 Glavni cilji

Cenovna stabilnost ni bila nikdar edini cilj Fed-a, ki je zapisan v zakonih, s katerimi je določeno delovanje ameriške centralne banke. Še več, v preambuli Zakona o Fed-u iz leta 1913 cenovna stabilnost sploh ni omenjena (Jakše 2007, 24).

Po letu 1970 sta se pojavila prenizko agregatno povpraševanje in inflacija, zato je kongres leta 1978 sprejel Zakon o polni zaposlenosti in uravnoteženi rasti. Zakon je kot nacionalne ekonomske cilje med ostalim definiral maksimalno zaposlenost in proizvodnjo, naraščajoč realni dohodek ter razumno cenovno stabilnost. Poleg tega se je kot pomemben cilj definiralo tudi stabilne obrestne mere (Apel 2003, 31-32).

Alan Greenspan, predsednik Odbora guvernerjev med leti 1987 in 2006, je predlagal opredelitev cenovne stabilnosti kot okolja, v katerem je inflacija v daljšem obdobju tako nizka in stabilna, da ne vstopa v odločitve gospodinjestev in podjetij (Orphanides 2006, 3). Tudi stabilnost obrestnih mer je zaželeno, saj nihanja obrestnih mer prav tako ustvarijo negotovost v gospodarstvu in otežijo načrtovanje prihodnosti tako potrošnikov kot podjetij. Zaželeno je namreč stabilno okolje za varčevanje in za investiranje (Hubbard 1997, 528).

Centralna banka si običajno prizadeva omejiti gibanje obrestnih mer navzgor, saj le-to lahko privede do zaustavljanja gospodarske rasti in do recesije. Pomemben cilj centralne banke je tudi doseganje stabilnosti finančnih trgov, saj je v primeru finančne krize zmanjšana možnost finančnih trgov, da usmerijo finančna sredstva k ljudem s produktivnimi investicijskimi možnostmi, kar povzroči ostro krčenje gospodarske aktivnosti. Temeljni razlog za ustanovitev Fed-a je bil namreč ravno v zagotavljanju finančne stabilnosti po bančni krizi leta 1907.

Z vse pomembnejšo vlogo mednarodne trgovine v ameriškem gospodarstvu je eden od ključnih ciljev postal tudi stabilen trg deviz, saj npr. naraščanje vrednosti dolarja povzroči manjšo konkurenčnost ameriških panog v tujini, padec vrednosti dolarja pa spodbuja inflacijo v ZDA. Najpomembnejša med vsemi cilji pa sta končna cilja cenovne stabilnosti in vzdržne stopnje rasti proizvoda (Jakše 2007, 25-26).

3.5.4 Neodvisnost, transparentnost in odgovornost

Neodvisnost centralne banke ima tri vidike, in sicer:

- *Institucionalna neodvisnost* od izvršilne veje ameriške vlade je bila formalno dana Fed-u, ko sta bila finančni minister in nadzornik valute izločena iz FOMC-ja. Kljub temu Fed ni institucionalno neodvisen od zakonodajne veje ameriške vlade, saj ameriška ustava pooblašča kongres ZDA, da določa vrednost in količino denarja (Apel 2003, 40). Apel (prav tam) meni, da čeprav kongres obravnava Fed kot neodvisno agencijo vlade ZDA in ji zatorej ne daje navodil, pa določa in omejuje avtonomijo Fed-a, saj je po določilih ustave obdržal možnost, da daje navodila Fed-u preko zakonov, ki jih sprejme.

- *Operativno neodvisnost* je Fed pridobil, da lahko izbira in postavlja bližnje cilje za instrumente delovanja denarne politike. Lahko se vključi v operacije na odprtem trgu, lahko določi diskontno stopnjo in lahko cilja na obrestno mero federalnih rezerv oz. FFR. S sprejetjem DIDMCA leta 1980 je Odbor guvernerjev pridobil pravico, da se odloči, ali se obvezne rezerve uvedejo pri vseh depozitnih institucijah in da določi in spreminja stopnjo obveznih rezerv (Jakše 2007, 27-28).
- *Osebnost neodvisnost* predstavlja dejstvo, da lahko člane Odbora guvernerjev v Fed-u odstavi samo kongres, ne pa ameriški predsednik, ki jih imenuje. Predsednike federalnih rezervnih bank lahko odstavi Odbor direktorjev, razloge pa pisno predstavi Odboru guvernerjev (Apel 2003, 54-55).

Jakše (2007, 31) meni, da mora biti v demokratični ureditvi centralna banka, tako kot ostale vladne institucije, odgovorna ljudstvu, in sicer neposredno ali pa posredno preko predstavnikov. Odgovornost centralne banke se lahko meri le na osnovi ciljev, ki so le-tej postavljeni. Odbor guvernerjev Fed-a je posredno odgovoren ljudstvu preko kongresa, ki ga je ljudstvo izvolilo.

Denarna politika ZDA se vodi transparentno, zato se od maja 1999 vsaka napoved FOMC-ja glede preferenc denarne politike, ki se bo izvajala v obdobju med sestanki, objavi takoj po vsakem sestanku v sporočilu za javnost, ne glede na dejstvo, ali se je komite odločil za spremembo denarne politike (Poole 2006b, 9).

4 ZADNJA GLOBALNA FINANČNA KRIZA IN UKREPI FED-A

Konsenza glede enotne definicije finančne krize ni, saj si pod izrazom finančna kriza različni avtorji predstavljajo različne pojave. Značilni elementi finančne krize so lahko kopičenje ekonomskih neravnotežij, vključno s precenjenimi vrednostmi premoženja, izguba zaupanja v domačo valuto in/ali v domač bančni sistem, dodatno pa jo lahko pospeši tudi prekinjen dostop domačih ekonomskih subjektov do tujih virov financiranja. Skratka, finančna kriza vključuje velike padce vrednosti premoženja in propade številnih finančnih in nefinančnih poslovnih subjektov (Mrak 2002, 573).

Finančne krize se v praksi delijo glede na del finančnega trga, ki ga najbolj prizadenejo. Tukaj gre omeniti, da prihaja tudi do tako imenovanih sistemskih kriz¹, ki so posledica dveh ali v nekaterih primerih celo vseh treh vrst finančnih kriz. Po Mraku (2002, 574) tako poznamo naslednje vrste finančnih kriz:

- *Valutna kriza* je špekulativni napad na valuto, kar povzroči njeno devalvacijo oz. depreciacijo ali pa državo prisili, da brani stabilnost deviznega tečaja s financiranjem iz državnih rezerv in/ali s povišanjem obrestne mere.
- *Do bančne krize* pride, ko dejanski ali potencialni navali na banke in/ali njihova nesposobnost rednega obnavljanja finančnih virov povzročijo nezmožnost teh subjektov za poravnavanje svojih obveznosti ali pa intervencijo države v obliki finančne pomoči bankam, s katero se želi preprečiti njihova nelikvidnost in nesolventnost. Bančna kriza zajame večje število bank, razvije pa se lahko v krizo celotnega bančnega sektorja, v katero so poleg bank vključeni zlasti trgi vrednostnih papirjev.
- *Dolžniška ali fiskalna kriza* nastopi, ko država ni več sposobna obnavljati starih kreditov in/ali zagotavljati svežih sredstev, zaradi česar je prisiljena ali v razglasitev moratorija na odplačevanje kreditov tujini ali pa v koordinirano reševanje težave s tujimi upniki v obliki prestrukturiranja dolžniških obveznosti.

Stabilnost finančnih trgov je tesno povezana z zaupanjem. Tukaj gre za zaupanje vlagateljev v izdajatelje vrednostnih papirjev in njihovo sposobnost izpolnjevanja dogovorov o plačilu. Če torej pride do nezaupanja na relaciji vlagatelj-izdajatelj se to odraža kot znižanje cen in znižanje likvidnosti vrednostnih papirjev izdajateljev. To lahko privede do množičnega nezaupanja, ki v končni fazi povzroči finančno krizo. Leta 2007 smo bili priča nastanku takšnega scenarija, ki je privedel do, še danes trajajoče, globalne finančne krize. Ta je glede na obseg in pomembnost posledic, ki jih je imela na svetovni finančni sektor in celotno svetovno gospodarstvo, največja po zlomu ameriške borze leta 1929.

¹ Za sistemsko krizo je značilno, da močni pretresi na finančnih trgih povzročijo velik negativen učinek na realno ekonomijo (International Monetary Fund 1998, 75).

4.1 Denarna politika Fed-a v obdobju od leta 2000 do leta 2008 in nastanek krize

Strategija denarne politike Fed-a pri določanju ključnih obrestnih mer¹ se v zadnjem času odziva na signale, povezane s pričakovanim bodočim gibanjem proizvodne vrzeli in cen, manj pa na signale gibanja denarnih agregatov (Apel 2003, 135-136).

Od leta 2000 do leta 2008 je Fed napravil tri velike premike obrestnih mer. Maja 2000 je bila ključna obrestna mera 6,50 %. Temu je sledil pok tako imenovanega tehnološkega balona². Tehnološki indeks NASDAQ³ je v dveh letih in pol padel za 80 % glede na raven pred krizo. V tem času je prišlo tudi do ohlajanja gospodarstva. Ker je imel pok tehnološkega balona negativne posledice na gospodarsko rast ZDA, je Fed skozi celotno leto 2001 vztrajno nižal ključno obrestno mero, in sicer s 6,00 % v januarju na 1,75 % v decembru. S tem je hotel Fed vzpodbuditi povpraševanje.

Fed je nadaljeval z drastičnim nižanjem obrestne mere vse do ravni 1,00 % v juniju 2003, na tej ravni pa je bila nato ključna obrestna mera določena še celo leto. Obrestna mera v višini enega odstotka je predstavljala najnižjo stopnjo v zadnjih štiridesetih letih. Larson (2007, 18) meni, da je to le eden izmed ukrepov, s katerim je ameriška vlada želela vzpodbuditi gospodarstvo, kar pa je imelo nezaželjene stranske učinke. Eden izmed najpomembnejših je po Larsonovem mnenju ta, da se je spremenilo obnašanje potrošnikov, ki so zaradi nizkih obrestnih mer najemali poceni hipotekarna posojila. Iz tega se je razvil tako imenovan nepremičninski balon, ki je počil leta 2007 in s tem sprožil globalno finančno krizo.

Dogodki, ki so pripeljali do trenutne globalne finančne krize torej segajo v leto 2000, in sicer v čas, ko je počil zgoraj omenjeni tehnološki balon. Leto dni kasneje so bile ZDA priča še terorističnemu napadu na Svetovni trgovinski center. Posledice, ki jih je imel teroristični napad na ZDA in ostali svet, so večplastne in daljnosežne. Makinen (2002, 1) v svoji raziskavi ugotavlja, da napad kljub splošnemu prepričanju ni povzročil recesije v ZDA, kvečjemu le kratkoročni padec povpraševanja. V času napada je bilo gospodarstvo ZDA že v recesiji, saj je beležilo že tretji zaporedni kvartalni padec BDP, nato pa je v zadnjem četrletju prišlo do gospodarske rasti. Makinen meni, da je pri tem šlo za zapozneli odziv trga na spremembo denarne politike Fed-a.

¹ Ključna obrestna mera (Federal Funds Rate oz. FFR) je obrestna mera za medbančno sposojanje rezerv čez noč in je najpomembnejša obrestna mera Fed-a, ki jo slednji uravnava preko operacij na odprtem trgu.

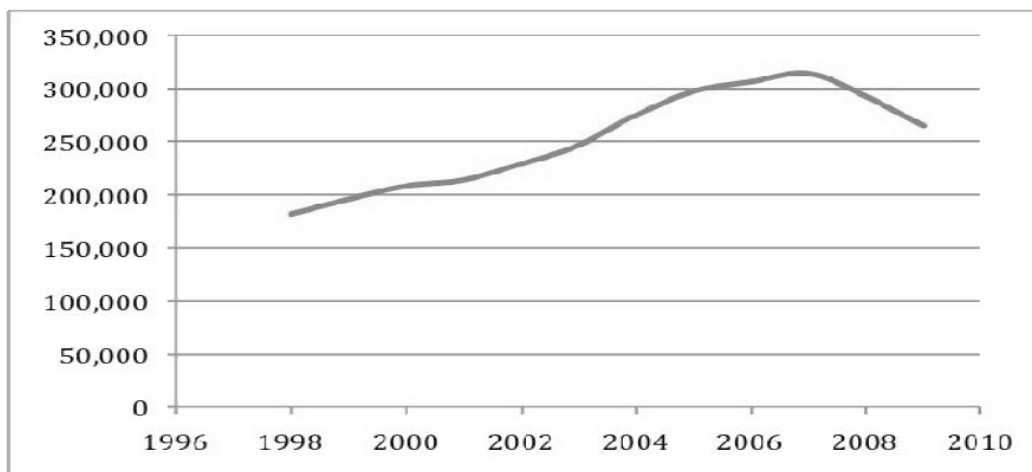
² V poznih 90-ih letih prejšnjega stoletja so borzni špekulanti v velikem obsegu trgovali z vrednostnimi papirji tehnološko usmerjenih družb, kar je povzročilo visok porast cen teh vrednostnih papirjev, ki so neutemeljeno obljubljali visoke donose. Tehnološki balon je torej izraz, ki označuje obdobje visokega povpraševanja in rasti cen omenjenih vrednostnih papirjev.

³ NASDAQ Composite je borzni indeks, ki v ZDA izraža cene ameriških in tudi tujih delnic tehnoloških in rastočih podjetij.

Gospodarstvo ZDA si je torej po poku tehnološkega balona opomoglo, vendar pa je to pripeljalo do druge težave. Ker je bilo denarja na trgu preveč, je začelo prihajati do inflacijskih pritiskov. Fed se je odzval z dvigom obrestne mere iz 1,00 % na 5,25 % v avgustu 2006. Na tej ravni je ključna obrestna mera ostala približno eno leto, dokler ni počil drugi cenovni balon, ki se je napihnil na nepremičninskem trgu, ter sprožil globalno finančno krizo (Kruc 2009, 33-34).

4.2 Nepremičninski balon (1997-2007)

V obdobju od leta 1997 do marca 2007 so cene nepremičnin v ZDA nenehno rasle, kar je povzročilo nepremičninski cenovni balon. Mah-Hui Lim (2008) meni, da so izjemno nizke obrestne mere vzpodbudile gradnjo in kupovanje nepremičnin ter s tem povišale njihovo vrednost. Po njegovem mnenju je ekspanzivna denarna politika z nizkimi obrestnimi merami povečala dotok tujega kapitala in prekomerno potrošnjo v ZDA. Pri tem je imela pomembno vlogo potrošnja na trgu nepremičnin kot gonilo gospodarske rasti. Prišlo je torej do nepremičninskega balona. Na sliki 1 je prikazano gibanje povprečnih cen družinskih hiš v ZDA.



Slika 1: Povprečna cena družinskih hiš v ZDA med 1997 in 2009

Vir: U.S. Census Bureau 2011.

Z nepremičninskim trgom je tesno povezan trg nepremičninskih posojil, ki je v ZDA sestavljen iz primarnega in sekundarnega trga nepremičninskih posojil. Celotni primarni trg se deli na dva segmenta glede na kakovost posojila, in sicer na prvorazredni in neprvorazredni trg nepremičninski posojil. Trg drugorazrednih nepremičninskih posojil je del neprvorazrednega trga in je v letu 2005 ustvaril 20 % vseh nepremičninskih posojil v vrednosti 625 milijard USD oz. 5 % BDP (Schumer in Maloney 2007). Za drugorazredna posojila sta značilna manjša kreditna sposobnost in visoko razmerje med dolgom in

dohodkom kreditojemalca, kar poveča verjetnost zamude ali celo neplačila posojila. To je tudi privedlo do težav na nepremičninskem trgu (Crouhy, Turnbull in Jarrow 2008, 6-7).

Na sekundarnem trgu nepremičninskih posojil v ZDA se trguje z zgoraj omenjenimi drugorazrednimi posojili. Skozi proces listinjenja¹ se ta nelikvidna hipotekarna posojila preoblikujejo v prenosne in likvidne dolžniške vrednostne papirje², ki so naprodaj finančnim vlagateljem. Takšne hipotekarne finančne instrumente so izdajala ameriška državno sponzorirana podjetja³ in zasebne finančne ustanove (investicijske in hipotekarne banke ter hranilnice).

Ko leta 2007 večje število drugorazrednih posojilojemalcev, ki niso bili zadostno kreditno sposobni, ni bilo več sposobnih odplačevati anuitet posojil, je prišlo do težav. Hipotekarne obveznice (MBS in CDO), ki so bile izpeljane iz drugorazrednih hipotekarnih stanovanjskih posojil namreč niso bile več zadostno servisirane in niso vračale obljubljenega. Imetniki (banke in hranilnice) teh obveznic niso vedeli kakšna tveganja vsebujejo, zato so jih začeli hitro prodajati, kar jim je dodatno znižalo ceno, saj jih nihče ni želel kupovati. To je bankam in ostalim finančnim ustanovam povzročilo številne težave. Zagotavljanje likvidnosti je predstavljalo eno izmed osrednjih težav. Banke so bile namreč primorane iskati dodatne vire financiranja na denarnem trgu, kjer pa jih zaradi nezaupanja ni bilo mogoče pridobiti oz. je bila cena teh virov izredno visoka. Ker si banke zaradi nezaupanja niso bile pripravljene med seboj posojati denarja, je prišlo do likvidnostnega krča. Ta je ogrozil celoten bančni in finančni sistem, ne le v posameznih državah, temveč po celem svetu. Da bi preprečile kolaps svetovnega finančnega sistema so posredovale centralne banke, ki so za dodatno likvidnost poskrbele z denarjem iz primarne emisije (Štiblar 2008).

¹ Listinjenje je tehnika, ki jo uporabljajo finančne ustanove, da na osnovi danih in še neodplačanih posojil izdajo finančne instrumente. Na ta način se znebijo dolgoročnih in nelikvidnih posojil ali drugega finančnega premoženja ter zmanjšajo izpostavljenost tveganju (Fabozzi 2001, 6). Tukaj gre za kreditno tveganje.

² Gre za hipotekarne obveznice (mortgage-backed security - MBS) in zadolžnice, zavarovane z dolgom (Collateralized debt obligation - CDO).

³ Ginnie Mae, Fannie Mae in Freddie Mac so agencije, ki kupujejo hipotekarna posojila na sekundarnem trgu, dodajo provizijo za garancijo, posojila združujejo v 'bazene' posojil in jih v obliki hipotekarnih obveznic prodajo investitorjem. Glavna vloga je v stalni zagotovitvi ustrezne količine denarja za nakupe novih domov (Krulc 2009, 4).

4.3 Deregulacija finančnega sistema ZDA in delovanje regulatorjev finančnega sistema ZDA

Obdobje deregulacije¹ finančnega sistema ZDA se je začelo že v času Nixonove administracije, nadaljevalo pa med Reaganovo, obema Bushevima, Clintonovo administracijo (pod katero je prenehal veljati Glass-Steagall-ov zakon) pa vse do leta 2006, ko je Fed prenehal voditi Alan Greenspan². Naj omenim le nekaj zakonov, ki so bili sprejeti v času med 1980 in 2004 in so pomembneje vplivali na deregulacijo finančnega trga ZDA:

- 1980: Zakon o deregulaciji depozitnih ustanov in denarnem nadzoru (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 - DIDMCA),
- 1982: Garn-St. Germain zakon o depozitnih ustanovah (Garn-St. Germain Depository Institutions Act),
- 1999: Zakon o modernizaciji finančnih storitev iz leta 1999 oz Gramm-Leach-Bliley-ev zakon (Financial Services Modernization Act of 1999 – Gramm-Leach-Bliley Act),
- 2000: Zakon o modernizaciji surovinskih terminskih pogodb³ iz leta 2000 (Commodity Futures Modernization Act of 2000) in
- 2004: Komisija za nadzor vrednostnih papirjev (Securities and Exchange Commission – SEC) sprosti kapitalske zahteve petim največjim investicijskim bankam (Labaton 2008).

Štiblar (2008, 104-105) pojasnjuje deregulacijo kot rezultat svetovnega intelektualnega vala, ki je v zadnjih tridesetih letih deloval v korist "svobodnega trga" in proti regulaciji države. Po njegovem mnenju se je takšna miselnost začela leta 1971 z odpravo zlatega standarda, zaradi česar se je bilo potrebno zavarovati pred spremembami valutnih tečajev. To pa je privedlo do nastanka določenih vrst izvedenih finančnih instrumentov.

Štiblar izpostavi zgoraj opisane zakone iz leta 2000 in 2004. Po njegovem mnenju je še posebej zaskrbljujoč ukrep iz leta 2004, s katerim je bilo pet največjih ameriških investicijskih bank v tistem času (Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch in Morgan Stanley) izvzetih iz pravil o solventnosti, kar jim je omogočalo prevzemanje tveganj, ki so bila povsem v nesorazmerju z vrednostjo njihovega kapitala. Kot primer Štiblar navaja

¹ Izraz deregulacija pomeni zmanjševanje državnega nadzora nad poslovanjem družb. Gre za odstranjevanje in poenostavljanje državnih pravil ter predpisov, obenem pa za nagibanje k miselnosti prostega trga. Deregulacija ne pomeni enako kot liberalizacija, saj gre pri liberalizaciji za manj pravil, kjer pa je državna regulacija nad trgom še vedno ohranjena v prid tržnim subjektom. Miselnost prostega trga je dobila na moči v 70-ih letih prejšnjega stoletja. Najglasnejši in verjetno najbolj goreč zagovornik je bil ekonomist Milton Friedman, pripadnik tako imenovane čikaške šole.

² Alan Greenspan je bil predsednik Odbora guvernerjev Fed-a med leti 1987-2006. V tem času je bil zagovornik deregulacije, zaradi česar mu mnogi strokovnjaki pripisujejo veliko krivdo za nastanek in pok tehnološkega, nepremičninskega in kreditnega balona.

³ Standardizirana terminska (Futures) pogodba je pogodba za nakup ali prodajo določene surovine ali določenega finančnega instrumenta po vnaprej določeni ceni na določeni datum v prihodnosti.

banko Bear Sterns, ki je imela na 1 dolar premoženja kar 33¹ dolarjev dolga in je bila kasneje ob pomoči Fed-a tudi prodana.

Kot že omenjeno je bil Glass-Steagall-ov zakon sprejet kot odgovor na špekulativno obnašanje bank in je določal, da so morale komercialne banke ločiti posle investicijskega bančništva od komercialnih poslov, saj je to povzročalo njihovo nestabilnost. Podatek, ki prikazuje, da si je bančna industrija ZDA prizadevala za odpravo omenjenega zakona že v 80-ih letih prejšnjega stoletja, je razviden iz poročila, ki ga je leta 1987 Kongresni raziskovalni urad (Congressional Research Service - CRS) pripravil na temo o razlogih za in proti ohranitvi Glass-Steagall-ovega zakona. Nekaj razlogov proti ohranitvi omenja Jackson (1987, 3-4), in sicer:

- depozitarne finančne ustanove bodo lahko delovale na "nereguliranih" finančnih trgih, na katerih razlike med posojili, vrednostnimi papirji in depoziti niso jasno začrtane. Razlog je v tem, da depozitarne finančne ustanove izgubljajo tržni delež v primerjavi s podjetji, ki trgujejo samo z vrednostnimi papirji in niso tako strogo regulirani,
- posli z vrednostnimi papirji, ki bi jih depozitarne finančne ustanove želele opravljati, so po svoji naravi nizko tvegani in bi zaradi tega v celoti znižali izpostavljenost tveganju s pomočjo diverzifikacije² in
- v večini sveta depozitarne finančne ustanove uspešno vzporedno opravljajo osnovne bančne posle in investicijske posle. Zaradi tega se lahko pri oblikovanju finančne strukture in regulacije ZDA uporabijo njihove izkušnje.

Iz zgoraj omenjenega je razvidno, da sta Fed-ova denarna politika ter vztrajno prizadevanje bančne industrije ZDA za deregulacijo finančnih trgov odigrala ključno vlogo pri nastanku finančne krize. Kljub vsemu so nekateri strokovnjaki prihajajočo finančno krizo predvideli in tudi poskušali preprečiti. Meyer (2009, 136-137) navaja primer dveh takšnih državnih regulatorjev. Prva je bila Brooksley Borne, direktorica manjšega regulacijskega urada (Commodity Futures Trading Commission), ki je imela velike pomisleke glede nastajajočih izvedenih finančnih instrumentov, na kar je sedemnajstkrat opozorila ameriški kongres. Borneva se je povezala tudi s takratnim predsednikom Fed-a Alanom Greenspanom, takratnim finančnim ministrom Robertom Rubinom in njegovim namestnikom Larryjem

¹ Finančni vzvod je razmerje med dolgom in kapitalom in izvira iz finančnega posredništva banke; delež kapitala v bilančni vsoti bank je nizek, kar povzroči, da ima kakršnakoli izguba velik učinek na sposobnost preživetja banke (Hanžel 2001, 30). Mednarodni sporazum Basel II, ki so ga ustanovili guvernerji centralnih bank držav članic G-10 določa količnik kapitalске ustreznosti pri 8 %.

² Diverzifikacija oz. razpršitev, je tehnika, ki zmanjša tveganost portfelja naložb. Investitorji svoj naložbeni portfelj oblikujejo na osnovi različnih investicijskih instrumentov (delnice, obveznice, surovine, kovine, nepremičnine, itd.). Npr: če imamo portfelj, ki je sestavljen samo iz delnic, je pametno, da je sestavljen iz delnic različnih držav, saj izgubo, ki lahko nastane zaradi slabih gospodarskih razmer v eni državi nadomestimo s potencialnim donosom delnic druge države, kjer so lahko gospodarski pogoji ugodni. Seveda je takšno razmišljanje zgolj hipotetično in služi samo kot ponazoritev.

Summersom, vendar je nihče od takratne Clintonove administracije ni hotel poslušati. Nasprotno, ameriški kongres je leto in pol kasneje odpravil prav vsako državno regulacijo na trgu izvedenih finančnih instrumentov¹ (IFI). Drugi, ki je opozarjal, da bi morala finančne kredite regulirati država, je bil profesor ekonomije Edward Gramlich.

Julija 2005 je, takrat še kot predsednik Sveta za gospodarsko ravnanje (Council of Economic Advisors), Ben Bernanke v intervjuju za televizijsko hišo CNBC dejal, da ne vidi velike verjetnosti za padec cen nepremičnin v ZDA. Po njegovem naj bi se cene "le" stabilizirale. Čeprav je bilo že takrat zaznati špekulativno obnašanje preprodajalcev nepremičnin, je bil Bernanke prepričan, da bodo bančni regulatorji budno spremljali kakovost² nepremičninskih bančnih posojil ter da bodo ti isti regulatorji poskrbeli za pravilno izvajanje javnih ponudb z zavezo odkupa vrednostnih papirjev oz. underwriting poslov³. Intervju je Bernanke končal z mislijo, da je nepremičninska težava le omejene narave in da v prihodnosti po njegovem mnenju ne bo imel širših posledic na državno gospodarstvo. Le šest mesecev pozneje je Ben Bernanke prevzel vodenje Fed-a od Alana Greenspana. Kot vodja Fed-a je prej omenjeno nepremičninsko težavo sedaj imenoval nepremičninski popravek in to navkljub vsem prejšnjim opozorilom strokovnjakov. Ne nazadnje je decembra 2006 imel izumitelj IFI-jev Lewis Ranieri govor, v katerem je dejal, da so finančne ustanove prodajale IFI-je javnosti in tudi tujim investitorjem, ki niso vedeli, na kaj morajo paziti. Ker je bil ta govor javno objavljen, so bili s tem opozorjeni revizorji in vsi na Wall Streetu, da so finančni trgi v potencialni nevarnosti.

Leta 2007 je Bernanke menil, da je likvidnost⁴ trgov zadostna, strahove ljudi o že nastajajoči "nepremičninski krizi" pa pomiril z izjavo, da "zadevo" spremljajo in da težave na drugorazrednih nepremičninskih trgih nimajo vpliva na zdrave prvorazredne nepremičninske trge. Julija istega leta pa je dejal, da je prodaja novih nepremičnin medla in da bo takšna še v prihodnje, deloma zaradi "zaostrenih pogojev kreditiranja" in višjih obrestnih mer. Kljub vsem zagotovilom vodje Fed-a je kmalu za tem prišlo do največje svetovne finančne krize po finančni krizi iz leta 1929.

¹ Izvedeni finančni instrument (finančni derivativi) je pogodbeno obljuba o prenosu lastništva določenega sredstva na nek datum v prihodnosti, po določeni ceni in na dogovorjen način. Vrednost derivatov vedno temelji na vrednosti nekega drugega osnovnega instrumenta. Osnova za derivate je lahko skoraj vsako sredstvo, npr: delnice, obveznice, obrestne mere, itd. (Kolb in Overdahl 2007, 2).

² Pri določanju kakovosti posojila se uporabljajo različna merila, na osnovi katerih se določi kreditna tveganost posojiljemalca, ki odraža ali bo ta v prihodnosti zmožen odplačevati obveznosti iz naslova hipoteke. Tu gre za tako imenovano prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila in ne-prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila.

³ Izraz "underwriter" in "underwriting" v bančni terminologiji pomeni, da banka odkupi izdajo vrednostnih papirjev od izdajatelja z namenom nadaljnje prodaje.

⁴ Gre za zmožnost, da lahko na trgu prodamo določeno sredstvo, ki ga ne potrebujemo in obratno, da lahko kupimo sredstvo, ki ga potrebujemo. Likvidnost trga je povezana s povpraševanjem na eni strani in ponudbo na drugi. Iz tega izhaja, da je likviden trg tisti, ki omogoča uresničitev namer po prodaji in nakupu sredstev (denar, blago, vrednostni papirji, itd.).

Iz vsega zgoraj napisanega torej sklepam, da je Fed odigral ključno vlogo pri nastanku globalne finančne krize, ki je izbruhnila v ZDA leta 2007. To menim predvsem zaradi naslednjih dejstev:

- Fed je zadolžen za vodenje denarne politike ZDA, o čemer poroča tudi kongresu ZDA, ki med ostalim na osnovi Fed-ovih in FOMC-jevih priporočil sprejema zakone na obravnavanem področju,
- kljub opozorilom strokovnjakov se je Fed med leti 1971 in 2007 odločil za vodenje takšne denarne politike, ki je omogočila pogoje za nastanek finančne krize,
- Fed je pod vodstvom Alana Greenspana dereguliral finančne trge in s tem omogočil hiter razvoj senčnega bančništva oz. paralelni finančni sistem. Tega sestavljajo finančne ustanove kot so investicijske banke, hedge skladi (hedge fund)¹ in denarni trgi (money market)². Obseg senčnega bančništva se je z odpravo Glass-Steagall-ovega zakona v letu 1999 in s sprejetjem Gramm-Leach-Bliley-evega zakona izjemno povečal,
- Fed je kot najvidnejši član zvezne finančne varnostne mreže deloval preveč pasivno in
- Fed je z večkratnim drastičnim nižanjem obrestne mere, omogočal napihovanje različnih balonov.

Kljub temu, da je po mojem mnenju Fed v veliki meri odgovoren za nastanek globalne finančne krize, je vseeno potrebno omeniti ukrepe, ki jih je sprejel pri blaženju posledic globalne finančne krize. V nadaljevanju zato predstavljam odzive in ukrepe Fed-a.

4.4 Ukrepi Fed-a in Dodd-Frankov zakon

Pri spopadanju s finančno krizo je Fed uporabil tako standardne kot nestandardne mehanizme denarne politike, kar je opisano v nadaljevanju.

Prvi odziv Fed-a na poglobljajočo se krizo, se je zgodil sredi leta 2007, in sicer z uporabo standardnega mehanizma denarne politike (znižanje ključne obrestne mere oz. FFR). Fed je do konca leta 2007 znižal FFR s 5,25 % na 4,25 %. Zaradi zmanjšane gospodarske rasti je Fed v letu 2008 nadaljeval z nižanjem FFR, tako da je aprila znašala že 2,00 %. Do konca leta je Fed FFR znižal še trikrat, in sicer na trenutno raven, ki je med 0,00 % in 0,25 %. S tem je Fed praktično izčrpal svoj standardni mehanizem denarne politike (zniževanje FFR).

¹ Hedge sklad je investicijski sklad, ki nalaga del denarja v delnice, del pa na terminske trge. Ukvarja se predvsem z načini investiranja, ki se jih ostali splošni skladi ne poslužujejo. Če borza raste, imajo ti skladi običajno nižje donose v primerjavi z delniškimi skladi. Smisel teh skladov je najpogosteje omejitev izgub, ko borza pada (KD Group 2011).

² Denarni trg je pojem, ki označuje tržno mesto, kjer različni udeleženci lahko posojajo in si izposojajo denar za določena kratkoročna časovna razdobja. Denarni trg je pravzaprav segment finančnega trga, ki ga tvorijo institucije, finančni instrumenti in vsi posli, pri katerih gre za prenos finančnih sredstev na kratek rok (od 7 dni do 13 mesecev). Poleg kratkoročnosti sta za denarni trg značilni visoka likvidnost in nizko tveganje instrumentov (Finančni slovar 2011).

Pri spopadanju s krizo je Fed uporabil tudi nestandardne mehanizme denarne politike, ki pri svoji implementaciji vplivajo na bilance ameriškega gospodarstva. Gorše (2009, 20) te ukrepe razdeli v tri skupine ukrepov oz. instrumentov, ki neposredno vplivajo na kreditne trge in posledično na gospodarstvo, in sicer:

- *Prva skupina* je tesno povezana s tradicionalno vlogo Fed-a kot posojilodajalca v skrajni sili in zajema posle, ki zdrave finančne institucije oskrbujejo s kratkoročnimi likvidnimi sredstvi (Gorše 2009, 20). Primeri takšnih ukrepov oz. instrumentov so posojila Term Auction Facility¹ oz. TAF, ki preko avkcijskih prodaj depozitnim ustanovam nudijo potrebna likvidnostna sredstva, in Term Securities Lending Facilities² oz. TSLF, ki od leta 2008 omogočajo večjo likvidnost in s tem tudi boljše delovanje finančnih trgov. Prav tako Fed likvidnostna sredstva omogoča tudi podjetjem, in sicer posredno preko Primary Dealer Credit Facility³ oz. PDCF (Bernanke 2009).
- *Druga skupina* ukrepov zajema neposredno oskrbo likvidnih sredstev investitorjem in posojilodajalcem na ključnih kreditnih trgih. Ukrepi med drugim omogočajo nakupe komercialnih zapisov z visoko bonitetno oceno in s trimesečno zapadlostjo ter zagotavljajo rezervna likvidnostna sredstva za denarni trg vzajemnih skladov. Eden takšnih ukrepov je program Asset-backed commercial paper⁴ oz. ABCP (Bernanke 2009). Program ABCP je prenehal delovati februarja 2010.
- *Tretja skupina* vsebuje nakupe dolgoročnih vrednostnih papirjev, s katerimi Fed povečuje svoje premoženje. Zgleden primer je objava odkupa dolga v vrednosti 100 milijard USD, ki ga je pridelala vlada s podporo podjetništvu (Government Sponsored Enterprise – GSE). Temu sledi odkup vrednostnih papirjev s hipotekarnim jamstvom do vrednosti 500 milijard USD. Posledica teh ukrepov so manjše hipotekarne obrestne mere, kar bo po pričakovanjih nudilo podporo sektorju nepremičnin (Bernanke 2009). V začetku leta 2009 je FOMC povišal vrednost odkupov na vrtoglavih 1,25 bilijona USD, odkupi pa so se končali marca 2010. Hancock in Passmore (2011, 36) v svoji publikaciji s pomočjo empirične analize prideta do zaključka, da je program imel zelene učinke na področju hipotekarnih obrestnih mer.

¹ TAF je posojilo, ki omogoča depozitni ustanovi, da vzame predujem sredstev pri lokalni Zvezni rezervni banki, in sicer po taki obrestni, ki je bila določena kot rezultat na avkciji. Zadnji TAF je bil izveden v marcu 2010 (Board of Governors of the Fed 2011).

² TSLF je posojilo Fed-a, ki ga je mogoče zavarovati z manj likvidnimi sredstvi splošnega kolaterala Zakladnice in ki spodbuja likvidnost ameriške Zakladnice ter drugih trgov zavarovanja ter tako pospešuje delovanje finančnih trgov. Program TSLF je prenehal delovati februarja 2010 (Board of Governors of the Fed 2011).

³ PDCF je posojilo čez noč, ki zagotavlja sredstva za primarne trgovce, v zameno za določeno vrsto zavarovanja, ki izpolnjujejo pogoje. Namen posojila je spodbujanje finančnih trgov na splošno. PDCF je prenehal delovati februarja 2010 (Board of Governors of the Fed 2011).

⁴ ABCP so kratkoročni dolžniški vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami, zaradi česar imajo običajno visoko bonitetno oceno (Evroterm 2011).

Zgoraj so omenjeni samo nekateri ukrepi, ki jih je Fed uporabil pri spopadanju z globalno finančno krizo. Poleg zgoraj omenjenih ukrepov, ki so v letu 2010 pomagali pri okrevanju ameriškega gospodarstva, je ameriški kongres 21. julija 2010 sprejel Dodd-Frankov zakon o reformi Wall Streeta in zaščiti potrošnikov (the Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act).

Gre za pravni ukrep ameriškega kongresa, ki bi moral odpraviti nepravilnosti in slabosti finančne regulacije v ZDA. Prav tako bi moral omogočiti boljše pravno podlago za prihodnje delovanje regulatorjev finančnega sistema ZDA in tudi boljše delovanje samih finančnih ustanov v ZDA. Spremembe, ki jih prinaša zakon predstavljam v nadaljevanju.

Sam zakon je rezultat finančne regulatorne reforme. Povzetek Zakona (111th Congress of the United States of America 2010) navaja, da Zakon spreminja strukturo obstoječega finančnega regulacijskega sistema tako, da med ostalim omogoči ustanovitev novih nadzornih agencij, medtem ko nekatere nadzorne agencije ukine ali združi. Namen tega je poenostaviti regulacijski proces, kar bo omogočilo večji nadzor nad določenimi finančnimi ustanovami, katerih težave lahko povzročijo sistemsko krizo. V ta namen zakon dopolni Zakon o ustanovitvi Fed-a (Federal Reserve Act), spodbuja večjo transparentnost in uvede dodatne spremembe. Zakon uvede stroge standarde in nadzor, da bi obvaroval gospodarstvo ZDA, ameriške potrošnike, investitorje in podjetja, omogoči sistem zgodnjega opozarjanja o stabilnosti gospodarstva, uvede pravila o izplačevanju nagrad in korporacijskem vladanju (corporate governance), odpravi vrzeli, ki so pripeljale do finančne krize v letu 2007, ter konča zgodbo o tako imenovanih davkoplačevalskih finančnih injekcijah (taxpayer bailouts)¹. Omenjenim novoustanovljenim nadzornim agencijam je podeljena izrecna moč nad regulacijo točno določene finančne ustanove ali pa se ta izrecna moč prenese nanjo z drugih nadzornih agencij. Zakon nalaga vsaki izmed novoustanovljenih nadzornih agencij ter tistim že obstoječim nadzornim agencijam, da poročajo kongresu ZDA (na polletni ali letni ravni) o trenutnih rezultatih njihovega dela in tudi o prihodnjih ciljih.

¹ Ko država "natisne" svež denar, da bi rešila podjetja (ki so prevelika, da bi propadla), ki so zaradi špekuliranja v nevarnosti oz. pred stečajem. Če država "tiska" denar z izdajo obveznic, si od Fed-a in drugih kupcev državnih obveznic izposodi denar.

5 SKLEP

V zaključnem projektнем delu sem prikazal zgodovino bančništva ZDA med leti 1781 in 1913 in razloge, ki so privedli do ustanovitve Federalnega rezervnega sistema ZDA oz. Fed-a. To obdobje so zaznamovali številni dogodki, med katerimi je potrebno izpostaviti ustanovitev treh centralnih bank ZDA, ki so bile zasnovane po angleški centralni banki in so bile neposredne predhodnice Fed-a. Te banke so neuspešno vodile denarno politiko ZDA, kar je razvidno iz številnih finančnih pretresov, ki so tudi zgodovinsko dokumentirani. Prav tako je v tem obdobju prišlo do ameriško-britanske vojne za samostojnost ter ameriške državljanske vojne. Iz preučenih zgodovinskih podatkov ugotavljam, da so bili glavni vzroki za nastanek obeh vojn ekonomske narave. Vsi omenjeni dogodki so prisilili ameriški kongres, da je za reševanje ekonomskih težav ustanovil Fed.

Ugotavljam, da je danes Fed organiziran in strukturiran tako, da najvidnejšo vlogo predstavlja Odbor guvernerjev Fed-a, ki med ostalim (preko FOMC) vodi denarno in kreditno politiko ZDA, določa diskontne stopnje ter ključno obrestno mero. Po vplivu mu sledi FOMC, ki skrbi za opravljanje operacij na odprtem trgu, kar je obenem tudi osnovni način vodenja denarne politike ZDA. FOMC prav tako vodi denarne posle na mednarodnih valutnih trgih. Tako Odbor guvernerjev kot FOMC odgovarjata kongresu ZDA, ki na osnovi mnenj in priporočil sprejema zakone, ki regulirajo finančne trge v ZDA.

Najpomembnejši zakon s tega področja je ustanovitveni Zakon o Fed-u. Prav tako lahko trdim, da so ključno vlogo pri oblikovanju denarne politike Fed-a odigrali Glass-Steagall-ov zakon, ki je določal, da so morale komercialne banke ločiti posle investicijskega bančništva od komercialnih poslov, saj je to povzročalo njihovo nestabilnost. Zakon je omogočil tudi nastanek FDIC, ki mu nekateri strokovnjaki pripisujejo del krivde pri nastanku finančnih kriz, ker naj bi spodbujal moralni hazard. Naslednji zakon, ki je ključno vplival na Fed-ovo denarno politiko, je Zakon o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru iz leta 1980 ter Gramm-Leach-Bliley-ev zakon iz leta 1999, ki je Fed-u dal status krovnega nadzornika finančnih holdinških družb v ZDA. Iz zgoraj omenjenega je razvidno, da je kongres ZDA Fed-u podelil veliko moč pri nadzoru nad finančnim sistemom ZDA. Menim, da te vloge Fed ni opravil dovolj dobro.

Zaradi velikega vpliva, ki ga ima Fed na gospodarstvo ZDA in posledično tudi gospodarstvo preostalega sveta, sem raziskal, kakšno vlogo je imel Fed pri nastanku globalne finančne krize, ki je izbruhnila v ZDA leta 2007 in kako se je Fed lotil blaženja posledic omenjene krize. Pri tem sem se predvsem osredotočil na denarno politiko Fed-a od leta 2000 naprej, a sem prav tako uspel prikazati, da je pomembno vlogo odigralo obdobje od leta 1971 naprej, saj je pomanjkljiva regulacija finančnega sistema v ZDA omogočila pogoje, ki so privedli do zgoraj omenjene globalne finančne krize.

Kljub temu, da Fed ni bil neposredno zadolžen za nadzor in regulacijo vseh finančnih ustanov, menim, da je pomembno pripomogel k nastanku globalne finančne krize, zaradi naslednjih razlogov. Fed je zadolžen za vodenje denarne politike ZDA, o čemer poroča tudi kongresu ZDA, ki med ostalim na osnovi njegovih in FOMC-jevih priporočil sprejema zakone z obravnavanega področja. Poleg tega se je Fed kljub opozorilom strokovnjakov med leti 1971 in 2007 odločil za vodenje ekspanzivne denarne politike, ki je omogočila pogoje za nastanek finančne krize, saj je vsakič, ko je drastično znižal obrestne mere, omogočal napihovanje različnih balonov (tehnološki, nepremičninski in kreditni). Dodatno je Fed pod vodstvom Alana Greenspana dereguliral finančne trge in s tem omogočil hiter razvoj senčnega bančništva, obseg katerega se je z odpravo Glass-Steagall-ovega zakona v letu 1999 in s sprejetjem Gramm-Leach-Bliley-evega zakona izjemno povečal, kar je po mojem mnenju močno vplivalo na nastanek globalne finančne krize.

Fed je pri spopadanju s finančno krizo uporabil tako standardne kot nestandardne mehanizme denarne politike. Dodatno je ameriški kongres pod vodstvom Baracka Obame sprejel finančne regulatorne reforme, ki s sprejetjem Dodd-Frank-ovega zakona iz leta 2010 in spremembami ustanovnega Zakona o Fed-u želijo preprečiti bodoče finančne krize. Kongres ZDA in Fed sta sicer uspela omiliti posledice globalne finančne krize in obrniti gospodarske kazalce navzgor, toda razmere v finančnem in gospodarskem sektorju so kljub temu še vedno precej nestabilne.

LITERATURA

- 111th Congress of the United States of America. 2010. *Restoring American Financial Stability*. [Http://banking.senate.gov/public/_files/FinancialReformSummaryAsFiled.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/FinancialReformSummaryAsFiled.pdf) (8.3.2011).
- Apel, Emmanuel. 2003. *Central banking systems compared: the ECB, the pre-euro Bundesbank, and the Federal Reserve System*. New York: Routledge.
- Bernanke, Ben. 2009. *Speech: The Crisis and the Policy Response*. [Http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm) (17.2.2011).
- Board of Governors of the Fed. 2011. *Monetary policy*. [Http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm) (2.2.2011).
- Bruner, Robert F. in Sean D. Carr. 2007. *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Crouhy, Michel, Stuart M. Turnbull in Robert A. Jarrow. 2008. *The Subprime Credit Crisis of 07*. [Http://ssrn.com/abstract=1112467](http://ssrn.com/abstract=1112467) (12.2.2011).
- Evroterm. 2011. *Večjezična terminološka zbirka*. [Http://evroterm.gov.si/](http://evroterm.gov.si/) (17.2.2011).
- Fabozzi, Frank J. 2001. *Accessing Capital Markets through Securization*. Pennsylvania: New Hope.
- Federal Deposit Insurance Corporation. 2011. *Important Banking Legislation*. [Http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/index.html](http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/index.html) (12.2.2011).
- Federal Reserve Act. 1913. *H. R. 7837*. [Http://www.llsdc.org/attachments/files/105/FRA-LH-PL63-43.pdf](http://www.llsdc.org/attachments/files/105/FRA-LH-PL63-43.pdf) (12.2.2011).
- Fehrenbacher, Don. E. 1989. *Abraham Lincoln: Speeches and Writings 1859-1865*. New York: Library of America.
- Feldstein, Martin in James H. Stock. 1993. *The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GDP*. [Http://www.nber.org/books/greg94-1](http://www.nber.org/books/greg94-1) (18.2.2011).
- Finančni slovar. 2011. *Denarni trg*. [Http://www.financnislovar.com/definicije/denarni-trg.html](http://www.financnislovar.com/definicije/denarni-trg.html) (1.3.2011).
- Griffin, Edward G. 2002. *The Creature from Jekyll Island*. California: American Media.
- Gorše, Primož. 2009. *Ukrepi centralnih bank (ECB in FED) v času finančne krize*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- H. 4. 1. Federal Reserve Statistical Release. 2011. *Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks, January 2011*. [Http://www.federalreserve.gov/releases/h41/](http://www.federalreserve.gov/releases/h41/) (12.2.2011).
- Hall, Robert E. in Gregory N. Mankiw. 1993. *Monetary Policy: Nominal Income Targeting*. [Http://www.nber.org/chapters/c8329.pdf](http://www.nber.org/chapters/c8329.pdf) (27. 1. 2011).
- Hancock, Diana in Wayne Passmore. 2011. *Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates?* Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Hanžel, Vilma. 2001. *Tveganost bank*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Hubbard, Glenn R. 1997. *Money, the financial system, and the economy*. 2nd ed. Reading: Addison-Wesley.

- International Monetary Fund. 1998. *World Economic Outlook May*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund. 2010. *World Economic Outlook in maps*. [Http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/map/?region=021](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/map/?region=021) (23.3.2011).
- Jackson, William D. 1987. *Glass-Steagall Act: Commercial vs. Investment banking*. Washington D.C.: Congressional Research Service.
- Jakše, Gorazd. 1998. *Ekonomski odnosi med Evropsko denarno unijo ter potencialnimi bodočimi članicami v njej*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Jakše, Gorazd. 2007. *Evropska Centralna banka in ameriški Federalni rezervni sistem: primerjava organiziranosti in načina delovanja*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Janša, Mateja. 1995. *Sistem ekonomske politike v ZDA*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Johnson, Hazel J. 1993. *Financial institutions and markets: a global perspective*. New York: McGraw-Hill.
- KD Group. 2011. *Hedge skladi*. [Http://www.kd-group.com/?subpage=253](http://www.kd-group.com/?subpage=253) (1.3.2011).
- Kidwell David S., Richard L. Peterson in David W. Blackwell. 2000. *Financial institutions, markets, and money*. Forth Worth: The Dryden Press.
- Kolb, Robert W. in James A. Overdahl. 2007. *Futures, options and swaps*. 5th ed. Oxford: Blackwell publishing.
- Krulc, Iztok. 2009. *Primerjava ukrepov za obvladovanje globalne finančne krize na primeru denarne politike ECB in FED*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Kunst, Ivan. 1984. *Ameriški federalni rezervni sistem*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Labaton, Stephen. 2008. *Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt*. [Http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html?_r=1&dlbk](http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html?_r=1&dlbk) (6.3.2011).
- Larson, Michael D. 2007. *How Federal Regulators, lenders and Wall Street created America's housing crisis*. Jupiter: Weiss Research Inc.
- Mah-Hui Lim, Michael. 2008. *Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Causes and Consequences*. [Http://www.networkideas.org/featart/aug2008/Old_Wine.pdf](http://www.networkideas.org/featart/aug2008/Old_Wine.pdf) (12.2.2011).
- Makinen, Gail. 2002. *The Economic Effects of 9/11: A Retrospective Assessment*. [Http://www.fas.org/irp/crs/RL31617.pdf](http://www.fas.org/irp/crs/RL31617.pdf) (25.2.2011).
- Mayer, Martin. 2001. *The Fed : The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Institution Drives the Markets*. New York: The Free Press.
- Meyer, Cordelia. 2009. Der Dollar-Orkan. *Der Spiegel* 63 (4): 130 - 137.
- Miller, Roger L. in David D. VanHoose. 1993. *Modern money and banking*. New York: McGraw-Hill.
- Mishkin, Frederic S. 2001. *The economics of money, banking, and financial markets*. 6th ed. Boston: Addison-Wesley.

- Mishkin, Frederic S. 2008. *The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions*. [Http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm) (2.2.2011).
- Mrak, Mojmir. 2002. *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV založba.
- Orphanides, Athanasios. 2006. *The road to price stability*. Washington D.C.: Federal Reserve Board.
- Poole, William. 2006a. *Inflation targeting*. Saint Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
- Poole, William. 2006b. *The Fed's Monetary Policy Rule*. Saint Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
- Ribnikar, Ivan. 2003. *Monetarna ekonomija I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Rothbard, Murray N. 1994. *The Case Against the Fed*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.
- Schumer, Charles E. in Carolyn B. Maloney. 2007. *The Subprime Lending Crisis: The Economic Impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got Here*. Washington D.C.: U.S. Senate, Joint Economic Committee.
- Svensson, Lars E.O. 1996. *Price Level Targeting vs. Inflation Targeting*. *NBER Working Paper*, 5719. [Http://www.nber.org/papers/w5719](http://www.nber.org/papers/w5719) (18.2.2011).
- Štiblar, Franjo. 2008. *Svetovna kriza in Slovenci. Kako jo preživeti?* Ljubljana: ZRC založba.
- The Federal Reserve System. 2005. *Purposes & Functions*. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- The Library of Congress THOMAS. 2011. *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*. [Http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d102:SN00543:@@D&summ2=m&%5d](http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d102:SN00543:@@D&summ2=m&%5d) (12.2.2011).
- Thornton, Daniel L. 2006. *The Fed's Inflation Objective*. Saint Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
- U.S. Census Bureau. *Median and Average Sales Prices of New Homes Sold in United States*. 2011. [Http://www.census.gov/const/uspricemon.pdf](http://www.census.gov/const/uspricemon.pdf) (25.2.2011)