

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

## FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ



Obor: Mezinárodní obchod

Komparace měnové politiky FEDu ve 30.letech 20. st. a v době světové  
finanční krize

(bakalářská práce)

Autor: Lukáš Pospíšil

Vedoucí práce: Ing. Zdeněk Pavlík

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a vyznačil  
všechny citace z pramenů.

V Praze dne 15.04.2012

.....

*podpis studenta*

Tímto bych rád poděkoval vedoucímu své bakalářské práce panu inženýrovi Pavlíkovi, který svými podnětnými radami a cennými připomínkami bezesporu přispěl ke zkvalitnění předložené práce.

L.P.

## **Abstrakt**

Následující bakalářská práce se zabývá komparací politiky americké centrální banky v období okolo Velké hospodářské krize a v době světové finanční krize z několika úhlů pohledu. Pro dodání hlubšího pochopení čtenáři je v první části rozvinut popis vzniku centrálního bankovníctví z pohledu zástupce rakouské ekonomické školy Rothbarda a v druhé potom organizační struktura FEDu. V 3. kapitole je komparována politika FEDu před jednotlivými krizemi. Jádrem práce je postaveno na myšlenkách současného předsedy FEDu Bernankeho, který proslul svým studiem o Velké hospodářské krizi. To nám snáze umožní pochopit jednání současného FEDu. V kapitolách 4 a 5 budou rozebrány také příčiny samotné krize.

## **Klíčová slova**

FED, Bernanke, krize

## **Abstract**

The following bachelor thesis deals with the comparison of the decisions made by the American central bank before and during the period of the Great Depression and the Great Crisis while taking into account several points of view. In order to provide thorough understanding to the reader the first part is about the characterization of the origins of the central banking from the perspective of an representative of the Austrian School of economics Rothbard, the second part is about the organizational structure of the FED. The third chapter compares the politics of the FED before the particular crisis. The core of the thesis lies on the thoughts of Bernanke the present chairman of the FED, who is known due to his study on the Great Depression. It ensures that we better understand the current attitude of the FED. Chapters 4 and 5 evaluate the cause of the very crisis.

## **Key words**

FED, Bernanke, crisis

## Obsah

|                                                                                                |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Seznam zkratk .....                                                                            | 4  |
| Úvod .....                                                                                     | 5  |
| 1 Vznik peněz a bankovníctví v USA.....                                                        | 7  |
| 1.1 Vznik papírových peněz.....                                                                | 8  |
| 1.2 První pokus o zřízení centrální banky a The First Bank of the United States.....           | 9  |
| 1.3 The Second Bank of the United States.....                                                  | 10 |
| 1.4 The Federal Reserve .....                                                                  | 11 |
| 1.5 Doplnění výkladu historie .....                                                            | 13 |
| 1.6 Zlatý standard.....                                                                        | 14 |
| 2 Organizační struktura Federal Reserve System .....                                           | 16 |
| 3 Srovnání politiky FEDu před VHK a SFK .....                                                  | 18 |
| 4 Příčiny VHK a politika FEDu v tomto období .....                                             | 21 |
| 4.1 Analýza možných příčin krize a jejího rozsahu vycházející ze studie Bernankeho.....        | 22 |
| 4.1.1 Problematika zlatého standardu.....                                                      | 23 |
| 4.1.2 Osobní přirovnání zlatého standardu k režimu pevného kurzu případně Currency Board ..... | 25 |
| 4.1.3 Problém deflace a bankovních krizí .....                                                 | 26 |
| 4.2 Srovnání politiky FEDu .....                                                               | 28 |
| 5 Politika FEDu během SFK.....                                                                 | 34 |
| 5.1 Objasnění pár nových instrumentů ve finančnictví .....                                     | 35 |
| 5.2 Kritika FEDu v počáteční fázi SFK.....                                                     | 36 |
| 5.3 Doplnění politiky FEDu během SFK .....                                                     | 38 |
| 5.4 Citlivé uvolnění rezerv.....                                                               | 41 |
| Závěr.....                                                                                     | 43 |
| Seznam Literatury .....                                                                        | 45 |
| Příloha .....                                                                                  | 47 |

## **Seznam zkratek**

ECB - evropská centrální banka

FED - Federal Reserve

FOMC - Federal Open Market Committee

MBS - mortgage backed securities

MMF - money market funds

REŠ – Rakouská ekonomická škola

SFK - Světová finanční krize

USD - americký dollar

VHK - Velká hospodářská krize

## Úvod

Krise 30. let minulého století vstoupila ve známost široké veřejnosti pod názvem Velká hospodářská krize. Jednalo se o nejhlubší recesi minulého století. Odborníci přisuzují značný podíl na vzniku této krize a její hloubky v USA právě americké centrální bance, která se rozhodovala značně nerozvážně. Studium oné krize se zabývalo bezpočet odborníků. V prvotních fázích po VHK přisuzovali mnozí odborníci krizi spíše "nadkonzumu" a nadvýrobě. Krizi vnímali jako nutný prostředek pro narovnání předchozího období konjunktury, kdy neefektivní společnosti musely zkrachovat, mzdy a ceny produktů se musely snížit, apod. Až okolo 80.let minulého století se začaly prosazovat i jiné myšlenky. Průlomovým studiem, dle mého názoru, byla práce nositele Nobelovy ceny za ekonomii, Friedmana a Schwartz. Na tyto dva odborníky začali navazovat svou prací následně další ekonomové.

Téma komparace politiky FEDu v jednotlivých krizích je velice obsáhlé a je důležité vypíchnout nejdůležitější souvislosti. Cílem předkládané práce je podat komplexní pohled na danou problematiku. Dle mého názoru je nezbytné uvést případného čtenáře tohoto aktuálního tématu nejprve do historického kontextu, tj. začít popisem vzniku systému centrálního bankovníctví v USA. Stěžejní bude v první kapitole, pojednávající o vzniku peněz a centrálních bank, kritický pohled zástupce rakouské ekonomické školy Rothbarda. Tento autor si všímá řady zajímavých souvislostí. Např. využívání emitace prvních papírových peněz na pokrytí válečných výdajů, které následně nebyly vládou splaceny. V této pasáži se budu také věnovat popisu skupin či jednotlivců, kteří měli zájem o vznik jednotlivých centrálních bank. Vzhledem k roli, jakou sehrál zlatý standard v období velké hospodářské krize, bych si dovolil tvrdit, že rozbor historických událostí je přímo nezbytný. V 1. kapitole totiž pojednám o značných inflačních tlacích v důsledku tisku papírových peněz. Následuje "boj" lidí okolo prezidenta Jacksona za "tvrdé peníze". Inflace, kterou lidé zažili, by mohlo vysvětlit, proč USA setrvaly dlouho na zlatém standardu a proč se obávaly inflace. Možná to i nabízí vysvětlení skutečnosti, proč FED nebyl aktivní a nezvýšil peněžní zásobu. Tuto pasáž završím krátkým doplněním historie o názory dvou ekonomů - Bernankeho a Thomase - , z kterých bude vycházet další podstatná část práce.

Kapitola 3 bude již komparací politiky FEDu před jednotlivými krizemi. Vyberu si pár událostí v daném období a pokusím se nastínit jejich konsekvence.

Vzhledem k tomu, že podstatná část 4. kapitoly o VHK bude o zlatém standardu, poukáži na jeho vliv již v období předcházejí VHK a na důsledky ohledně rozhodování FEDu. Pokusím se nastínit určité podobné znaky před oběma krizemi.

Samotná kapitola o VHK bude stěžejní částí celé práce z více důvodů. Z hlediska komparace jednotlivých krizí se v této části zaměřím - vycházejí zejména z názorů Bernankeho - určitým způsobem na vypíchnutí chyb FEDu v daném období a rozbor možných příčin krize tohoto rozsahu. Chybná politika FEDu během VHK a její důsledky nám objasní jednání FEDu během současné krize, kdy jejím předsedou je právě Bernanke. Zejména část věnující se problematice spojenou s deflací a bankovními krizemi může čtenáři přiblížit, proč bylo pro Bernankeho během současné krize důležité dodat likviditu bankám a skrze ně stimulovat ekonomiku. Zajímavou pasáží bude také podkapitola o zlatém standardu. Tomuto měnovému režimu přikládal Bernanke značný podíl na VHK. Přiblížím, jaká skýtal tento měnový režim úskalí. Pro zajímavost tento měnový režim srovnám s režimy pevného měnového kurzu v souvislosti s krizí v Mexiku a Argentině a dovolím si krátké přirovnání k EURU. Poslední část kapitoly 4 bude již komparací neaktivní politiky FEDu s naopak aktivní politikou americké centrální banky během současné krize

Poslední kapitola se bude zabývat současnou finanční krizí. V jejím začátku se budu věnovat i určité kritice FEDu z řad odborníků a tomu, zda FED zaujal dostatečně aktivní politiku již z kraje krize. Pro zajímavost vysvětlím pár nových finančních instrumentů: to pro lepší pochopení důvodů vzniku samotné krize. Poukáži také na jednotlivé události krize a nové inovativní prostředky, jimiž dodal FED trhům nutnou likviditu. V závěru stručně uvedu možnosti FEDU uvolnit nadbytečné rezervy bank, jelikož se jedná o důležitou výzvu v nadcházejících letech.

# 1 Vznik peněz a bankovníctví v USA

Hrubý nástin událostí vedoucích k formaci centrálního bankovníctví v rámci USA je nezbytný a umožní nám hlubší a komplexnější pochopení všech navazujících kapitol. U historie je vždy důležitý její adekvátní výklad. Osobně jsem se rozhodnul pro pohled autora Rothbarda, zástupce rakouské ekonomické školy<sup>1</sup>. Domnívám se, že nabízí velmi zajímavé myšlenky, které se nutně neztotožňují s názory hlavního proudu dnešních ekonomů. Z tohoto hlediska je význačný jeho kritický názor na důvod vzniku centrálních bank. V něm si intenzivně všímá působení mocenských skupin, jež stály v pozadí jejich založení. Na závěr kapitoly bych ve stručnosti doplnil odlišnost pohledu na vznik centrálních bank od ekonoma Bernanského řadícího se dnes do hlavního proudu ekonomů.

Pro celistvý obrázek se však musíme vrátit zpět do raných počátků amerických kolonií, tedy do doby vzniku peněz jako všeobecně přijímaného prostředku směny. V těchto koloniích byly charakteristickými platidly různé typy komodit. Příkladem může být rýže v Jižní Carolině či příjmové doklady ze skladů ve státě Virginia. Tyto příjmové doklady pak byly ze 100 % jistěny tabákem a fungovaly jako běžné platidlo, které usnadňovalo přenositelnost. V této souvislosti si lze povšimnout podobnosti s obchodováním s příjmovými doklady v Evropě. Na tomto kontinentě lidé ukládali své zlato k zlatníkům a jejich výměnou obdrželi příjmový doklad v podobě stvrzenky či potvrzení na evidenci daného množství cenného kovu. Postupem času si zlatníci uvědomili, že lidé nevybírají celou uloženou část drahého minerálu a zlatníci v návaznosti na tuto situaci odstartovali vydávání nových příjmových dokladů ve vyšší nominální hodnotě, než jakou měli sami u sebe k dispozici zlata na krytí těchto příjmových dokladů. To jim na čas umožnilo obchodovat s větším množstvím peněz. Tímto způsobem se započalo rozvíjení bankovníctví v Evropě. Když se nyní vrátíme zpět k platidlům v USA, zjistíme, že kolonie jako původní državy Velké Británie i

---

<sup>1</sup> Rakouská ekonomická škola se zaměřuje na lidské jednání, metodologicky využívá dedukce, subjektivismu a praxeologie (obecná nauka o lidském jednání, o logické, racionální, účelné, cílevědomé a efektivní činnosti člověka, zejména v oblasti pracovní). Definice praxeologie převzata z ABZ.cz slovník cizích slov. [Online] 29. 03 2012. <http://slovník-cizich-slov.abz.cz/web.php/slovo/praxeologie>. Více k tématu REŠ na Ludwig von Mises Institut. [Online] [Citace: 2012. 3 28.] <http://www.mises.cz/literatura/historicke-prostredi-vzniku-rakouske-ekonomicke-skoly-26.aspx>.

nadále používaly britské libry, pence a šilinky. Hojně byly i další cizí měny hodnotící se poměrově podle váhy cenného kovu, který v sobě obsahovaly.<sup>2</sup>

## 1.1 Vznik papírových peněz

Za prvopočátek papírových platidel v USA považujeme cenné papíry vydávané vládou kolonií na pokrytí vojenských výdajů. Stát Massachusetts vystavil v roce 1690 cenné papíry (paper notes) v hodnotě 7 000 liber, přičemž se zaručil jejich splacením během několika následujících let. K jejich řádnému vyplacení však nedošlo až do roku 1730. Následné tisknutí jinými koloniemi vedlo k inflaci a k zvyšující se nedůvěře obyvatelstva. Ze zákona měl být poměr mezi kovovými mincemi a papírovými bankovkami totožný, tj. stejný jako je tomu dnes. Postupem času však docházelo ke změnám mezi tímto směnným poměrem papírových peněz. Za příklad lze uvést vztah bankovek ke stejné nominální hodnotě mincí 11/1 ve státě Massachusetts roku 1740. Ačkoli měly být papírové peníze splatitelné v kovových mincích, díky narůstající nedůvěře populace v řádné splácení, klesala hodnota papírových bankovek v poměru ke kovovým mincím stejné nominální hodnoty, což vedlo k opětovnému navrácení se k využívání mincí – a to v 50. letech 18. století.<sup>3</sup>

Po roce 1779 se začaly objevovat také takzvané dluhové poukázky (loan certificates). Rothbard poukazoval na skutečnost, že vláda namísto, aby obchodníkům platila za jejich zboží penězi, jim začala platit dluhovými poukázky, které nakonec nesplatila v její celkové výši.<sup>4</sup> Jako další ukázka toho, jak vláda dle Rothbarda zneužívala tisku peněz, bylo na pokrytí další revolucionářské války. Hodnota těchto peněz "Continents" klesala opět v poměru ke kovovým mincím, jakmile začala růst nedůvěra v jejich řádné vyplacení. Doslova: *"By the spring of 1781, the Continents were virtually worthless, exchanging on the market 168 paper dollars to one dollar specie"*.<sup>5</sup> Avšak ani přes tento markantní pokles hodnoty peněz nebyly poukázky nikdy řádně splaceny.

---

<sup>2</sup> V této části vycházím z **Rothbard, Murray N.** *A History of Money and Banking in the United States*. Auburn, Alabama : Ludwig von Mises Institute, 2002. 0-945466-33-1, s. 48-51

<sup>3</sup> tamtéž, s. 51-57

<sup>4</sup> tamtéž, s. 61

<sup>5</sup> tamtéž, s. 60

Původ názvu amerického dolaru vychází z hojně rozšířeného španělského stříbrného dolaru v oblasti Severní Ameriky, díky tomu došlo k rozhodnutí, že se dolar stane stěžejní měnou nových Spojených Států Amerických.<sup>6</sup>

## 1.2 První pokus o zřízení centrální banky a The First Bank of the United States

První pokus o zřízení centrální banky byl podnícen v roce 1781 bohatým obchodníkem Morrisem. Původně se jednalo o soukromě vlastněnou centrální banku inspirující se Bank of England. Banka dostala oprávnění k činnosti, takzvaný "charter", mohla působit od roku 1782 a měla také právo na emitování bankovek. Avšak již po roce působení došlo k její přeměně z centrální banky na běžnou komerční banku.<sup>7</sup>

V letech 1791-1811 působí The First Bank of the United States. Ta vzniká na základě finančního plánu ministra financí, Hamiltona. Opět se zde jednalo o privátně vlastněnou banku s tím, že si v ní vláda držela 20 % podíl. Tato banka měla vyřešit nedostatek peněz ve formě mincí tištěním nových papírových bankovek. Ty měly být použity na pokrytí federálního dluhu a podporu výrobců. Taktéž měly na vyžádání plnit směnitelnou funkci za kovové mince a banka se stala úschovnou veřejných financí. The First Bank of the United States posílila inflační tlaky tisknutím milionů dolarů, z nichž jejich velká část byla poskytnuta jako půjčka americké vládě.<sup>8</sup>

Důsledky tohoto tisku jsou zjevné a rád bych je podložil citací: "*The result of the outpouring of credit and paper money by the new Bank of the United States was an inflationary rise in prices. Thus wholesale prices rose from an index of 85 in 1791 to a peak of 146 in 1796, an increase of 72 percent*".<sup>9</sup>

V roce 1811 se znovu po dvaceti letech projednávalo oprávnění této finanční instituce působit z pozice centrální banky "udělením charteru". Stanovisko neprošlo o jeden pouhý hlas. Dle Rothbarda patřila mezi skupiny, které měly zájem na prodloužení licence sněmovna, většina státních bankovních ústavů a obchodníci, jimž vyhovovaly především levné půjčky.<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> tamtéž, s. 65

<sup>7</sup> tamtéž, s. 62-64

<sup>8</sup> tamtéž, s. 68-69

<sup>9</sup> tamtéž, s. 69

<sup>10</sup> tamtéž, s. 71-72

## 1.3 The Second Bank of the United States

Tato banka fungovala v období necelých dvaceti let od roku 1816 do roku 1833. Jedním z důvodů jejího vzniku byla doba pěti let bez fungující centrální banky a chaotické prostředí v bankovní soustavě - banky si tiskly libovolné množství bankovek, což vedlo ke značným inflačním tlakům. Také byly osvobozeny od povinnosti vyplácet své závazky, tj. vyplatit papírové peníze v kovovém platidle.<sup>11</sup> Toto shrnuje Rothbard: *"The United States emerged from the War of 1812 in a chaotic monetary state, with banks multiplying and inflating ad lib, checked only by the varying rates of depreciation of their notes. With banks freed from redeeming their obligations in specie, the number of incorporated banks increased during 1816, from 212 to 232"*.<sup>12</sup>

Druhá centrální banka byla velice podobná té první. Opět byla privátně vlastněna s 20 % podílem státu. Papírové peníze banky a vklady měly být plně směnitelné za kovová platidla. Problém s nevolí bank směňovat papírové peníze za kovová platidla byl vyřešen založením této centrální banky.<sup>13</sup>

Vznik nové centrální banky inicioval v té době druhý nejbohatší muž v zemi, obchodník a bankéř Stephen Girard. Ten byl zároveň jejím největším investorem. Oficiálním důvodem vzniku centrální banky bylo uhlídání tisknutí papírových peněz. Nejenomže se tisk peněz nesnížil, naopak došlo k jeho ještě rapidnějšímu nárůstu. Již krátce po svém založení vytiskla nová centrální banka 6 miliónů dolarů.<sup>14</sup>

*"At the peak of its initial expansion, in July 1818, the Bank of the United States's specie totaled \$2,36 million, and its aggregate notes and deposits totaled \$21,8 milion"*.<sup>15</sup> To znamená, že hodnota kovových mincí byla téměř 10 x menší než hodnota papírových bankovek, které měly být na vyžádání vyplatitelné v kovovém platidlu.

Pád 2. centrální banky přišel s příchodem a reformou prezidenta Andrew Jacksona. Nová hlava státu se pokusila bojovat se stávající inflací i vládním dluhem, který byl za jeho vlády poprvé a zřejmě také naposledy uhrazen. Podle Rothbarda bylo

---

<sup>11</sup> tamtéž, s. 82

<sup>12</sup> tamtéž, s. 82

<sup>13</sup> tamtéž, s. 84

<sup>14</sup> tamtéž, s. 84-85

<sup>15</sup> tamtéž, s. 86

základní myšlenkou Jacksona v boji s inflací zrušení tvůrce této inflace, čímž podle jeho názoru byla centrální banka, jakožto "tiskárna" peněz.<sup>16</sup>

Následovalo období snah o eliminaci tištěných peněz a větší používání stříbrných či zlatých mincí jako platidla. Jednalo se o takzvaný boj Jacksonovců o tvrdé peníze.<sup>17</sup> Z originálu: *"After the central bank was eliminated in the 1830s the battle for hard money largely shifted to the state government arena. During the 1830s, the major thrust was to prohibit the issue of small notes, which was accomplished for notes under 5 dollars in 10 states by 1832, and subsequently, five others restricted or prohibited such notes."*<sup>18</sup>

Velkým problémem celé bankovní soustavy byla skutečnost, že si každá banka mohla tisknout vlastní peníze. Jediné, co mělo banky omezovat, byla nutnost vyplatit své peníze v kovových mincích na vyžádání. Když se šířily peníze mimo region, bylo obtížné určit bonitu dané banky. Tato problematika byla vyřešena zákonem: "the national banking Act of 1863", s jehož schválením již nemohly banky tisknout státní bankovky. Toto oprávnění má od té doby pouze vláda.<sup>19</sup>

## 1.4 The Federal Reserve

Stejně jako tomu bylo při vzniku předchozích centrálních bank, stály za jejím zrodem mocné osobnosti dané doby. Vznik The Federal Reserve byl dlouhodobý proces, který trval přibližně 15 let. Pravděpodobně i z důvodu nevole občanů, znechucení lidí z bankovního sektoru, i na základě dřívějších zkušeností s předešlými centrálními bankami. To mělo za následek vhodné zaobalení nového pojmenování této bankovní instituce.

Mezi hlavní představitele, kteří se na založení nové banky podíleli, patřily významné rody Morganů a Rockefellerů. Za zrodem FEDu a iniciací celé měnové reformy stál také Kuhn a Loeb.<sup>20</sup>

Podstatnou rolí při ustanovování nové finanční instituce bylo ovlivňování politických veličin, na které měli daní reprezentanti významné vazby. Morganovi například přislíbili podporu McKinleymu v prezidentských volbách, pokud se jim zaváže zavést zlatý standard.

---

<sup>16</sup> tamtéž, s. 91-94

<sup>17</sup> tamtéž, s. 91-112

<sup>18</sup> tamtéž, s. 112

<sup>19</sup> tamtéž, s. 122

<sup>20</sup> tamtéž, s. 188

Rád bych využil přesného vystižení dobových událostí z následující citace: *"The Morgans in contrast, favored a gold standard. But, once gold was secured by the McKinley victory of 1896, they wanted to press on to use the gold standard as a hard-money camouflage behind which they could change the system into one less nakedly inflationist than populism but far more effectively controlled by the big-banker elites".*

<sup>21</sup> V jejich podání měl Zlatý standard vypadat jako zástěrka tvrdých peněz, ale v reálném provedení mělo dojít k růstu tisku peněz přímo pod jejich kontrolou.

Dalším krokem byl vznik samotné centrální banky. V tomto ohledu bylo podstatné, aby běžný člověk nepojal podezření, že za touto ideou stojí lidé z Wall Street a bankéři všeobecně. Nově vzniklo shromáždění, ve kterém byli nejen bankéři, ale i ekonomové, obchodníci a další akademici. <sup>22</sup> Rothbard píše o podstatných tlacích ze strany J. P. Morgana a o jeho využívání médií v podobě tisku k manipulaci široké veřejnosti. V něm propagoval názory odborníků týkající se nezbytnosti změny bankovního systému a nutnosti vzniku centrální banky, která by měla k dispozici monopol na tisk peněz. I z tohoto důvodu shromáždil mnoho významných elit (včetně lidí z vysoké politiky) do instituce Indianapolis Monetary Convention, odkud na něj byli napojeni. <sup>23</sup>

V roce 1900 prošel po velké snaze těchto mocných osob o zavedení zlatého standardu zákon "The Gold Standard Act". Jednalo se o počáteční „zbraň“ v boji o vznik centrální banky. Dle Rothbarda šlo především o zvětšování objemu poskytnutých bankovních půjček a nabídky peněz. <sup>24</sup>

Díky stále chybějící centrální bance narůstala snaha, aby alespoň Treasury mohla realizovat operace na volném trhu (open market operations) v době recese. Vyvstávaly pochybnosti na téma, zdali se Treasury může chovat jako centrální banka či nikoli. <sup>25</sup>

*"Even more than the case of a gold standard with a central bank, the gold-exchange standard establishes a system, in the name of gold, which in reality manages to install coordinated international inflationary paper money".* <sup>26</sup>

---

<sup>21</sup> tamtéž, s. 189

<sup>22</sup> tamtéž, s. 191

<sup>23</sup> tamtéž, s. 184-200

<sup>24</sup> tamtéž, s. 200-205

<sup>25</sup> tamtéž, s. 207-208

<sup>26</sup> tamtéž, s. 209

Všechny výše zmíněné události podpořily nutnost vzniku centrální banky, která by toto vše měla ve své správě. Kampaň na podpoření jejího vzniku započala řečí v lednu roku 1906 Jacobem H. Schiffem, ředitelem investiční banky z Wall Street (spadající pod Kuhn, Loeb Company).<sup>27</sup>

Po krizi v roce 1907 vycítili lidé spříznění s Morganem příležitost pro zavedení centrální banky. Byli si vědomi skutečnosti, že přijetí musí projít nejen legislativou, ale i u vzdělavců a široké veřejnosti. Na základě tohoto podnětu vznikla the National Monetary Commission (NMC). V řeči Warburga bylo zdůrazněno, že tato centrální banka není kontrolována žádnou bankou z Wall Street, ani žádnými monopolistickými záměry a zcela úmyslně jí nebylo dáno do názvu dříve příhodné slovo „centrální“, proto Federal Reserve.<sup>28</sup>

Dojednání podoby FEDu proběhlo na Jekyll Island Club (patřil Morganovi). Sezení se účastnilo 6 osob. Dva lidé od Rockefellera (včetně politika Aldricha), dva lidé od Morgana, jeden od Kuhna a Loeba a jeden spřízněný ekonom všech zmíněných.<sup>29</sup>

*"The only substantial disagreement was tactical, with Aldrich attempting to hold out for a straightforward central bank on the European model, while Warburg and the other bankers insisted that the reality of central control be cloaked in the politically palatable camouflage of "decentralization." "*<sup>30</sup>.

Federal Reserve Act prošel v prosinci roku 1913. Guvernérem FEDu se stal na prvních čtrnáct let člověk blízký Morganovi.<sup>31</sup>

## 1.5 Doplnění výkladu historie

Bernanke shledával za neúspěch prvních dvou centrálních bank strach většiny populace z omezené reprezentace jejich názorů. Ty byly limitovaných na pouhou menšinu obyvatel žijících ve Philadelphii a New Yorku, kde tyto dvě banky sídlily. Podle něj právě proto přišel prezident Wilson s návrhem, aby při založení FEDu, vzniklo 12 centrálních bank rozprostřených po celých Spojených státech amerických.

---

<sup>27</sup> tamtéž, s. 210-234

<sup>28</sup> tamtéž, s. 243-250

<sup>29</sup> tamtéž, s. 253

<sup>30</sup> tamtéž, s. 253

<sup>31</sup> tamtéž, s. 257-258

Tyto banky by hájily zájmy obyvatel žijících v daném regionu. K současnému FEDu se lze více dočíst v kapitole 2.<sup>32</sup>

Jako protipól k názoru Rothbarda bych rád zdůraznil postoj dalšího významného ekonoma, Lloyda B. Thomase. V roce 1907 vypukla v USA krize, při které bylo podle tohoto znalce nutně zapotřebí působení centrální banky. Ta by mohla zachránit ostatní bankovní instituce před spekulacemi. Tj. případ kdy lidé si vybírají ve velkém množství vklady z důvodu obav o krach jejich banky. Díky tomu by musely banky začít velmi nevýhodně rozprodávat aktiva, aby vyplatily tyto depozity, protože banka nedrží dostatečné množství likvidních aktiv na vyplacení všech vkladů u nich uložených. To na závěr vede k tomu, že banka může zkrachovat.<sup>33</sup> Protože v té době banka neexistovala zachovali se lidé okolo Morgana dle Thomase, jako banka poslední instance. Doslova v citaci: *"Morgan, together with a few banking colleagues and Treasury officials, had essentially performed the most fundamental role of a central bank-serving as a lender of last resort to the financial system in times of panic."*<sup>34</sup>

## 1.6 Zlatý standard

USA přešla na zlatý standard v roce 1834. Právně došlo k jeho schválení přijetím "The Gold Standard Act" v roce 1900. Příkladem obsahu smlouvy může být i fixace zlata na \$20,64 za unci. Tento poměr vydržel od roku 1834 do 1933, kdy USA opustily zlatý standard. O klasickém zlatém standardu se hovořilo v letech 1880 - 1914. Během 1. světové války bylo jeho působení na čas přerušeno. Jeho návrat byl krátce v letech 1925 - 1931, kdy již hovoříme o modifikovaném zlatém standardu (gold exchange standard). Cizí země mohly držet v tomto systému libry nebo dollary podle bloku, ve kterém se nacházely a USA, případně VB, měly rezervy pouze ve zlatě. O návratu používání zlatého standardu se dohodlo ke konci 2. světové války na konferenci v Bretton Woods roku 1944. Tento zlatý standard trval v letech 1946 - 1971. V tomto systému hrál významnou roli dolar, jakožto měna největšího věřitele po

---

32 Vycházím ze 4 přednášek : Chairman Bernanke's College Lecture Series: The Federal Reserve and the Financial Crisis. [Online] [Citace: 29. 03 2012.]  
<http://www.federalreserve.gov/mediacenter/media.htm>.

<sup>33</sup> k problematice prodeje aktiv a problémů s tím pro banku plynoucí v době krize, se dostaneme v dalších kapitolách

<sup>34</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 41

2. světové válce. Mezinárodní platební operace probíhaly v dolarech. Spojené státy americké se zavázaly vyplácet unci zlata za \$35. Později se suma zvýšila na \$38 dolarů za unci, než USA ze zlatého standardu definitivně vystoupilo. Mezi zastánce zlatého standardu patřila rakouská ekonomická škola. K hlavním výhodám zlatého standardu patřila dlouhodobě nízká hladina inflace (země byly omezeny množstvím zlata, jež vlastnily).

*"Between 1880 and 1914, the period when the United States was on the "classical gold standard," inflation averaged only 0.1 percent per year".<sup>35</sup>*

Další stěžejní výhodou byla nulová kurzová rizika. Ta vedla k období velkého růstu obchodu. Podstatný byl automatický vyrovnávací systém platební bilance. Pokud byla například jedna země produktivnější než druhá, docházelo k nárůstu jejích vývozů. To mělo za následek příliv zlata do země s kladnou obchodní bilancí a jeho odliv ze země s obchodní bilancí zápornou. Příliv zlata do země vedl k růstu cenové hladiny, to ke zdražení exportů, což v konečném důsledku vyrovnalo platební bilanci mezi zeměmi. K problematice zlatého standardu se dostaneme v kapitole věnující se Velké hospodářské krizi.<sup>36 37</sup>

---

<sup>35</sup> Gold Standard: The Concise Encyclopedia of Economics. *Library of Economics and Liberty*. [Online] Liberty Fund, Inc. [Citace: 21. 03 2012.] <http://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html>.

<sup>36</sup> Vycházel jsem v této kapitole z **E., Cihelková**. *World economy: general trends in its development*. Praha : C.H.Beck, 2009. 978-80-7400-155-0

<sup>37</sup> Dále z Gold Standard: The Concise Encyclopedia of Economics. *Library of Economics and Liberty*. [Online] Liberty Fund, Inc. [Citace: 21. 03 2012.] <http://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html>

## 2 Organizační struktura Federal Reserve System

Mezi hlavní komponenty FEDu patří:

- 1) The Board of Governors (výbor guvernérů)
- 2) The Federal Open Market Committee (Federální výbor volného trhu)
- 3) 12 Federal Reserve Banks (12 federálních rezervních bank)
- 4) The Board of Directors (výbor ředitelů)
- 5) member banks (členské banky)

Pro jednodušší orientaci přikládám k tomuto tématu **ilustraci do přílohy obrázek 1:**

Ad 1) Má sedm členů, kteří jsou jmenováni prezidentem a potvrzeni senátem. Funkční období je na 14 let (každé dva roky odchází jeden z členů). Nejvyššími funkce plní Chairman (Ben Bernanke) a Vice Chairman (Janet Yellen). U těchto pozic je funkční období pouze čtyřleté. Sídlo je ve městě Washington, DC.

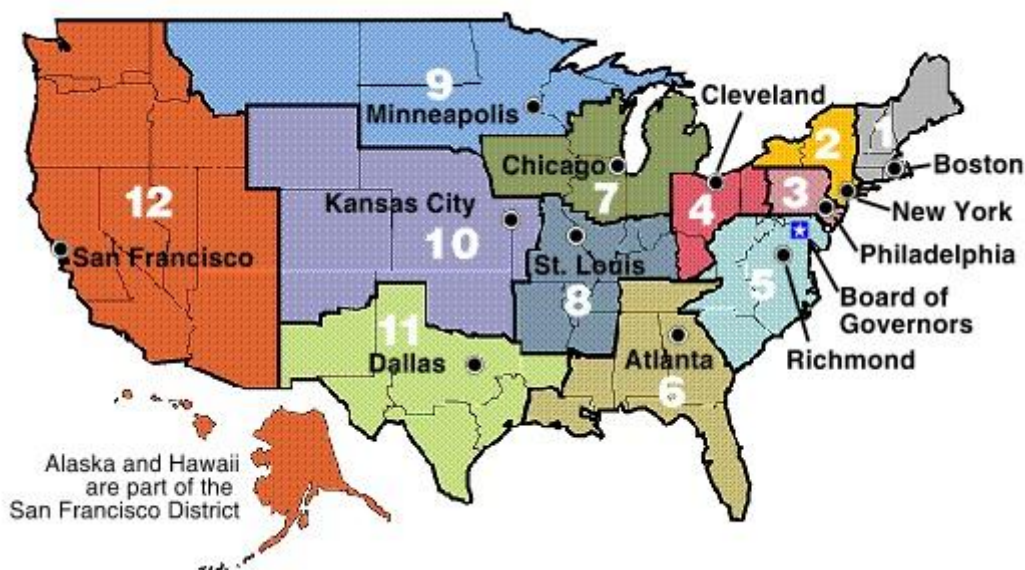
Schází se několikrát týdně. Mezi primární úkoly patří stanovení monetární politiky. Všichni členové patří do "The Federal Open Market Committee". Dále stanovují sazbu povinných minimálních rezerv bank a výši diskontní sazby. Mají také zodpovědnost za dohled nad členskými bankami a mnoha dalšími institucemi navázanými na bankovní sektor.

Ad 2) Skládá se ze všech 7 členů výboru guvernérů a 5 prezidentů rezervních bank. Jedním stálým členem je prezident rezervní banky New York, jakožto hlavní centrum obchodu. Zbylé čtyři pozice rotují po uplynutí jednoho roku jejich funkčního období.

Ze zákona se tento výbor musí scházet alespoň 4 x ročně. V posledních 30 letech se schází dokonce osmkrát do roka. Těchto zasedání se zúčastní i další prezidenti rezervních bank, hlasovacími právy ale disponuje pouze 5 zmíněných prezidentů. Výbor pak projednává ekonomické výhledy a vyjadřuje názor, jakým způsobem by se měla ubírat monetární politika.

Ad 3) Spadají pod dohled výboru guvernérů. Každá z bank má 9. členný výbor ředitelů. Zisky banky se předávají do U.S Treasury. Každé bance přísluší nějaká oblast, kterou spravuje. Sbírá ekonomická data, výhledy do budoucnosti, provádí

různé analýzy a fungují všeobecně jako centrální banka. Jak bylo výše zmíněno část prezidentů patří do "The Federal Open Market Committee". Níže přikládám ilustraci oblastí, které spadají pod jednotlivé banky:



Zdroj: <sup>38</sup>

Ad 4) Jak již bylo zmíněno výše, každou banku spravuje 9. členný výbor ředitelů. Tyto osoby jsou rozděleny do 3. skupin ředitelů po 3. personách. První skupina zastupuje komerční banky v regionu. Další dvě skupiny zastupují veřejnost. První dvě skupiny ředitelů volí členské banky v regionu (ty se dělí na malé, střední a velké podle množství kapitálu a každá skupina volí po jednom členovi), poslední skupinu volí výbor guvernérů. <sup>39</sup>

<sup>38</sup> [Online] [Citace: 22. 03 2012.] <http://www.learningmarkets.com/structure-of-the-federal-reserve/>

<sup>39</sup> Tato kapitola vycházela z: [Online] [Citace: 22. 03 2012.] <http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri4.htm>

### 3 Srovnání politiky FEDu před VHK a SFK

V této kapitole ve stručnosti rozeberu politiku FEDu ve 20. letech minulého století a následně přejdu na srovnání s politikou FEDu před SFK. Krizi ve 30. letech předcházela ekonomický "boom" v USA po 1. světové válce. Ekonomický růst podpořily vynálezy - Henry Ford a pásová výroba, elektrifikace, telefony, rádio, rozvoj dopravy. To mělo velice pozitivní stimul na růst ekonomické aktivity a mohlo sehrát určitou roli v rozvoji spekulace na burze s ohledem na víru v "novou ekonomiku". Rád bych poznamenal, že v případech rostoucí produktivity práce, například vlivem zavádění nových inovací do výroby zvyšujících efektivnost pracovního procesu, může dojít k omezení zaměstnanosti v daném segmentu. Vyjde-li z Okunova zákona - ke zvýšení nezaměstnanosti dochází v případech, kdy roste pomalejším tempem HDP, než produktivita práce + růst počtu pracovní síly.

Zaměříme se nyní na samotnou politiku FEDu a na důsledky, jaké měla pro ekonomiku v rámci USA i celého světa. Uveďme si situaci, kdy FED změnil diskontní sazbu a následný odraz na ekonomický vývoj. Od konce roku 1919 do června 1920 zvednul FED diskontní sazbu ze 4 na 7 %. Hetzel byl toho názoru, že FED chtěl zamezit využívání půjček na spekulaci a tlačit na banky, aby jim půjčky navracela. Toto zvýšení sazby mělo vliv například na M1, které v období let 1920 - 1922 spadlo o 13 %, index CPI (consumer price index) dokonce o 16 %, wholesale price index o 37 %. <sup>40</sup> FED tedy inflaci změnil na deflaci. Pro zajímavost **obrázek v příloze č. 2**

Cizí země musely reagovat na deflaci v USA. Podle Hetzela mohly země buď oslabit svojí měnu vzhledem k dolaru, aby se vyhnuly deflaci, anebo by to přeneslo deflaci i k nim. Vysvětlení je následující - v případech, kdy okolní země měly vyšší inflaci, musí měnu devalvovat vzhledem k USD nebo by podstatně ztížily pozici exportům do USA. Vývozci by museli jinak zvýšit produktivitu o míru, o kterou se procentuálně zvýšila cena jejich zboží vzhledem k americkému zboží vlivem vyšší inflace, než měla USA, aby mohli ceny svých produktů snížit a mít stejnou úroveň výnosů. Druhou možností by bylo rovnou snížení ceny, což by mohlo vést ke krachům společností. Dalším problémem je například skutečnost, kdy se americké zboží stává levnější na zahraničních trzích, což vede ke zvýšení importů z USA a může opět dělat problémy domácím firmám. K problematice úpravy kurzu v dobách nižší inflace v

---

<sup>40</sup> převzato z Hetzel, Robert L. The Monetary Policy of the Federal Reserve. New York: Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 14

jedné zemi než v druhé se dostaneme při rozebrání zlatého standardu a režimu pevných měnových kurzů v následující kapitole.

Politika FEDu byla následně ovlivněna VB. Ta měla zájem k navrácení se na zlatý standard. Hetzel uvádí nákupy FEDu na volném trhu a snížení diskontní sazby na 3 % v létě roku 1924. Fungování zlatého standardu totiž značně ovlivňovaly úrokové sazby jednotlivých zemí. Jestliže jedna země měla vyšší úrokové sazby než druhá země, nutně to muselo vést k odlivu zlata do země s vyšší úrokovou sazbou. V zemi, kde nastal odliv zlata, následně docházelo k deflaci - snížení zásoby zlata, což ovlivňovalo peněžní zásobu oné země.

*"In August 1927, representatives of the bank of England, the Banque de France, and the Reichsbank persuaded the Fed to undertake open market purchases and to lower discount rates at all the regional banks".*<sup>41</sup> Toto snížení ale dle Hetzela podpořilo spekulace na burze. Nižší úrokové sazby činí půjčky levnějšími, a tudíž více podporují ekonomickou činnost.

Z kraje roku 1928 zaujal FED restriktivní politiku, aby zamezil spekulaci na burze. Začal prodávat aktiva v rámci operací na volném trhu (to zvedá krátkodobé úrokové sazby). Od května roku 1928 do srpna 1929 zvýšil diskontní sazbu z 3 % na 6 % (jedná se o sazbu, za kterou si půjčují banky od FEDu a dále ovlivňuje ceny na trhu). Krach na burze následoval v říjnu 1929. Hetzel uvádí sérii 3 vln bankovních krizí, které dále krizi prohloubily. První vlna přišla s pádem burzy, začala v říjnu roku 1929, druhá v březnu 1931, třetí 1933.<sup>42</sup>

Shrneme-li, že FED snížil krátkodobé úrokové sazby, aby pomohl zemím jako VB a Francie na zlatý standard. Snížené sazby podpořily ekonomickou aktivitu. Prudké zvýšení sazeb vedlo ke krachu na burze. Vztáhneme-li to ve stručnosti k politice FEDu před SFK, tj. v období od 2002 - 2006, zjistíme, že odborníci též vnímají politiku FEDu za podílníka na vytvoření bubliny, tentokrát ale v trhu s nemovitostmi. Lloyd B. Thomas poukazuje na závěry některých ekonomů, že FED udržoval příliš nízké úrokové sazby od roku 2003 až 2005. Spolu s tím i takzvané "dot com bubble", jež proběhlo v letech 2000 - 2002. Podkládá tuto tezi Taylorovým pravidlem – podle něj udržoval FED průměrnou hodnotu federal funds rate (krátkodobou úrokovou sazbu) o více jak 250 basických bodů níže, než měl.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> tamtéž, s. 16

<sup>42</sup> vycházím z Hetzela

<sup>43</sup> Taylorovo pravidlo používá FED v posledních 20 letech jako vodítko pro svou monetární politiku.

Greenspan (předseda FEDu před Bernankem) se podle něj měl obávat deflace. Po roce 2003 ale začal růst PPI (producer price index), což naopak signalizovalo růst inflace. Tj. signál, aby zvýšil úrokové sazby. Graf k vývoji inflace je v příloze pod **obrázek č. 3.**

*"The federal funds target rate reached 1 percent by mid 2003 and was maintained at this level for about a year. In July 2004, nearly three years after the official end of the 2001 recession, the Fed began boosting the rate. IN a series of small increments, the target federal funds rate reached 2 percent in Nov 2004, 3 percent in May 2005, 4 percent in Nov 2005, 5 percent in May 2006."*<sup>44</sup>

Oběma krizím předcházelo zvýšení úrokových sazeb. V případě SFK nemohlo podle současného předsedy FEDu Bernankeho ke krizi takového rozsahu vést pouhé samotné splasknutí bubliny v nemovitostech. Spíše poukazuje na odkrytí chyb ve finančním sektoru. Samotná problematika bude rozvedena v kapitole o SFK.

---

<sup>44</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 70

## 4 Příčiny VHK a politika FEDu v tomto období

V úvodní části této kapitoly se nejprve zaměřím na odlišné chápání příčin VHK. Opět využiji krátkého názoru na krizi od zástupce rakouské ekonomické školy Rothbarda. Podstatná část této kapitoly bude ovšem zaměřena na analýzu krize od současného předsedy FEDu Bernankeho, jenž se proslavil studiem této krize. Důraz na jeho názory je kladen i z důvodu hlubšího pochopení nynější politiky FEDu, kdy se Bernanke snaží v současné krizi vyvarovat chybám, které učinil FED ve 30. letech. Po objasnění klíčové role zlatého standardu a jeho přirovnání k systému pevných měnových kurzů se zaměřím na další data od jiného člena FEDu, Hetzela a ekonoma Lloyda B. Thomase.

Následky krize vystihuje Lloyd B. Thomas: *"Real GDP declined by 30 percent and industrial production fell in half. This decline in real GDP was more than seven times the magnitude of the contraction experienced during the Great Recession of 2007-2009, the most severe U.S. downturn since the Great Depression."*<sup>45</sup> Dále Lloyd B. Thomas uvádí pokles nezaměstnanosti z 3 na 25 %, cenné papíry na burze ztratily více jak 85 % své původní hodnoty, krach celkově více jak 9 500 bank (z nichž 4 000 zkrachovalo v roce 1933), pokles peněžní zásoby o 30 % a pokles cenové hladiny o 25 %.

Někteří ekonomové se do 80. let minulého století domnívali, že příčinou VHK byl „nadkonzum“ a investice nad ideální hodnoty. Mezi ně patřil i Rothbard, který mimo jiné viděl jako příčinu přetrvávání růstu rozšiřování kreditu od bank, jež podporují ekonomický růst a konzum nad ideální hodnoty. Čím déle trvá tato expanze, tím delší musí být deprese, aby napravila dané škody a vrátila stav do normálu. Hovoří o depresi jako o nápravném procesu.

Doslova: *"Wasteful projects, as we have said, must either be abandoned or used as best they can be. Inefficient firms, buoyed up by the artificial boom, must be liquidated or have their debts scaled down or be turned over to their creditors. Prices of producers' goods must fall, particularly in the higher orders of production - this includes capital goods, lands, and wage rates"*.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 131

<sup>46</sup> Rothbard, Murray N. *America's Great Depression*. Auburn, Alabama: The Ludwig von Mises Institut, 2000. 0-945466-05-6, s. 13

Rothbard uvádí, co by vláda měla udělat, pokud chce, aby krize nebyla dlouhého trvání <sup>47</sup>:

- neměla by půjčovat peníze společností, kterým se nedaří
- nemá podporovat banky v půjčování peněz
- neměla by zvyšovat cenovou hladinu. Podle něj "easy money policy" zabraňuje návratu trhu na jeho původní hodnoty
- měla by snížit mzdy a ceny
- neměla by podporovat spotřebu, ale naopak spoření

Jak je možno vidět, najdeme mnoho bodů, které jsou v rozporu s politikou současného FEDu. Fed pod Bernankem naopak zaujímá "easy money policy" a podporuje půjčování peněz. Opatření, která navrhuje Rothbard, vedou ke způsobení deflace. Jak bude možno vidět v další části, Bernanke přikládal podíl na krizi také deflaci. Za současné krize dělá vše, aby deflace nenastala kvůli fatálním následkům vyplývajícím z tohoto jevu.

Bernanke k tomuto období poznamenal: *"Many Fed officials appeared to subscribe to the infamous "liquidationist" thesis of Treasury Secretary Andrew Mellon, who argued that weeding out "weak" banks was a harsh but necessary prerequisite to the recovery of the banking system"*. <sup>48</sup>

## 4.1 Analýza možných příčin krize a jejího rozsahu vycházející ze studie Bernankeho

Bernanke ve své práci odkazoval na ekonomy Friedmana a Schwartz, kteří rozpoznali 4 zásadní chyby FEDu v monetární politice. První zásadní chybou bylo zvýšení úrokových sazeb od jara roku 1928 do října 1929. Bernanke k této události uvádí, proč FED zvýšil úrokové sazby, přestože nebyly náznaky inflace (růst inflace by žádalo zvýšení úrokových sazeb)? Ekonomika vycházela z recese a ceny klesaly. Makroekonomická data naopak měla nasvědčovat nízkým úrokovým mírám. FED tím chtěl zamezit využívání půjček na spekulaci na burze, což se mu ostatně "povedlo".

Druhá monetární chyba byla podle Friedmana a Schwartz v době, kdy došlo ke spekulacím na libru. Lidé přestali věřit libře, a tak začali ve velkém směňovat libry za

---

<sup>47</sup> Rothbard, Murray N. America's Great Depression. Auburn, Alabama: The Ludwig von Mises Institut, 2000. 0-945466-05-6, s. 20

<sup>48</sup> [Online] [Citace: 22. březen 2012.]

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm..>

zlato, což vedlo VB k vystoupení ze zlatého standardu. Další spekulace byly na USD, což vyústilo značným odlivem zlata. FED, který chtěl získat zlaté rezervy zpět, zvýšil úrokové sazby. Tento krok měl ale negativní dopad na ekonomiku. Například nerefletoval problémy v bankovním sektoru.

Třetí chybou FEDu bylo nezohlednění reálných úrokových sazeb. Přestože nominální úrokové sazby byly velice nízké, reálné úrokové sazby byly naopak velmi vysoké. FED se následně domníval, že zaujímá špatnou politiku a sazby zvýšil!

Čtvrtá chyba byla v bankovním sektoru. Fed se měl zaměřit na podporu této významné oblasti trhu. Banky, které nezkrachovaly nenahradily mezeru v peněžní zásobě, způsobenou zbankrotovanými bankami.<sup>49</sup>

#### 4.1.1 Problematika zlatého standardu

Bernanke přikládá velkou roli monetární šokům, které se skrze zlatý standard dále rozšířily po světě. Okolo roku 1980 se ekonomové začali zabývat vlivem zlatého standardu na šíři krize. Bernanke v této souvislosti zmiňuje práci Eichengreena a Sachse. Sám na ně navázal spolu s Jamesem a rozšířili zkoumaný vzorek zemí na 24.

*"Perhaps the most fascinating discovery arising from researchers' broader international focus is that the extent to which a country adhered to the gold standard and the severity of its depression were closely linked. In particular, the longer that a country remained committed to gold, the deeper its depression and the later its recovery (Choudhri and Kochin, 1980; Eichengreen and Sachs, 1985)".*<sup>50</sup>

V období zlatého standardu měly země zafixované kurzy k jiným měnám nepřímo - například dolar byl zafixován k unci zlata nějakým poměrem a stejně tak libra. Kdyby byl třeba směnný poměr \$20 za unci zlata a jenom 4 libry za unci zlata (tento poměr byl přibližně okolo těchto hodnot), potom by poměr mezi dolarem a librou činil 5:1. Fixace měn v sobě nese určité konsekvence a nutí země k podobné monetární politice. Pochopení této problematiky je sěžejní a bude ještě rozebráno.

Dle Bernankeho obnovený zlatý standard po 1. světové válce nezohlednil novou situaci po válce, mnoho zemí bylo značně zadluženo. Některé země se vracely na zlatý standard při stejných směnných poměrech. Slavný ekonom Keynes říkal, že pokud se VB vrátí při stejném poměru jako před válkou, bude libra nadhodnocena. Problém nadhodnocené měny je například ve ztížení exportů do zahraničních zemí,

---

<sup>49</sup> tato část je z [Online] [Citace: 22. březen 2012.]

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>.

<sup>50</sup> tamtéž

naopak ale snižuje cenu zahraničních produktů v domácí zemi a může proto působit protiinflačně. K otázce proč klasický zlatý standard fungoval lépe, než ten meziválečný, vidí Bernanke v roli, jakou hrála v původním zlatém standardu britská centrální banka Bank of England. Tato banka sloužila v dané době jako poradce ostatních centrálních bank. Navíc bylo známo, že Britové za každou cenu budou držet zlatý standard. Po 1. světové válce měl tuto vůdčí roli převzít FED, ale ten neměl zkušenosti s vedením mezinárodního systému. Dle Bernankeho v režimu, kdy jsou země ovlivněny vzájemnou monetární politikou, je nezbytná koordinace a mezinárodní spolupráce jednotlivých centrálních bank. Bohužel tomu tak nebylo a většina bank řešila pouze svoji politiku samostatně. Druhým faktem, o kterém se Bernanke zmiňoval, je náchylnost systému na spekulace na měnu. Lidé již nevěřili tak silně centrálním bankám v jejich schopnosti vyplatit svou měnu za zlato. Četné spekulace vedly k vystoupení například VB ze zlatého standardu v roce 1931.<sup>51</sup>

Je otázkou, proč FED také nevystoupil ze zlatého standardu. Moje osobní domněnka vychází z historie, kdy byl boj lidí okolo prezidenta Jacksona za tvrdé peníze - před vznikem "tvrdých" peněz měli lidé obavy z inflace. Zlatý standard byl režim, který inflaci umožňoval velmi omezeně pouze s přílivem zlata do země. Druhým důvodem je určitá pýcha a hrdost země, která měla měnu směnitelnou za zlato. Bernanke píše: *"One of the Federal Reserve's proudest accomplishments had been the establishment, during the 1920's of an international gold/exchange standard"*.<sup>52</sup>

Podívejme se nyní na samotné fungování zlatého standardu. Jak FED zvýšil úrokové sazby mezi lety 1928 až 1929, aby zabránil spekulacím na burze, mělo to celosvětový dopad. Jednak vyšší úroková míra v USA způsobila příliv zlata do USA a nutně vedla k odlivu zlata ze zemí, které měly nižší úrokové sazby. Cizí země, aby zabránily odlivu zlata, musely taktéž navýšit úrokové sazby. Tato situace mohla mít fatální následky na ekonomiku (ekonomika se mohla nacházet v útlumu a potřebovala by naopak snížení úrokových sazeb a ne jejich zvýšení). Vyšší úrokové sazby utlumují ekonomickou aktivitu a mohou vést až k deflaci. Bernanke podotýká, že Francie a USA měly na počátku 30. let 60 % monetárního zlata. To vše vedlo k deflaci v

---

<sup>51</sup> Vycházím ze 4 přednášek: Chairman Bernanke's College Lecture Series: The Federal Reserve and the Financial Crisis. [Online] [Citace: 29. 03 2012.]

<http://www.federalreserve.gov/mediacenter/media.htm>.

<sup>52</sup> Bernanke, Ben S. Essays on The Great Depression. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2004. 978-0-691-11820-8, s. 66

ostatních zemí, musely totiž s odlivem zlata snížit peněžní zásobu podle pravidel zlatého standardu. Na druhou stranu neexistoval trest pro země, které nezvýšily peněžní zásobu s přílivem zlata, jako např. USA nebo Francie. Bernanke hovoří ale i o chybách v systému, kdy většina zemí na zlatém standardu měla buď zakázané, anebo velmi omezené možnosti konat operace na volném trhu, skrze něž by mohly zvýšit peněžní zásobu v souladu s pravidly zlatého standardu.<sup>53</sup>

*"This tightening seems clearly inconsistent with the gold standard's 'rules of the game,' and locates much of the blame for the early (pre-1931) slowdown in world monetary aggregates with the Federal reserve".*<sup>54</sup>

Bernanke poukazuje na klesající peněžní zásobu M1 zemí na zlatém standardu a naopak růst M1 u zemí, co z něho vystoupily. Jedinou výjimkou bylo Polsko, které mělo mírný růst M1. Poukazoval také na klesající poměr M1/BASE, který odrážel bankovní krize a klesající poměr RES/Gold pro změnu likvidace rezerv v zahraničních měnách. Pro zajímavost přikládám **tabulku č. 1**

Bernankeho výsledky potvrzují všeobecně horší makroekonomické výsledky zemí na zlatém standardu - slabší reálné exporty a vyšší nezaměstnanost. Úrokové míry byly vyšší v zemích na zlatém standardu, což dále zhoršovalo ekonomickou situaci. Je třeba si uvědomit, že měly vyšší úrokové sazby, protože si tím chtěly zvýšit zásoby zlata pro případ spekulací na měnu. Země, které vystoupily ze zlatého standardu, mohly konat monetární politiku. Tedy zvýšit peněžní zásobu, tím snížit reálné mzdy a stimulovat tak produkci.

#### 4.1.2 Osobní přirovnání zlatého standardu k režimu pevného kurzu případně Currency Board

V této sekci stručně zmíním podobné měnové režimy v dnešní době na vzoru 2 krizí v 90. letech 20. století. Mexiko zvolilo režim pevného měnového kurzu k dolaru. V důsledku spekulace na měnu nebyla centrální banka schopna udržet paritu v daném oscilačním pásmu a byla nucena devalvovat měnu. To ztížilo situaci firmám, které měly půjčky v zahraniční měně. V režimu fixních měnových kurzů je vždy reálná hrozba spekulace na měnu. To byl případ Mexika, ČR v roce 1997 nebo VB v roce 1931 pod zlatým standardem.

---

<sup>53</sup> Bernanke, Ben S. Essays on The Great Depression. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2004. 978-0-691-11820-8, s. 76

<sup>54</sup> tamtéž, s. 153

Kurzový režim, který je velmi identický k zlatému standardu, je Currency Board. V tomto režimu může vláda tisknout peníze na základě zvyšujících se devizových rezerv (při zlatém standardu při přílivu zlata). Argentina zafixovala svojí měnu k dolaru v poměru 1:1. Na počátku krize v Argentině byla vyšší inflace než v USA o více jak 50 %. Kdyby se nejednalo o fixní měnový režim, musela by argentinská měna k dolaru oslabit. Inflace zde znamená, že je vyšší poptávka po měně než nabídka, což oslabuje měnu. Protože v Currency Board argentinská měna nemohla oslabit, reálně posílila k dolaru. To výrazně zhoršilo exporty (produktivita firem by musela stoupnout o hodnotu reálného posílení měny, aby vyrovnala daný efekt). Kdyby byl volný kurzový režim, měna by oslabila k dolaru a exporty by se v důsledku inflace nezhoršily.

Tuto problematiku fixních měnových režimů přibližují i z důvodu jistých podobných znaků v EURU. Když například průměrně roste inflace v rámci EU pomaleji než dejme tomu v Řecku, musí řečtí exportéři, kteří chtějí zůstat stejně konkurenceschopní jako předtím, zvýšit produktivitu tak, aby dorovnali rozdíl způsobený inflací. Pokud by neměli EURO, měna by jednoduše oslabila a nemělo by to vliv na export. V rámci euroměny se země zbavují monetární politiky, respektive je vázána na ECB. Viděli jsme značné problémy, jaké způsobil zlatý standard vlivem přenosu monetární politiky z jedné země na druhou a případný přenos krize. Slabinu v EURU vidím právě v nemožnosti ovlivňovat monetární politiku samostatně a možnost přenosu krize z jedné země na druhou.

#### 4.1.3 Problém deflace a bankovních krizí

Deflace je velice nebezpečný jev. Jak již bylo napsáno, byla celosvětově rozšířena díky zlatému standardu. Z originálu: *"It seems reasonable to accept the idea that the worldwide deflation of the early 1930s was the result of a monetary contraction transmitted through the international gold standard"*.<sup>55</sup>

Jedním z problémů deflace, o kterých hovoří Bernanke, je situace dlužníka. Vyzdvihuje problematiku dluhu v době deflace. Inflace snižuje reálnou úrokovou míru, deflace jí naopak zvyšuje! Deflace znamená menší nabídku peněz, než činí poptávka po nich. Firmy například nezískají prostředky nutné na nějaký projekt. Dlužníci nemají prostředky, které měli dříve. Nominální příjmy poklesly vzhledem k

---

<sup>55</sup> Bernanke, Ben S. Essays on The Great Depression. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2004. 978-0-691-11820-8, s. 84

dluhům, což znesnadňuje jednotlivým subjektům vracet svůj dluh. Úpadky subjektů v ekonomice mají v další fázi důsledky na banky. S jejich pádem přijde řada střadatelů o prostředky, což vede k dalším krachům.

Zajímavý mi připadá v souvislosti s VHK nárůst objemu dluhů: *"Perhaps more significantly, during the 1920's, small borrowers, such as households and unincorporated businesses, greatly increased their debts. For example, the value of urban real estate mortgages outstanding increased from \$11 billion in 1920 to \$27 billion in 1929".*<sup>56</sup> Zvýšené zadlužení subjektů před VHK ještě více zhoršilo důsledky deflace. FED to měl brát v potaz a být aktivnější a dodat bankám likviditu.

Dalším problémem spojeným s deflací je přizpůsobení mezd. Ty s deflací reálně rostou a musí tedy dojít k jejich snížení, aby neklesala produkce. V případě, že se tak nestane, dojde k nárůstu nezaměstnanosti v důsledku propouštění. Na druhou stranu, jak již bylo nastíněno, snížení mezd ještě více ztíží splácení půjček lidmi. Je proto velmi důležité, aby deflace nenastala!

Deflace může být také způsobena omezením kreditu od bank. Banky v důsledku odpisu špatných aktiv musí v souladu s kapitálovou přiměřeností, buď navýšit kapitál, což může být složité v období krize, anebo omezí aktiva - přibližně 2/3 aktiv jsou půjčky! Bernanke odkazuje na Friedmana a Schwartz ohledně problémů způsobených potížemi bank. Jednak za doby VHK připravily lidi o jejich vklady, za druhé to omezilo peněžní zásobu! Dle Bernankeho toto omezení kreditu přeměnilo recesi z let 1929 - 1930 v depresi.

Zmíňme si závažné selhání FEDu plynoucí z následující situace: *"The fact that liabilities of banks were principally in the form of fixed-price, callable debt (i.e., demand deposits), while many assets were highly illiquid, created the possibility of the perverse expectational equilibrium known as a "run" on the banks".*<sup>57</sup> Banky drží jen malou část vkladů v likvidních aktivech, a tudíž nejsou schopny vyplatit větší množství výběrů najednou. Značnou část portfolia bank tvoří nelikvidní aktiva, která ale mají vyšší výnos. Důležitou funkcí centrální banky je podle Bernankeho dodat bankám v dané situaci likviditu. V případě, kdy má banka dostatečně kvalitních aktiv, které může poskytnout jako jistinu, tomu nic nebrání. Centrální banka si na ně dá o něco málo vyšší úrok, než který je běžný. Za VHK mohlo být mnoho bank s kvalitním

---

<sup>56</sup> Bernanke, Ben S. *Essays on The Great Depression*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2004. 978-0-691-11820-8, s. 47

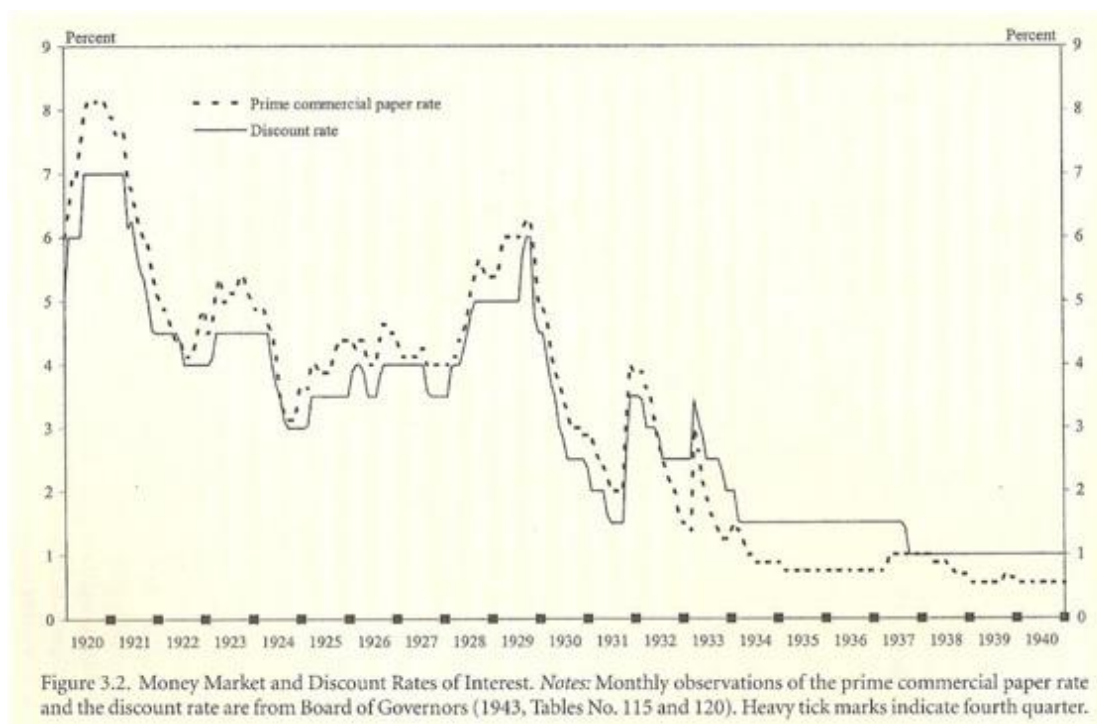
<sup>57</sup> tamtéž s. 44

portfoliem aktiv, ale zkrachovaly, protože z psychologického hlediska lidé začali ve velkém stahovat svoje vklady. Jednalo se o obavy ze situace jejich banky a banky nebyly schopny uspokojit jejich potřebu.

Poslední věcí, kterou je nutno zmínit k bankovnímu systému v USA, je podle Bernankeho problém velkého počtu malých nezávislých bank. Země jako Británie či Francie, které měly jen pár velkých bankovních institucí, nepocítily potíže amerického rozsahu.

## 4.2 Srovnání politiky FEDu

Nyní se hlouběji zaměřím na politiku FEDu během krize a její srovnání s chováním FEDu během SFK. Těsně před VHK vzrostly úrokové sazby u commercial paper rate ze 6 % na konci roku 1937 na 9 % o rok později.<sup>58</sup> Skrze emitaci tohoto cenného papíru financují společnosti běžný provoz. Zvýšení této sazby může společností způsobit problémy se sehnáním nutného kapitálu na běžný provoz a v konečném důsledku zpomalit ekonomiku. Na obrázku pak můžeme sledovat vývoj commercial paper rate a diskontních sazeb.



Zdroj:<sup>59</sup>

<sup>58</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 134

<sup>59</sup> Hetzel, Robert L. *The Monetary Policy of the Federal Reserve*. New York: Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 15

V dalším vývoji zvýšil FED od března roku 1928 do srpna 1929 diskontní sazbu z 3 % na 6 %. Jak již bylo předesláno v předchozí části, série pádu bank prohloubila tuto krizi, která by podle mnohých ekonomů byla v případě podpoření bankovního sektoru pouze běžnou recesí.<sup>60</sup>

*"The founders of the Federal Reserve attributed financial panics to the inevitable collapse of asset speculation. As a result, they designed the Federal Reserve Act according to the real bills doctrine, which prescribed limiting credit extension to the amount required to finance real bills (the self-liquidating IOUs used to finance goods in the process of production). Such limitation, it was hoped, would prevent an excess of credit creation that would spill over into asset markets for land and stocks and create asset bubbles".*<sup>61</sup>

To do jisté míry může vysvětlit, proč FED nepodporoval banky kreditem. Druhou zajímavou tezí je již zmíněná "liquidationist theory", o které hovořil Bernanke. Thomas k tomu zmiňuje, dle této teorie by zvýšení peněžní zásoby během recese zabránilo nutnému procesu této "likvidace špatných firem" a je proto z jejich pohledu špatná. Jedním ze zástupců této teorie byl v té době podle Thomase Adolph Miller, guvernér Federal Reserve Bank of New York.<sup>62</sup> Thomas dodává k počínání FEDu během VHK, že zapomněl, na co byl vytvořen - jako půjčovatel poslední instance v dobách bankovních krizí.

Po pádu velké rakouské banky Credit Anstalt v květnu roku 1931 došlo ke spekulacím na libru a vystoupení VB ze zlatého standardu. Dle Hetzela následné spekulace na USD vedly k odlivu zlata v hodnotě více jak 600 miliónů dolarů mezi srpnem a listopadem roku 1931. Fed v reakci na tuto situaci zvednul diskontní sazbu z 1, 5 % na 3, 5 %.<sup>63</sup> Thomas k tomu uvádí zvednutí sazby, přestože byla nezaměstnanost v té době 15%! Fed se za daných okolností soustředil na zachování zlatého standardu a opomíjel stav ekonomiky - ať již Thomasem nastíněná vysoká nezaměstnanost, která si žádala naopak podpoření aktivity nízkými úrokovými sazbami.

---

<sup>60</sup> vycházím z Hetzela

<sup>61</sup> Hetzel, Robert. Monetary Policy in the 2008-2009 Recession. Richmond : Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 2009, s. 4 Viz seznam literatury

<sup>62</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 245

<sup>63</sup> Hetzel, Robert L. *The Monetary Policy of the Federal Reserve*. New York : Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 23

Problematiku deflace jsme rozebrali v kapitole 4.1.3. Hetzel poukazuje na to, jak očekávání určitých hodnot deflace mělo důsledky na reálnou úrokovou sazbu: *"The most dramatic example occurred in 1931. An expected deflation rate of 7.1% turned a market interest rate of 2.6% into a real rate of 9.7%".*<sup>64</sup>

Hetzel poukazuje, že by USA musely vystoupit ze zlatého standardu, aby mohly podpořit kreditem banky. Zmiňuje problematiku, kdy jen málo ekonomů vnímalo centrální banku jako tvůrce peněz. Dalším problémem jsou politické tlaky, kdy bylo FEDu dáváno za vinu způsobení krachu na burze nízkými úrokovými sazbami, což mohlo hrát roli, proč se FED obával snížit úrokové sazby. A v poslední řadě špatné chápání možností FEDu: *"In the real bills environment of the time, policymakers did not think of FED as a central bank capable of creating bank reserves. Instead, as E.A. Goldenweiser (1951,161) explained, the FED saw itself as a storehouse of the reserves of commercial banks".*<sup>65</sup> Podle Thomase může být jeden pohled také sledování špatných ukazatelů FEDem v té době. Možná pozoroval nízké úrokové sazby (např. na Treasury bonds), nízké diskontní sazby a zvyšující se rezervy bank po polovině roku 1932. Zvyšující rezervy považoval FED za signál jeho uvolněné politiky (podporování ekonomiky). FED podle něj ale nesledoval reálné úrokové sazby, které byly vlivem deflace velmi vysoké, celkové rezervy či klesající peněžní zásobu! Ty naopak svědčily o restriktivní politice FEDu!

Dejme si tuto počáteční fázi VHK do užší souvislosti s počínáním FEDu během SFK. Z tohoto hlediska je důležité vzít v potaz deflaci. Bernanke, současný předseda FEDu, proslul svým studiem o VHK, a proto jsem zmínil jeho myšlenky v předchozí části. Navíc za současné krize neexistoval zlatý standard, tudíž nic nebránilo Bernankemu zaujmout expanzivní politiku FEDu a zabránit katastrofálním následkům deflace i s přihlédnutím na problémy v Japonsku v důsledku dlouhotrvající deflace.

Za nynější krize naopak FED "napumpoval" do ekonomiky "spoustu" peněz. Zvýšil ve velké míře peněžní zásobu, čím zabránil deflaci. Za krize ve 30. letech klesla během 4 let cenová hladina o 25 procent. Přikládám **do přílohy tabulku č. 2** ke grafu níže pod.

---

<sup>64</sup> Hetzel, Robert L. The Monetary Policy of the Federal Reserve. New York : Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 18

<sup>65</sup> Hetzel, Robert L. The Monetary Policy of the Federal Reserve. New York : Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 21

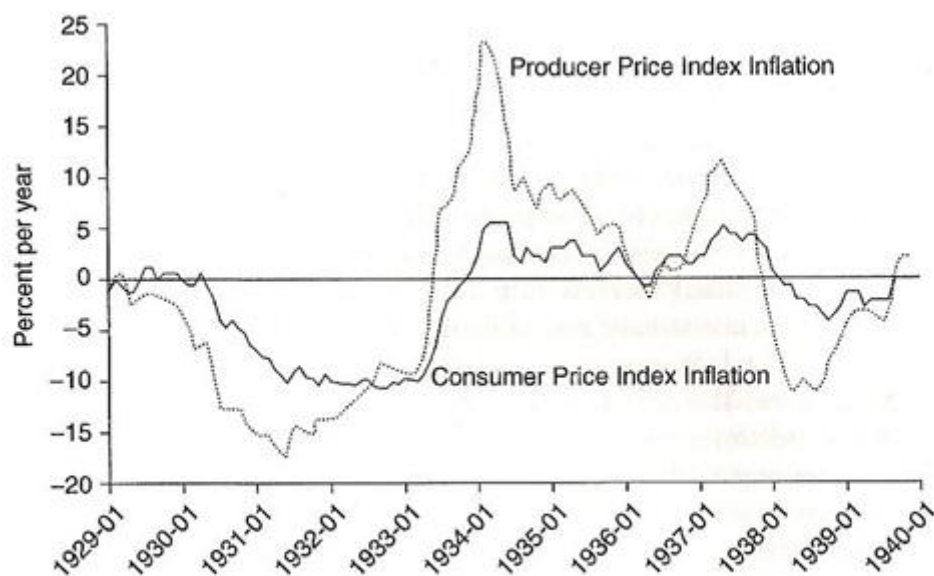


Figure 8-1 Inflation rates of U.S. consumer and producer prices, 1929–1939.

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED database.

Zdroj: <sup>66</sup>

Ve stručnosti uvedme reakci FEDu na SFK - snížila krátkodobé úrokové sazby z 5,25 procent v létě roku 2007 na téměř nulu na konci roku 2008. Dále se snažila podpořit příliv kapitálu ze zahraničí a americký kongres schválil fiskální stimulační program za přibližně 800 miliard dolarů na počátku 2009.

Bernanke vnímal důležitost, kterou sehrály vlny krachů bank za doby VHK a udělal mnoho inovativních kroků pro dodání nutné likvidity bankám a stimulování ekonomiky. FED pocítil určitá úskalí během VHK ve využívání diskontního okna bankami - a tak za současné krize své diskontní okno změnil. Za normálních okolností si banky půjčují přes tento prostředek pouze přes noc. Nově si mohly půjčit na 28 nebo 84 dní po dodání jistiny. Banky nerady využívají tohoto prostředku, protože vrhá špatný signál trhům na jejich finanční situaci. FED proto vymyslel speciální prostředek TAF (term auction facility). Další kroky FEDu v této oblasti rozeberu hlouběji v sekci o SFK.

Důležitý krok podstoupil FED také na trhu s commercial paper. Jak jsem již zmínil těsně před začátkem VHK vzrostl úrok na tomto trhu. FED pod Bernankem

<sup>66</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 139

silně zasáhl na tomto trhu po pádu Lehman Brothers, kdy se její cenné papíry staly bezcennými, což zvýšilo úrokové sazby na tomto důležitém trhu pro společnosti. Problémy na tomto trhu ovlivnilo i mimo jiné MMF (money mutual funds), který do trhu s "commercial paper" investují. Přesný způsob, jakým Bernanke snížil sazby a obnovil fungování těchto trhů, rozeberu v následující kapitole. Podstatný je pro nás fakt, že Bernanke na rozdíl od FEDu za VHK přistupoval k problémům značně inovativně.

Vraťme se nyní k VHK a k tomu, jak se FED dostal z krize. Vše začalo s nástupem prezidenta Roosevelta. Od dubna roku 1933 začal dolar oslabovat vzhledem ke zlatu o 50 %. Roosevelt stav komentoval tím, že jde o záměrné zvednutí cenové hladiny, což také mělo okamžitý efekt na ceny: *"From their peak in 1928Q4 through 1933Q1, wholesale prices fell 38,3%, and in 1933Q1, they fell at an annualized rate of 19%. Over the last three quarters of 1933, they rose at an average annualized rate of 25.8%. Over 1928Q4 to 1933Q1, the CPI fell 26%, but rose at an average annualized rate of 5.4% over the last three quarters of 1933".*<sup>67</sup>

Hetzel poukazoval, jak silný vliv mělo očekávání inflace na reálnou úrokovou sazbu commercial paper z 8, 2 % v prvních 2/3 roku 1933 na -3, 5 % v poslední třetině roku. Zvýšení monetární báze nebylo dáno monetární politikou, nýbrž přílivy zlata!

Dle Hetzela si v roce 1933 banky půjčovaly minimálně skrze diskontní okno. V lednu 1934 zafixoval FED dolar na ceně \$35 za unci zlata, tj. 59 % devalvace. To mělo následující efekt: *"From 1933Q1 through 1937Q1, M1 and M2 (Figure 3.4) increased at annualized rates, respectively, of 11.5 and 8.1%. Over this same period, real GNP increased at an annualized rate of 10.8%".*<sup>68</sup>

Roosevelt na týden zavřel banky z důvodu jejich prověření, čímž chtěl dodat jistotu trhům. Během tohoto období se mělo prověřit 18 000 bank. Dle Thomase se nedalo během tak krátkého období určit, která banka je na tom špatně. Za současné krize došlo k prověření 19 největších bank. To trhy uklidnilo.<sup>69</sup>

Svou roli za obnovou sehrál také New Deal a řada nově vytvořených institucí -

---

<sup>67</sup> Hetzel, Robert L. The Monetary Policy of the Federal Reserve. New York: Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 24-25

<sup>68</sup> Hetzel, Robert L. The Monetary Policy of the Federal Reserve. New York: Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 27

<sup>69</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 245

Hetzel: *"The Roosevelt administration created numerous additional government entities to revive credit intermediation, for example, Fannie Mae, the Federal Housing Administration, the Federal Home Loan Bank System, and the Federal Credit Union system".* <sup>70</sup> Další důležitou institucí byl dle Bernankeho Federal Deposit Insurance Corporation – ten pojistoval bankovní vklady.

Thomas: *"In spite of several fiscal initiatives implemented in the Roosevelt administration's first year in office in an effort to boost employment, many economists attribute the 1933-1937 economic expansion to monetary forces rather than fiscal stimulus".* <sup>71</sup>

Po vystoupení ekonomiky z krize nastala další fatální chyba FEDu. Za VHK krize držely banky nadbytečné rezervy do roku 1936 - 1937 podle Thomase, protože byly nízké úrokové sazby a výnosy z Treasury bills byly nízké okolo 0 - 0,5 %. To znamená, že banky držením nadbytečných rezerv neměly téměř žádné ztráty a vyplatilo se jim je nechat "ležet" u FEDu. Když se FED začal obávat uvolnění rezerv, zvednul požadavky na rezervy, což vedlo USA opět do recese.

Rezervy bank za SFK vzrostly na přibližně 25 násobek, a proto bude jejich citlivé uvolnění velkou výzvou pro současný FED. Více k tomuto tématu v další kapitole.

---

<sup>70</sup> Hetzel, Robert. Monetary Policy in the 2008-2009 Recession. Richmond : Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 2009, s. 8

<sup>71</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 149

## 5 Politika FEDu během SFK

V této poslední kapitole o SFK navážu na předchozí části mé práce. Jak bylo rozebráno v předchozích 2 kapitolách byl FED během VHK značně neaktivní a byl mu přikládán značný podíl na VHK a jejím rozsahu. Tato část bude navázáním na chyby FEDu vycházejí i z názorů současného předsedy FEDu Bernankeho. Z hlediska komparativního budou důležité i jeho myšlenky v této části na způsob jakým reagoval FED v tomto období a do jaké míry se jemu a FEDu podařil vyhnout se chybám, kterých se dopustil FED za VHK. V úvodní části se zaměřím i na určitou kritiku FEDu v počáteční fázi SFK. Následně doplním již zmíněné kroky americké centrální banky během současné krize z předešlé části. Závěrečná část bude o možné strategii Bernankeho, jak uvolnit nadbytečné rezervy bank u FEDu, tak aby se neopakovala chyba z let 1937-1938 vedoucí k návratu do recese.

Opět využijme shrnutí krize od Thomase: *"The economic downturn that began in December 2007 was the lengthiest and most severe recession since the Great Depression of the early 1930s. It cost the country more than 8 milion jobs and some \$2000 billion of income (\$6500 per person, on average) over the course of 2008 and 2009 alone".*<sup>72</sup>

Tato krize měla dle názorů mnoha odborníků, mezi nimi např. Bernankeho či Thomase, potenciál způsobit více škod než-li VHK. Bernanke hovořil o nových finančních instrumentech, které neměly za VHK obdoby. Přiznal, že za vlády prezidenta Bushe si nechal v roce 2005 i od něho zpracovat analýzu možných dopadů splasknutí bubliny v nemovitostech a nepředpokládali takto velké důsledky pádu cen na ekonomiku. Bernanke přikládá větší dopady zejména odkrytí chyb ve finančním systému a jeho nedůsledné kontrole.<sup>73</sup>

Thomas: *"The recent crisis had the potential to do even more damage to the nation's economy. First the series of financial innovations that gave us collateralized debt obligations, credit default swaps, and other poorly understood and dangerous instruments did not have an analogous counterpart in the 1930s."*<sup>74</sup>

---

<sup>72</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 50

<sup>73</sup> V souvislosti s Bernankem vycházím ze 4 přednášek: Chairman Bernanke's College Lecture Series: The Federal Reserve and the Financial Crisis. [Online] [Citace: 29. 03 2012.]

<sup>74</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 150

## 5.1 Objasnění pár nových instrumentů ve finančnictví

V této pasáži ve stručnosti navážu na předchozí citaci od Thomase, abych přiblížil chyby v systému, o čemž hovořil i např. Bernanke, když tvrdil, že samotný pád cen v nemovitostech nemohl způsobit krizi tohoto rozsahu.<sup>75</sup>

Banky prodávaly různé druhy hypoték odlišně bonitním klientům. Následně je odprodaly vládou sponzorovaným institucím Freddie Mac a Fannie Mae (Freddie Mac byl založen během VHK na podpoření objemu poskytnutých hypoték občanům). Tyto instituce jsou prostředníkem mezi bankami a investory. Tyto instituce zkombovaly tisíce hypoték a přeměnily je následně do takzvaných "mortgage-backed securities (MBS)". Tento proces se nazývá "securization". Tyto cenné papíry pak mohli kupovat investoři. Problém s tím spojením, o kterém hovoří jak Bernanke tak Thomas, je že obsahovaly různě riskantní hypotéky a přitom dostaly většinou AAA status od společností jako je Moody's a Standard and Poor's. Bernanke zmiňuje střet zájmu, kdy by bylo logičtější, kdyby si platili toto hodnocení od ratingových agentur investoři a ne prodávající, kteří mají zájem na vysokém ohodnocení jejich cenných papírů.

Thomas je stejného názoru: *"Another sign of "malign neglect" on the part of those responsible for overseeing the financial system was acquiescence in the process allowing private firms that rate mortgage-backed (MBS) and the securities created from them to be paid for his service by the very investment banks that created and marketed the instruments"*.<sup>76</sup>

Firmy Freddie Mac a Fannie Mae ke všemu garantovaly dorovnání případných ztrát z těchto hypoték.

Značný podíl na šíři krize měl hypoteční trh. Z tohoto důvodu bych rád podložil změnu ve fungování toho segmentu trhu citací od Thomase: *"To cite just one aspect of this transition, traditional, thoroughly documented 20 percent down-payment fixed-rate mortgages increasingly gave way to nondocumented low and zero down-payment, variable-rate mortgages, and negative amortization loans"*.<sup>77</sup>

Bernanke hovoří o takzvaných "prime mortgages" a hypotékách od ještě méně bonitních klientů "subprime mortgages". Pod ty "subprime" patřily "exotic mortgages"

---

<sup>75</sup> V souvislosti s Bernankem vycházím v cele podkapitole ze 4 přednášek: Chairman Bernanke's College Lecture Series: The Federal Reserve and the Financial Crisis. [Online] [Citace: 29. 03 2012.]

<sup>76</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 51

<sup>77</sup> tamtéž, s. 20

takzvané "ARMS". Je důležité zmínit, že tyto hypotéky se začaly značně rozšiřovat před vypuknutím krize. Bernanke ukazuje na jednu společnost nabízející takovéto hypotéky a jejich podmínky na klienty při poskytnutí půjčky:

- 1% úrok první rok (neříkají kolik potom)
- mzdu pouze řeknete jakou máte, nemusíte podložit
- 100% hypotéka (žádná jistina od dlužníka!)
- a k tomu mohli dokonce do té hypotéky přidat všechny své dluhy z kreditních karet a to splácet první rok za ten 1% úrok!

Splácení těchto domů záviselo na neustálém zvyšování cen. Po dvou letech se začínaly zvedat úroky třeba na 5% a výš. Proto museli v nějakém bodě refinancovat a klienti byli závislí na zvedajících se cenách nemovitostí. Bernanke říká, že se nejednalo o špatný zdroj zisku, ale pouze v případě, kdy rostly neustále ceny nemovitostí. Jinak jsou samozřejmě tyto praktiky zarážející! Co překvapuje, ale ještě mnohem více je, že tyto hypotéky byly součástí těch "MBS", o kterých jsem hovořil na začátku a dostávaly od ratingových agentur AAA status!

Další nový instrument na trhu byly "collateralized debt obligations". Jedná se o různé druhy dluhů - hypotéky a další. Také se s těmito cennými papíry obchodovalo.

To samé "asset backed security market" - banky prodaly půjčky klientům skrze kreditní karty a odprodaly stejně jako to bylo s hypotékami.

Bernanke, ale zdůrazňuje problém v tom, že nikdo nevěděl, kde všude na trhu jsou jaké druhy odprodaných hypoték s jakou bonitou. Společnost AIG pojišťovala tyto dluhy skrze takzvané "credit default swaps". Což je opět dle něj výnosné, ale jen v případě, kdy nejsou úpadky v hrazení dluhů. Tyto "credit default swaps" přenesly problematiku bankovního sektoru i do dalších oblastí ekonomiky.

Poslední zajímavá praktika bank hodná zmínění jsou takzvané "off balance sheet vehicles". Banky v rámci společnosti odepsaly aktiva v rámci účetnictví na tento instrument a chovaly se k tomu, jako by to byla jiná firma. To jim umožnilo, aby je špatná aktiva nenutila v souladu s kapitálovou přiměřeností navýšit kapitál. Teď se přepracovala legislativa a banky nebudou moc toto používat během krizí.

## 5.2 Kritika FEDu v počáteční fázi SFK

Dle Thomase vyčítají kritici FEDu nerozpoznání hloubky finanční krize již v její počáteční fázi v roce 2008 kdy se krize prohloubila a její důsledky na ekonomiku. Měli dle nich snížit rychleji krátkodobé sazby. Na druhou stranu říká, že FED se

obával při snižování úrokové míry inflace. FOMC v lednu 2008 rozhodl o snížení federal funds target rate z 4,25 procent na 3 procenta, v březnu 2 dny po převzetí upadající firmy Bear Stearns's od JP Morgan rozhodla o dalším snížení na 2,25 %. Na konci dubna rozhodla o snížení na 2% a nechala tuto hodnotu takto 5 měsíců než snížila na 1.5% v říjnu. Nezaměstnanost rostla v období, kdy byly úrokové sazby na 2% z 5,4% na 6,1%. - zvyšující nezaměstnanost měla FED vést k snížení úrokových sazeb. Na druhou stranu cena za barrel ropy vzrostla z \$55 NA \$130 v období od ledna 2007 do července 2008, což dělalo obavy FEDu, aby se to nepřeneslo do inflace - v případě rostoucí inflace by museli zvýšit úrokové sazby. Klesající produkce snižovala inflaci, ale ceny ropy jí táhly naopak nahoru. Jednalo se samozřejmě o složité prognózy pro FED v daném období, aby správně určili odhad vývoje inflace a dle toho přizpůsobili svojí politiku. Thomas dále poukazuje na skutečnost, kdy FED rozhodoval o úrokových sazbách, indexy měřící inflaci PCE a core PCE indexy vzrostly na 4,6% a 2,6%.<sup>78</sup> Na konci roku 2008 klesly tyto indexy vlivem ekonomického útlumu a snížení cen energie pod hladinu inflace, kterou se předpokládalo, že FED drží - 2%. V době psaní knížky Thomase to nebylo ještě známo. V současné chvíli již ale FED oznámil, že jeho cílová inflace je 2%. Pád indexů reflektující inflaci podpořil FED v tom, aby nakonec snížil úrokové sazby.<sup>79</sup>

### **K tomuto dávám 3 grafy pod obrázek č. 4,5,6**

Hetzel říká k tomuto období ( hovoří o roku 2008): *"The absence of a funds rate reduction between April 30 and October 8 (or only a quarter percentage point reduction between March 18 and October 8) despite steady deterioration in economic activity and moderation in inflation expectations represented a contractionary departure from the policy of LAW with credibility".*<sup>80</sup> Vysvětlení politiky LAW v poznámce pod čarou.<sup>81</sup>

---

<sup>78</sup> Core PCE nezahrnuje v sobě ceny energie a jídla, které mají tendenci zkreslovat dlouhodobou inflaci.

<sup>79</sup> tuto pasáž jsem převzal z Thomas, Lloyd B. *THE FINANCIAL CRISIS AND FEDERAL RESERVE POLICY*. New York: Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 155-157

<sup>80</sup> Hetzel, Robert. *Monetary Policy in the 2008-2009 Recession*. Richmond : Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 2009, s. 12

<sup>81</sup> LAW - William McChesney Martin (FOMC chairman from 1951 until 1970) invented the policy procedures that have defined modern central banking (Hetzel 2008a). As encapsulated in his characterization of policy as "lean against the wind" (LAW), the Fed lowers the funds rate in a measured, persistent way in response to sustained decreases in resource utilization rates (increases in unemployment), and conversely for sustained increases in resource utilization rates. Převzato z Hetzel, Robert. *Monetary Policy in the 2008-2009 Recession*. Richmond : Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 2009, s. 10

### 5.3 Doplnění politiky FEDu během SFK

V této části se zaměřím na inovativní jednání FEDu během této krize. Za normální situace nemá FED dle zákona oprávnění poskytovat finanční pomoc institucím mimo oblast bankovníctví. Za současné krize, ale zachraňoval i nebankovní subjekty, např. AIG.

Největší část expanzivní politiky FEDu proběhla v krátkém úseku 8 týdnů. Z originálu: *"Actually, almost all of the expansion of the Fed's total assets took place in an eight-week period during the height of the panic in fall 2008. Total Federal Reserve assets increased from \$ 905 billion on Sep 4, 2008 to \$2.075 billion on Nov 6."*<sup>82</sup> Aktiva zvýšily zejména půjčky. Záchrana např. Fannie Mae, Freddie Mac. Nákup státních dluhopisů v tomto období klesl. V rámci toho 25 krát vzrostly rezervy bank u FEDu. Přikládám velmi **zajímavý obrázek č.7** se změnou bilance FEDu!

Bernanke k situaci během SFK podotýká, že za VHK. krize sice zkrachovalo okolo 10 tis bank, ale byly malé. Kdežto za současné krize měly problémy některé z největších bank a společností.<sup>83</sup>

Heztel: *The Fed has taken over portfolio risk in large financial institutions, in particular, AIG, Citigroup, and Bank of America. The Treasury has supported the GSEs and the deposits of money market mutual funds. The FDIC has guaranteed the debt of large commercial banks and small industrial banks and has extended the coverage of insured deposits. TARP money has added capital to the banking system.*<sup>84</sup>

Uvedme si pár zachráněných významných společností. Burzovní společnost (broker house) Bear Stearns se prodala JP Morgan za podpory FEDu. FED navíc dle Bernankeho půjčil peníze Bear Stearns.

Bernanke hovořil o zachráně společnosti Fannie Mae a Freddie Mac. Za podpory FEDu a spolupráce s americkou vládou vznikl zákon, který garantoval jejich MBS. Fed normálně kupuje státní dluhopisy. Za krize kupoval cenné papíry z hypoték, poté co je nikdo nechtěl kupovat. Fed se zavazal koupit tyto MBS až do výše 1,250 miliard dolarů.<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 246/Notes 5

<sup>83</sup> V souvislosti s Bernankem vycházím v cele podkapitole ze 4 přednášek: Chairman Bernanke's College Lecture Series: The Federal Reserve and the Financial Crisis. [Online] [Citace: 29. 03 2012.]

<sup>84</sup> Hetzel, Robert. *Monetary Policy in the 2008-2009 Recession*. Richmond : Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 2009, s. 30

<sup>85</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 128

Následovaly potíže velké investiční banky Lehman Brothers. Dle Thomase v roce 2008 vykázal Lehman Brothers ztrátu \$2,8 miliard a musel snížit aktiva o \$6 miliard, aby splnil požadavky na jistinu od své clearingové banky JP Morgan Chase. Bernanke hledal kupce, zdálo se, že by o koupi měla zájem Bank of America. Bohužel po přezkoumání situace Lehman Brothers zjistila horší situaci než původně předpokládala a koupila namísto toho upadající burzovní společnost Merrill Lynch za přibližně \$50 miliard. Britská banka Barclay's též vycouvala, kvůli britským regulačním úřadům.<sup>86</sup> Bernanke podotýká k této situaci, že bohužel nemohl zachránit společnost FED sám, protože nevlastnila kvalitní aktiva, která by mohla poskytnout jako jistinu kryjící půjčku. Ze zákona nemohl proto pomoci.

Následující den hrozily stejné potíže obrovské pojišťovací společnosti AIG. Do problému je dostaly poskytnuté "credit default swaps" jistící půjčky. Za první půli roku 2008 vykázalo AIG ztrátu ve výši \$ 12 miliard. Standard and Poor's a Moody's snížili kreditní rating AIG. AIG byla nucena navýšit kapitál, nebyla toho ale schopná. Zachrána AIG stála stát namísto původních 85 miliard dolarů téměř 200 miliard. Bylo to formou půjčky - úroky byly vyšší o 8,5 procentního bodu nad London Inter-bank Borrowing RATE a stát za to též získal téměř 80% podíl ve firmě.<sup>87</sup> Bernanke k tomu vyzdvihuje fakt, že narozdíl od Lehman Brothers mělo AIG mnoho kvalitních aktiv, tudíž záchraně nic nebránilo. Pád této společnosti by dle něj znamenal pro FED konec možností ovlivnit průběh krize.

Jako velmi významný krok v průběhu krize viděl Bernanke mezinárodní spolupráci s ostatními centrálními bankami a zdůrazňuje význam jednoho konkrétního zasedání G7 10. října 2008. Domlouvali se, jak zastavit finanční krizi. Zazněly tam návrhy FEDu - nutnost zachránění pádu dalších finančních institucí a stabilizace bankovního sektoru. Před tímto zasedáním byly úrokové sazby, za které si půjčují banky navzájem vysoké. Po této konferenci se navrátila důvěra a úroky klesly na běžnou výši.

Důležité byly testy 19 největších bank od roku 2009. Od té doby probíhají každý rok.

Zaměříme se ještě na nové programy vyvinuté FEDem, aby dodal nezbytnou likviditu bankám. V této části vycházím z Thomase. Bernanke rozebírá, ale také stejná

---

<sup>86</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 88

<sup>87</sup> tamtéž, s. 88-89

fakta!<sup>88</sup>Vše probíhalo na základě jistiny. Za normálních okolností si banky půjčují mezi sebou na mezibankovním trhu. Banky si, ale nevěřily. Fed vyvinul, proto mnoho prostředků pro dodání finančních prostředků bankám:

- TAF - term auction facility v prosince 2007. Tradičně si takto půjčují banky přes noc, hovořil o tom i Bernanke. V tomto případě si mohly na základě jistiny půjčit dokonce na 28 nebo 84 dní. Bylo úspěšné dáno relativní anonymitou. Další změna, o které hovoří Thomas, banky obdržely peníze až 3 dny po aukci, banky co by byly ve velkých potížích by je potřebovaly hned. Normální diskontní okno poskytuje peníze ihned. Hodnota v aukci se dostala na nějakou dobu k průměru okolo \$150 miliard dolarů. Vrchol byl téměř \$500 miliard. Tento program byl úspěšný a dodal likviditu. Skončil zkraje roku 2010.
- Liquidity swaps - FED spolupracoval s 14 zahraničními centrálními bankami. FED poskytnul těmto bankám dolarové půjčky výměnou za eura. Bylo to z důvodu dodání chybějících dolarů na evropských trzích. Po pádu Lehman Brothers dosáhly půjčky vrcholu \$580 miliard dolarů. Z kraje 2010 ukončeno. Bylo, ale kvůli krizi v Eurozóně v květnu 2010 obnoveno.
- Commercial Paper Funding Facility (CPFF). Po pádu Lehman Brothers a odpisů jejích cenných papírů, konkrétně "commercial paper" došlo k vzrůstu úroků na tomto trhu. Jedná se o důležitý trh pro firmy. FED poskytoval půjčky na 3 měsíce pro vysoce kvalitní společnosti za o něco vyšší sazby než byly běžné na trhu. Vrcholu dosáhl tento program v lednu 2009, kdy půjčil \$350 miliard dolarů. Skončilo zkraje 2010.
- Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF). Jednalo se o cenné papíry z půjček na kreditních kartách, studentské půjčky, půjčky na auto. Z důvod obav investorů vzrostly úroky na tomto trhu a hrozilo omezení dostupnosti peněz domácnostem. Vznikl v listopadu 2008, FED přislíbil poskytnout až \$200 miliard na jednoleté půjčky.
- Asset-Backed Commercial Paper a Money Market Mutual Fund Facility (AMLF). Mělo pomoc jak na trhu MMF i na trhu s commercial paper. V době vrcholu dosáhlo 151 miliard dolarů.

---

<sup>88</sup> Programy FEDu přebírám zkráceně z Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 167-170

Důležitý je pro Bernankeho ovlivnění dlouhodobých úrokových sazeb, aby podpořil hypotéční trh. Fed může ovlivnit dlouhodobou sazbu prohlášením, že bude delší dobu udržovat určitou hladinu krátkodobých úrokových sazeb. Dlouhodobé úrokové sazby ovlivnil dle něj přímo nákupem US Treasuries a government-sponsored enterprise GSE mortgage-related securities. Bernanke podtrhuje význam tohoto kroku, když FED koupil GSEs a US Treasuries, je jich méně na trhu a to sníží jejich úrokovou míru. Investoři tím jak je nemohli koupit, tak kupovali "corporate bonds". A to dle Bernankeho vlivem větší poptávky po corporate bonds opět snížilo jejich úrokové sazby! Takže toto mělo podpurný efekt ve více oblastech.

Bernanke vyvrácí tvrzení řad veřejnosti, že tyto kroky FEDu byly kryty tiskem peněz. Množství peněz se zvýšilo minimálně! Projevilo se to na růstu nadbytečných rezerv bank u FEDu.

Důležitá je pro Bernankeho transparentnost a komunikace s veřejností, kdy objasňují politiku FEDu. Též nově oznámil inflační cíl 2%. Toto dle mého názoru dělá, proto, aby trhy vlivem očekávání vyšší inflace jí nakonec nezpůsobily!

Všechny tyto inovativní kroky FEDu měly dle mého názoru zatím úžasné výsledky. Bernanke podotýká poskytnutí celkem 21000 půjček a žádná z nich nezůstala zatím nesplacena! Navíc na půjčování společností FED i značně vydělal. Bernanke hovoří o předání přibližně 300 miliard dolarů do státní poklady za poslední 3 roky!

## 5.4 Citlivé uvolnění rezerv

Jedná se o velkou výzvu pro FED v nadcházejících letech. Kdyby banky uvolnily zvýšené rezervy, které se navýšily na 25 násobek jejich původní hodnoty, došlo by k velké inflaci. K následkům inflace uvádím 2 zajímavé citace.<sup>89</sup> a <sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> John Maynard Keynes: "By a continuing process of inflation, governments can confiscate, secretly and unobserved, an important part of the wealth of their citizens...There is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency. The process engages all the hidden forces of economic law on the side of destruction, and does it in a manner than not man in a million is able to diagnose". Z Thomas, Lloyd B. The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 235

<sup>90</sup> "Inflation has many negative consequences. It arbitrarily and unfairly redistributes the nation's income and wealth, reduces economic efficiency by misallocating resources, and adversely affects investment spending and long-term economic growth. However, inflation does reduce the burden of debt, and extraordinarily high quantities of debt have been taken on by households, firms, and the

Thomas hovoří o 4. základních možnostech FEDu, jak "rozpustit" tyto rezervy citlivě: *"First, the Fed could implement its traditional tool of outright sales of assets, including its holdings of short-and long-term Treasury securities, agency securities, and MBS. Second, the Fed could engage in large-scale reverse repurchase agreements ("reverse repos"). Third, by offering attractive interest rates, the Fed could induce banks to hold term deposits at the Fed as an alternative to lending the funds to private borrowers. Finally, by managing the rate of interest the Fed pays banks on reserves rather than lending them out".*<sup>91</sup>

Bernanke je v této souvislosti také optimistický. K tomuto tématu zastával názor, že jednak některá aktiva sama vyprší, tím jak skončí jejich platnost. Dále může postupně snížit nadbytečné rezervy, jakmile bude ekonomika opět dostatečně růst, zvýšením úrokových sazeb.<sup>92</sup>

---

U.S. government in the twenty-first century. Political forces could dictate that the burden of this debt be reduced through higher inflation." Tamtéž, s. 185

<sup>91</sup> tamtéž, s. 187-188

<sup>92</sup> ze 4 přednášek: Chairman Bernanke's College Lecture Series: The Federal Reserve and the Financial Crisis. [Online] [Citace: 29. 03 2012.]

## Závěr

Cílem mé práce bylo podat čtenáři komplexní pohled na zvolené téma. Z tohoto důvodu jsem si vytyčil nejprve pojednat o historických událostech. Smyslem první kapitoly bylo, aby nás dobře uvedla do problematiky. V kapitole 3 jsem se již dostal dle svého cíle ke komparaci FEDu v jednotlivých krizích. Poukázal jsem na skutečnost, kdy FED - aby umožnil VB a Francii zpátky na zlatý standard v polovině 20. letech - snížil diskontní sazby. Snížené diskontní sazby - ale měly efekt také na domácí ekonomiku: podpořily ekonomický růst a zejména spekulaci na burze. Následné neuvážené zvýšení sazeb bylo určitým spouštěcím mechanismem VHK. Hledal jsem následně podobnost s politikou FEDu před SHK. Dospěl jsem k závěru, že FED také udržoval po takzvané "dot com bubble" nízké úrokové sazby (jednalo se o recesi způsobenou bublinou v IT). Tuto tezi podpořil Lloyd B. Thomas Taylorovým pravidlem, dle něž udržoval FED v období 2002-2006 krátkodobé úrokové sazby (federal funds rate) o více jak 250 basicých bodů níže, než měl. Důležitou částí kapitoly 4 měla, na podkladě mého cíle, být evaluace chyb FEDu během VHK dle Bernankeho. Rozebral jsem problémy spojené se zlatým standardem, např. omezené možnosti konat samostatně monetární politiku. Zvýšení cenové hladiny bylo možné pouze s přílivem zlata. Zlatý standard jednoduše měl značný podíl na rozšíření deflace celosvětově. Pojednal jsem o problémech spojených s bankovními krizemi a deflací. Ve spojitosti s deflací se jednalo např. o vážné konsekvence na situaci dlužníka v důsledku vysokých reálných úrokových sazeb. Zabýval jsem se bankovními krizemi a jejími důsledky, např. omezení peněžní zásoby. Tato pasáž mi výborně posloužila pro objasnění skutečnosti, proč FED za současné krize zachraňoval velké banky, i když to morálně nebylo správně. Bernanke k tomu říkal "Too big to fall". To se musí do budoucna změnit a tato politika dle něj nebude možná. Záchrana bank byla za dané situace nejlepší možností. Zajímavostí bylo např. to, že FED za poslední 3 roky vydělal přibližně 300 miliard dolarů a ty předal státní pokladně! Zajímavým závěrem byla také skutečnost, že FED čelil za současné krize určité kritice a měl dle např. Lloyda B. Thomase či Hetzela dříve snížit úrokové sazby. Podkládali to tou dobou nízkou inflací. Thomas se domníval, že Bernanke nesnížil úrokové sazby dříve, protože se obával inflace způsobené rostoucími cenami ropy. Za následné období již např. Thomas dával FEDu velmi vysoké známky za velmi aktivní a inovativní politiku. Rozebral jsem také pár důležitých inovací, kterými dodal FED nutnou

likviditu bankám a dalším společnostem. Zda-li jsem dostal důstojně cíle dodat čtenáři komplexní pohled na komparaci politiky FEDu nechám již na jeho samotném posouzení.

# Seznam Literatury

## Knižní zdroje

1. **Bernanke, Ben S.** *Essays on The Great Depression*. Princeton, New Jersey : Princeton University Press, 2004. 978-0-691-11820-8.
2. **E., Cihelková.** *World economy: general trends in its development*. Praha : C.H.Beck, 2009. 978-80-7400-155-0.
3. **Hetzel, Robert L.** *The Monetary Policy of the Federal Reserve*. New York : Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6.
4. **Hetzel, Robert.** *Monetary Policy in the 2008-2009 Recession*. Richmond : Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 2009. Je ke stažení na:  
[economics.rutgers.edu/dmdocuments/RobertHetezl.pdf](http://economics.rutgers.edu/dmdocuments/RobertHetezl.pdf) Staženo dne 24.2.2012
5. **Rothbard, Murray N.** *A History of Money and Banking in the United States*. Auburn, Alabama : Ludwig von Mises Institute, 2002. 0-945466-33-1.
6. **Rothbard, Murray N.** *America's Great Depression*. Auburn, Alabama : The Ludwig von Mises Institut, 2000. 0-945466-05-6.
7. **Thomas, Lloyd B.** *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2.
8. **Wessel, David.** *IN FED WE TRUST*. New York : Crown Business, 2009. 978-0-307-45968-8.

## Elektronické zdroje

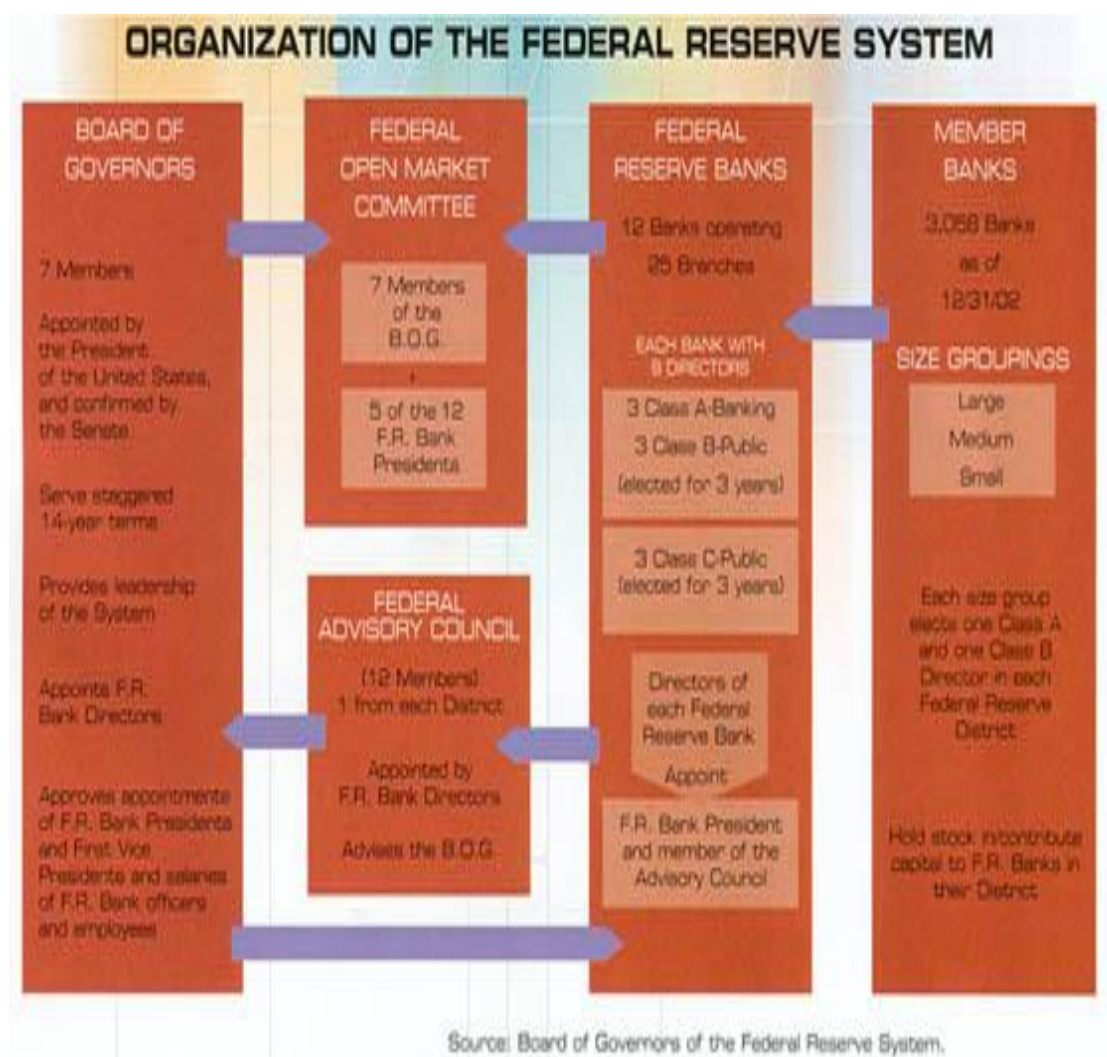
9. Chairman Bernanke's College Lecture Series: The Federal Reserve and the Financial Crisis. [Online] [Citace: 29. 03 2012.] <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/media.htm>.
10. [Online] [Citace: 22. března 2012.]  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>.
11. [Online] [Citace: 22. 03 2012.] <http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri4.htm>.
12. Gold Standard: The Concise Encyclopedia of Economics. *Library of Economics and Liberty*. [Online] Liberty Fund, Inc. [Citace: 21. 03 2012.]  
<http://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html>.
13. [Online] [Citace: 22. 03 2012.] <http://www.learningmarkets.com/structure-of-the-federal-reserve/>.
14. Ludwig von Mises Institut. [Online] [Citace: 2012. 3 28.]  
<http://www.mises.cz/literatura/historicke-prostredi-vzniku-rakouske-ekonomicke-skoly-26.aspx>.

15. ABZ.cz slovník cizích slov. [Online] 29. 03 2012. <http://slovník-cizich-slov.abz.cz/web.php/slovo/praxeologie>.

16. [Online] [Citace: 22. 03 2012.] <http://econperspectives.blogspot.com/2008/11/structure-of-federal-reserve-system.html>.

## Příloha

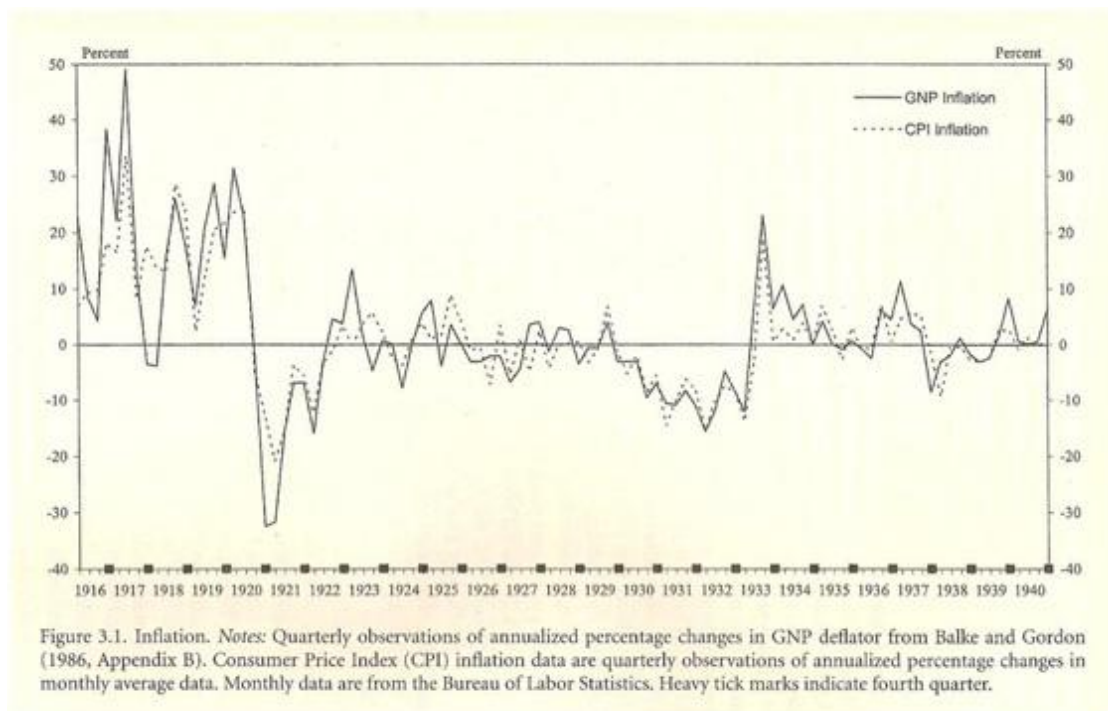
obrázek 1 (ze str. 13)



Zdroj: <sup>93</sup>

<sup>93</sup> [Online] [Citace: 22. 03 2012.] <http://econperspectives.blogspot.com/2008/11/structure-of-federal-reserve-system.html>

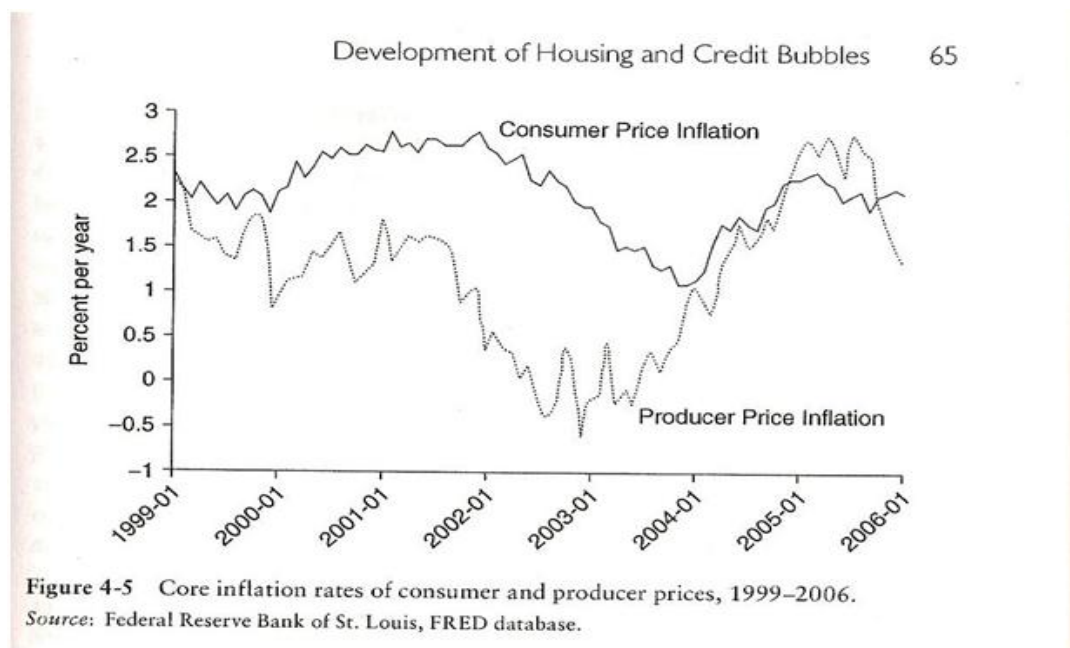
obrázek 2 (ze str. 20)



Zdroj: <sup>94</sup>

<sup>94</sup> Hetzel, Robert L. The Monetary Policy of the Federal Reserve. New York: Cambridge University Press, 2008. 978-0-521-88132-6, s. 15

obrázek 3 (ze str. 22)



Zdroj: <sup>95</sup>

<sup>95</sup> Thomas, Lloyd B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York : Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 65

tabulka 1 (ze str. 27)

Table 1

Determinants or the Money Supply in Six Countries 1929–1936

France (devalued October 1936)

|      | M1     | M1/BASE | BASE/RES | RES/GOLD | PGOLD | QGOLD  |
|------|--------|---------|----------|----------|-------|--------|
| 1929 | 101562 | 1.354   | 1.109    | 1.623    | 16.96 | 2456.3 |
| 1930 | 111720 | 1.325   | 1.106    | 1.489    | 16.96 | 3158.4 |
| 1931 | 122748 | 1.239   | 1.101    | 1.307    | 16.96 | 4059.4 |
| 1932 | 121519 | 1.263   | 1.010    | 1.054    | 16.96 | 4893.9 |
| 1933 | 114386 | 1.264   | 1.156    | 1.015    | 16.96 | 4544.9 |
| 1934 | 113451 | 1.244   | 1.098    | 1.012    | 16.96 | 4841.2 |
| 1935 | 108009 | 1.230   | 1.298    | 1.020    | 16.96 | 3908.1 |
| 1936 | 117297 | 1.218   | 1.557    | 1.024    | 22.68 | 2661.8 |

Poland (imposed exchange control April 1936, devalued October 1936)

|      |      |       |       |       |      |       |
|------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| 1929 | 2284 | 1.339 | 1.390 | 1.750 | 5.92 | 118.3 |
| 1930 | 2212 | 1.328 | 1.709 | 1.735 | 5.92 | 94.9  |
| 1931 | 1945 | 1.267 | 1.888 | 1.355 | 5.92 | 101.3 |
| 1932 | 1773 | 1.275 | 2.177 | 1.273 | 5.92 | 84.7  |
| 1933 | 1802 | 1.280 | 2.496 | 1.185 | 5.92 | 80.3  |
| 1934 | 1861 | 1.301 | 2.693 | 1.056 | 5.92 | 84.9  |
| 1935 | 1897 | 1.277 | 3.155 | 1.061 | 5.92 | 74.9  |
| 1936 | 2059 | 1.340 | 3.634 | 1.076 | 5.92 | 66.3  |

Belgium (devalued March 1935)

|      |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1929 | 42788 | 2.504 | 1.949 | 1.492 | 23.90 | 245.9 |
| 1930 | 46420 | 2.336 | 1.697 | 1.707 | 23.90 | 287.1 |
| 1931 | 44863 | 2.047 | 1.266 | 1.358 | 23.90 | 533.4 |
| 1932 | 41349 | 1.805 | 1.395 | 1.265 | 23.90 | 543.1 |
| 1933 | 40382 | 1.754 | 1.314 | 1.282 | 23.90 | 571.9 |
| 1934 | NA    | NA    | 1.113 | 1.266 | 23.90 | 524.0 |
| 1935 | 39956 | 1.579 | 1.063 | 1.378 | 33.19 | 520.8 |
| 1936 | 43314 | 1.617 | 1.098 | 1.293 | 33.19 | 561.6 |

United Kingdom (suspended gold standard September 1931)

|      |      |       |       |     |        |        |
|------|------|-------|-------|-----|--------|--------|
| 1929 | 1328 | 1.560 | 5.825 | 1.0 | 0.1366 | 1069.8 |
| 1930 | 1361 | 1.618 | 5.699 | 1.0 | 0.1366 | 1080.8 |
| 1931 | 1229 | 1.579 | 6.452 | 1.0 | 0.1366 | 883.8  |
| 1932 | 1362 | 1.667 | 6.823 | 1.0 | 0.1366 | 877.2  |
| 1933 | 1408 | 1.680 | 4.395 | 1.0 | 0.1366 | 1396.4 |
| 1934 | 1449 | 1.642 | 4.590 | 1.0 | 0.1366 | 1408.1 |
| 1935 | 1565 | 1.694 | 4.615 | 1.0 | 0.1366 | 1465.2 |
| 1936 | 1755 | 1.700 | 3.291 | 1.0 | 0.1366 | 2297.0 |

Sweden (suspended gold standard September 1931)

|      |      |       |       |       |      |      |
|------|------|-------|-------|-------|------|------|
| 1929 | 988  | 1.498 | 1.280 | 2.092 | 2.48 | 98.8 |
| 1930 | 1030 | 1.508 | 1.082 | 2.618 | 2.48 | 97.2 |

Table 1 (cont.)

|                                                    | M1    | M1/BASE | BASE/RES | RES/GOLD | PGOLD  | QGOLD   |
|----------------------------------------------------|-------|---------|----------|----------|--------|---------|
| 1931                                               | 1021  | 1.522   | 2.631    | 1.238    | 2.48   | 83.1    |
| 1932                                               | 1004  | 1.373   | 1.740    | 2.039    | 2.48   | 83.1    |
| 1933                                               | 1085  | 1.106   | 1.202    | 2.205    | 2.48   | 149.2   |
| 1934                                               | 1205  | 1.211   | 1.101    | 2.575    | 2.48   | 141.5   |
| 1935                                               | 1353  | 1.268   | 1.029    | 2.542    | 2.48   | 164.5   |
| 1936                                               | 1557  | 1.211   | 1.032    | 2.355    | 2.48   | 213.3   |
| United States (suspended gold standard March 1933) |       |         |          |          |        |         |
| 1929                                               | 26434 | 3.788   | 1.746    | 1.0      | 0.6646 | 6014.0  |
| 1930                                               | 24922 | 3.498   | 1.655    | 1.0      | 0.6646 | 6478.9  |
| 1931                                               | 21894 | 2.831   | 1.854    | 1.0      | 0.6646 | 6278.8  |
| 1932                                               | 20341 | 2.534   | 1.900    | 1.0      | 0.6646 | 6358.6  |
| 1933                                               | 19759 | 2.380   | 2.057    | 1.0      | 0.6646 | 6072.7  |
| 1934                                               | 22774 | 2.396   | 1.154    | 1.0      | 1.1253 | 7320.9  |
| 1935                                               | 27032 | 2.335   | 1.144    | 1.0      | 1.1253 | 8997.8  |
| 1936                                               | 30852 | 2.327   | 1.178    | 1.0      | 1.1253 | 10004.7 |

Notes: The table illustrates the identity, equation (1), for six countries. Where possible, values are end-of-year. Data sources are given in the Appendix.

Definitions are as follows: M1 = Money and notes in circulation plus commercial bank deposits; in local currency (millions). BASE = Money and notes in circulation plus commercial bank reserves; in local currency. RES = International reserves (gold plus foreign assets); valued in local currency. GOLD = Gold reserves, valued in local currency at the official gold price = PGOLD × QGOLD. PGOLD = Official gold price (units of local currency per gram); for countries not on the gold standard, a legal fiction rather than a market price. QGOLD = Physical quantity of gold reserves; in metric tons.

Zdroj: <sup>96</sup>

## tabulka 2 (ze str. 27)

Table 8-2 Measures of U.S. Inflation Rates from 1930 to 1933 (Percent per year)

|                                           | 1930  | 1931  | 1932   | 1933  | Total  |
|-------------------------------------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| Consumer Price Index                      | -2.6% | -9.0% | -10.1% | -5.4% | -27.1% |
| Producer Price Index                      | -9.1  | -15.7 | -10.7  | +1.3  | -34.2  |
| GDP Deflator                              | -2.6  | -9.1  | -10.2  | -2.2  | -24.1  |
| Personal Consumption Expenditure Deflator | -3.1  | -10.6 | -11.7  | -4.0  | -29.4  |

Source: Historical Statistics of the United States and Economic Reports of the President.

Zdroj: <sup>97</sup>

<sup>96</sup> Bernanke, Ben S. Essays on The Great Depression. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2004. 978-0-691-11820-8, s. 13,14

<sup>97</sup> Thomas, Thomas B. The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY. New York: Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 141

obrázek 4 (ze str. 39)

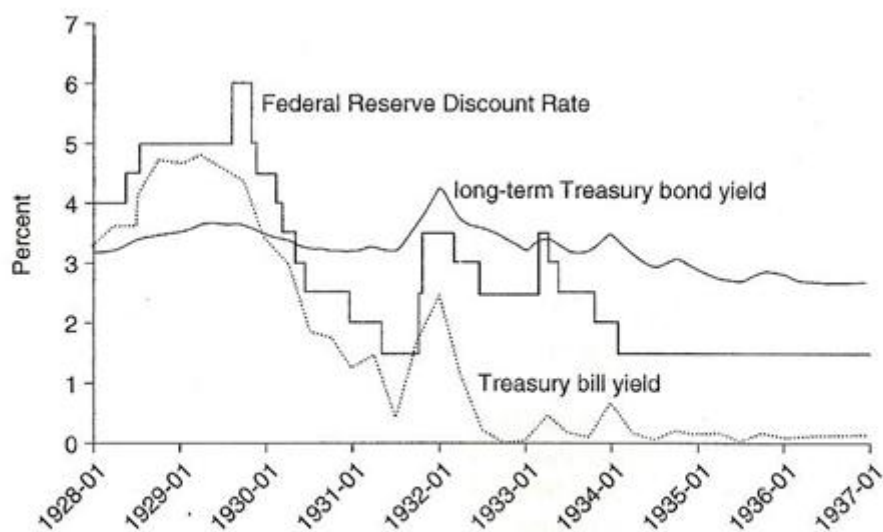


Figure 8-3 Treasury security yields and Federal Reserve discount rate, 1928–1936.

Source: Board of Governors of Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics, 1914–1941* (Washington, DC: National Capital Press, 1943).

Zdroj: <sup>98</sup>

obrázek 5 (ze str. 39)

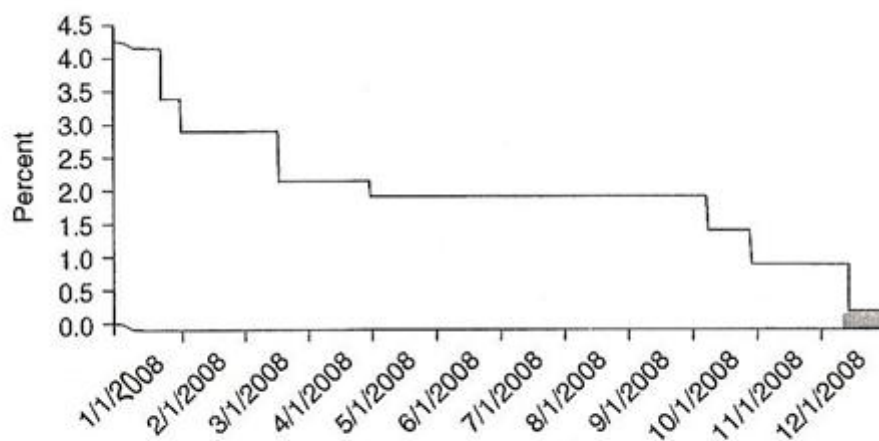


Figure 9-1 Federal funds rate target in 2008.

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED database.

Zdroj: <sup>99</sup>

<sup>98</sup> Thomas, Thomas B. *The FINANCIAL CRISIS and FEDERAL RESERVE POLICY*. New York: Palgrave Macmillan, 2011. 978-0-230-10846-2, s. 144

<sup>99</sup> tamtéž, s. 154

obrázek 6 (ze str. 39)

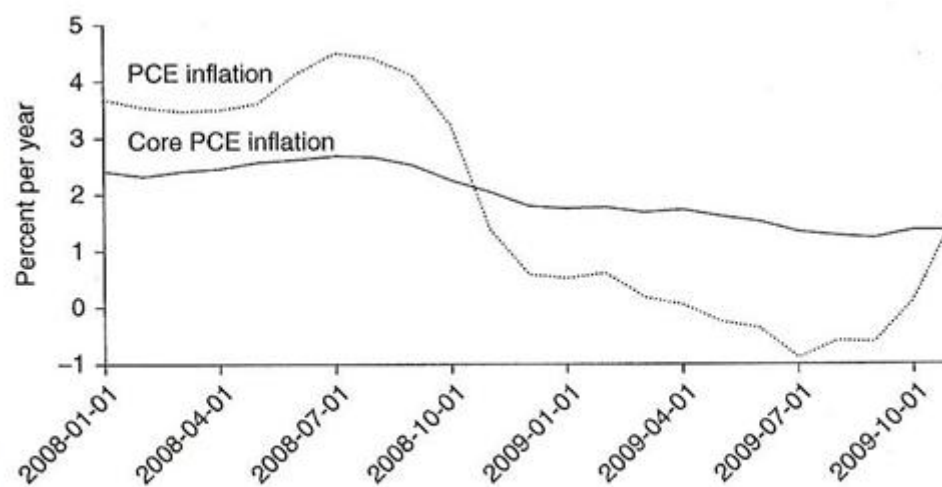


Figure 9-2 Inflation rates of PCE and core PCE price indexes in 2008 and 2009.

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED Database.

Zdroj: <sup>100</sup>

<sup>100</sup> tamtéž, s. 157

obrázek 7 (ze str. 40)

Table 9-1 Federal Reserve Balance Sheets in 2007 and 2009 (\$ billions)

| <i>Assets</i>                      |          | <i>Liabilities</i>    |          |
|------------------------------------|----------|-----------------------|----------|
| <i>December 12, 2007</i>           |          |                       |          |
| Gold Certificates and SDR Accounts | 13.24    | Federal Reserve Notes | 782.51   |
| Coin                               | 1.21     | Deposits              |          |
| Treasury Securities                | 822.49   | A. Depository Inst.   | 13.89    |
| Federal Agency Sec.                | 0        | B. U.S. Treasury      | 4.33     |
| Mortgage-backed bonds              | 0        | C. Other              | 0.39     |
| Term Auction Credit                | 0        | Other Liabilities     | 47.1     |
| Loans                              | 4.55     | Total Liabilities     | 848.22   |
| Other Assets                       | 43.61    | Capital Accounts      | 36.88    |
| Total Assets                       | 885.10   | Total Lia + Capital   | 885.10   |
| <i>December 9, 2009</i>            |          |                       |          |
| Gold Certificates and SDR Accounts | 16.24    | Federal Reserve Notes | 883.20   |
| Coin                               | 2.04     | Deposits              |          |
| Treasury Securities                | 776.55   | A. Depository Inst.   | 1,106.67 |
| Federal Agency Sec.                | 156.15   | B. U.S. Treasury      | 70.36    |
| Mortgage – backed bonds            | 854.31   | C. Other              | 4.08     |
| Term Auction Credit                | 85.83    | Other Liabilities     | 73.50    |
| Other Loans                        | 84.30    | Total Liabilities     | 2,137.81 |
| Other Assets                       | 214.55   | Capital Accounts      | 52.16    |
| Total Assets                       | 2,189.97 | Total Lia + Capital   | 2,189.97 |

Source: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>

Zdroj: <sup>101</sup>

<sup>101</sup> tamtéž, s. 161