VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2012 Ondřej Keveš

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta mezinárodních vztahů

Obor: Mezinárodní obchod

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

Bakalářská práce

Vypracoval: Ondřej Keveš

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Zdeněk Pavlík

Prohlášení

Prohlašuji na svou čest, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně s použitím uvedených zdrojů.

V Praze dne ……..….. ……...……..

Podpis studenta

Poděkování

Touto cestou bych rád poděkoval panu Ing. Zdeňku Pavlíkovi za jeho ochotu podělit se o informace a zkušenosti a za jeho cenné rady a pomoc s bakalářskou prací.

Abstrakt

Práce analyzuje opatření měnové politiky Federálního rezervního systému za Velké hospodářské krize ve třicátých letech 20. století a v době současné světové finanční krize. První kapitola popisuje vznik Federálního rezervního systému a dále jeho tradiční nástroje měnové politiky a organizační strukturu. Druhá část práce pojmenovává příčiny Velké hospodářské krize a věnuje se jejímu průběhu se zaměřením na měnovou politiku Federálního rezervního systému. Třetí kapitola vymezuje příčiny současné světové finanční krize a popisuje její průběh a reakci Federálního rezervního systému na ní. Na závěr bylo provedeno srovnání a zhodnocení měnové politiky v obou obdobích.

Abstract

The bachelor thesis analyzes the monetary policy of the Federal Reserve System in the Great Depression in the thirties of the 20th century and in the current global financial crisis. The first chapter describes the creation of the Federal Reserve System and its traditional instruments of monetary policy and organizational structure. The second part of the thesis addresses the causes of the Great Depression and shows its history with focus on the monetary policy of the Federal Reserve System. The third chapter defines the causes of current global financial crisis and describes its course and Federal Reserve's reaction to it. Finally, it was made a comparison and evaluation of monetary policy in both periods

Obsah

Seznam zkratek 7

Úvod 8

1 Federální rezervní systém, jeho struktura a nástroje 10

1.1 Organizační struktura FEDu 11

1.2 Nástroje FEDu 12

2 Měnová politika FEDu ve třicátých letech 15

2.1 Nástup a příčiny Velké hospodářské krize 15

2.2 Reakce FEDu na krizi 18

2.3 Role FEDu ve Velké hospodářské krizi 26

3 Měnová politika FEDu v době současné finanční krize 28

3.1 Příčiny a začátek současné finanční krize 29

3.2 Reakce FEDu na finanční krizi 32

3.3 Zhodnocení dopadu měnové politiky FEDu 36

4 Shrnutí a porovnání měnových politik 40

Závěr 43

Seznam použité literatury 46

Seznam zkratek

AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility
FED	Federální rezervní systém
CDO	Collateralized debt obligation
CMO	Collateralized mortgage obligation
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
ECB	Evropská centrální banka
GSE	Government-sponsored enterprise debt
HDP	Hrubý domácí produkt
HNP	Hrubý národní produkt
MBS	Mortgage-backed securities
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
SPV	Special purpose vehicle
TAF	Term auction facility
TALF	Term Asset-Backed Securites Loan Facility
TSLF	Term Securities Lending Facility
USA	Spojené státy americké

Úvod

Spojené státy americké (USA) byly převážnou část dvacátého století světovým ekonomickým a politickým hegemonem a ekonomický vývoj v nich měl tedy vždy značný vliv na vývoj celé světové ekonomiky. USA také ve dvacátém století zažily celou řadu ekonomických krizí a recesí, z nichž dvě jsou důležité pro tuto práci. První z nich je Velká hospodářská krize třicátých let a druhou současná finanční krize.

Velká hospodářská krize byla nejsilnějším otřesem, jaký ekonomiku USA ve dvacátém století potkal. Velká část debaty o jejich příčinách se soustřeďuje okolo měnové politiky Federálního rezervního systému (FED) a jeho podílu na odstartování a prohloubení propadu americké ekonomiky. Mnoho ekonomů se shoduje na tom, že odpověď FEDu na krizi byla chybná a nejenom že neposkytla úlevu americkému hospodářství, ale naopak vedla k proměně z v té době poměrně běžné recese na dlouhotrvající a ničivou depresi.

Současná finanční krize ač svými projevy mírnější než krize třicátých let obnovila debatu o roli měnové politiky a její správné reakci na probíhající recesi. Měnová politika a opatření FEDu v současné krizi byla ve velké míře inovativní a především velmi odlišná od měnové politiky ve Velké hospodářské krizi. Nabízí se tak srovnání měnové politiky FEDu ve třicátých letech dvacátého století a v době současné finanční krize, což je také předmětem této bakalářské práce.

Cílem práce je zhodnotit měnovou politiku FEDu v současné finanční krizi v porovnání s jeho měnovou politikou ve třicátých letech a to zejména z hlediska použitých nástrojů, směřování a míry aktivity jeho měnové politiky a v neposlední řadě z hlediska dopadů jeho opatření.

Předkládaná bakalářské práce je rozdělena do čtyř hlavních kapitol. V první z nich se věnuji FEDu obecně. Kapitola nejprve nastiňuje vznik FEDu a to včetně alternativních názorů na toto téma. Dále je zmíněna organizační struktura a rozmístění systému a nakonec následuje výčet hlavních tradičních nástrojů měnové politiky, kterými FED ovlivňuje peněžní podmínky v ekonomice.

Druhá kapitola je zaměřena na Velkou hospodářskou krizi a reakci FEDu na ní. První část kapitoly popisuje počátky této krize a nastiňuje její nástup a příčiny včetně širších souvislostí ve světovém hospodářství a měnové politiky FEDu před krizí. V další části ukazuji bezprostřední odpověď FEDu na krizi a dále předkládám přehled nejdůležitějších událostí a měnové politiky FEDu v jejím průběhu. Pokud jde o průběh krize a měnovou politiku FEDu, věnuji se také důvodům pro chování FEDu a vlivům, které na něj působily a promítly se v jeho opatřeních v reakci na krizi. Na konci kapitoly stavím proti sobě jednotlivé názorové

proudy týkající se role FEDu ve Velké hospodářské krizi a předkládám také vlastní názor na tuto problematiku.

Třetí kapitola je jakýmsi odrazem kapitoly druhé. Na jejím jsou začátku opět nastíněny příčiny umožňující vznik současné finanční krize včetně nových vlivů, které měly značný podíl na jejím vypuknutí. Dále je popsán průběh krize a měnová politiku FEDu jakožto odpověď na ní. Zde je kladen hlavní důraz na nové iniciativy FEDu a na vznik nových nástrojů a programů na podporu likvidity. Poslední část je pak věnována dopadům opatření FEDu a to včetně budoucí výzvy v podobě přebytečných rezerv bank. Jsou zde předloženy plány FEDu na jejich odstranění a alternativní názor na tato opatření.

Poslední kapitola srovnává měnovou politiku FEDu v jednotlivých krizích. Ukazuji zde především paralely se současností a upozorňuji na opatření FEDu, na kterých lze poznat jeho ponaučení z minulých chyb.

1 Federální rezervní systém, jeho struktura a nástroje

V této kapitole se pokusím stručně nastínit organizační strukturu Federálního rezervního systému (FEDu) a především shrnout, jaké nástroje má k provádění měnové politiky k dispozici.

Federální rezervní systém zastává funkci centrální banky v USA. Byl založen v roce 1913 přijetím Zákona o Federálním rezervním systému (Federal Reserve Act) americkým kongresem. Zákon byl reakcí na četné finanční paniky devatenáctého a začátku dvacátého století, které vedly k selháním bank a bankrotům společností. V tomto období se systém národních bank projevil jako neschopný poskytovat likviditu bankovním institucím, které se nalézaly v nesnázích, a přispíval tak k větší zranitelnosti americké ekonomiky vůči panice a hromadnému vybírání vkladů.[1]

Takto alespoň prezentuje svůj počátek FED sám. Zástupce rakouské ekonomické školy Murray Rothbard je však toho názoru, že motivy pro vznik FEDu byly poněkud jiné. Podle něj byl vznik FEDu součástí vlny hnutí progresivismu[2], který na počátku 20. století proměnil způsob vedení amerického hospodářství a společnosti z laissez-faire směrem k centrálnímu řízení.[3] Podle Rothbarda však hnací silou tohoto hnutí nebylo (oproti všeobecnému názoru) povstání dělníků a farmářů za účelem kontroly nad vzrůstající tendencí k monopolizaci v hospodářství. Za vlnou progresivismu podle něj stojí především velké finanční společnosti jako J. P. Morgan and Company, které hledaly způsob, jak na trhu úspěšně ustanovit kartelovou dohodu. Jako způsob k dosažení svého cíle jim posloužila státní moc, která jim paradoxně mohla umožnit subvence, omezení a vytváření kartelů ve jménu boji proti monopolům a podpory veřejného blaha národní bezpečnosti. Prvním krokem vedoucím až k vytvoření FEDu bylo schválení zákonů „National Banking Acts“ z 60. let 19. Století. Vznik národních bank umožnil federální vládě kontrolu nad bankovním systémem a kontrolované zvyšování peněžní zásoby. Centralizace systému však byla omezená a neexistovala žádná centrální instituce kontrolující výši peněžní zásoby a sloužící jako věřitel poslední instance. Touha po reformě byla motivována státem kontrolovanou inflací, velké společnosti zkrátka

[1] *The Federal Reserve System: Purposes & Functions* [online]. str. 1-2 [cit. 2012-02-14]. Ninth Edition, June 2005. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_complete.pdf.

[2] Progresivismus je pojem zastřešující politické ideologie usilující o sociální a ekonomické změny ve společnosti. Projevuje se také opozicí vůči konzervativním ideologiím.

[3] ROTHBARD, Murray N. *Origins of the Federal Reserve*. Ludwig von Mises Institute [online]. 2009[cit. 2012-03-15]. Dostupné z www http://mises.org/daily/3823#conclus.

netoužili po nekontrolovaném zvyšování množství úvěrů od státních bank, které by způsobilo přečerpání prostředků směrem k drobným podnikatelům. FED tak podle Rothbarda vznikl díky podpoře velkých společností jako státní kartelová instituce umožňující kontrolovaný nárůst peněžní zásoby bez rizika ohrožení kvůli přílišnému čerpání hotovosti ze strany veřejnosti.

1.1 Organizační struktura FEDu

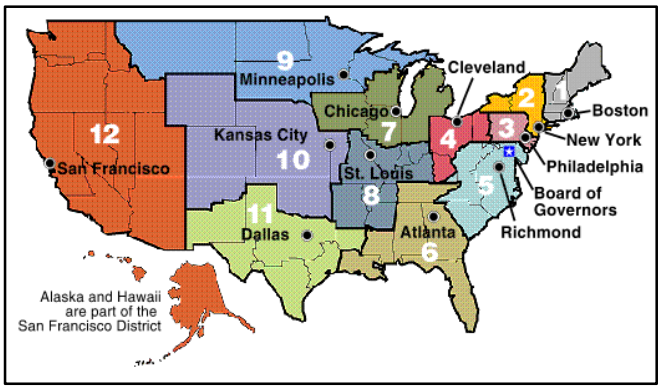
Kongresem navržená specifická struktura FEDu jakožto federálního systému s centrální institucí Rady guvernérů ve Washingtonu a dvanácti regionálními bankami mu dává možnost komplexního dohledu nad domácí ekonomikou a ekonomickou aktivitou ve všech koutech USA. Jejími hlavními součástmi jsou:

Rada guvernérů – federální úřad skládající se ze sedmi členů, kteří jsou voleni prezidentem Spojených států na čtrnáct let. V čele Rady guvernérů je předseda volený na čtyři roky. Rada guvernérů je mj. hlavním aktérem v provádění měnové politiky a zajišťuje regulaci a dohled nad operacemi Federálních rezervních bank.

Federální výbor pro otevřený trh – dohlíží nad operacemi na volném trhu, které jsou hlavním nástrojem měnové politiky USA, a také řídí operace systému na trhu zahraničních měn. Výbor má dvanáct členů, sedm z nich jsou členové Rady guvernérů, zbylých pět pak guvernéři Rezervních bank.

Federální rezervní banky – dvanáct bank kombinujících ve svém uspořádání jak veřejné tak soukromé prvky. Zastávají celou řadu systémových funkcí, jako například distribuce národní měny, zajištění celonárodního platebního systému a regulace a dohled nad členskými bankami rezervního systému. Banky jsou umístěny ve velkých městech USA a každá z nich je zodpovědná za určitou oblast, jak ilustruje obr. 1. Ve svých oblastech také zastávají rezervní banky depozitní funkci vůči místním bankám.

Obrázek 1: Rozmístění Federálních rezervních bank



Zdroj: http://www.federalreserve.gov/otherfrb.htm

Členské banky – ostatní členové FEDu. Národní banky zmocněné federální vládou jsou povinně členy. Státní banky se mohou stát členy za splnění určitých podmínek. Členské banky musí ze zákona držet nepřevoditelné akcie ve své regionální Federální rezervní bance ve výši 6 procent svého kapitálu.

Poradní sbory – Federální rezervní systém využívá ke své činnosti pomoci nejrůznějších poradních sborů. Tři z nich poskytují poradenské služby přímo Radě guvernérů.

1.2 Nástroje FEDu

FED vykonává měnovou politiku mimo jiné tím, že ovlivňuje podmínky na trhu se zůstatky drženými u rezervních bank.[4] Bankovní instituce drží u rezervních bank účty k uskutečnění platebních operací svých nebo svých klientů. Na zůstatky, které mají ke konci dne na těchto účtech k dispozici, jsou pak kladeny určité požadavky jako například povinná míra rezerv. Banky, které mohou očekávat přebytek zůstatků nad rezervami, mohou tento přebytek využít a zapůjčit jej na finančních trzích jako třeba na trhu s repo operacemi nebo na trhu s federálními fondy (federal funds). Na trhu s federálními fondy banky navzájem obchodují se svými zůstatky u rezervních bank za úrokovou sazbu označovanou jako federal funds rate, která je důležitým ukazatelem na finančních trzích a je určována působením nabídky a poptávky na trhu se zůstatky u rezervních bank.

Poptávka po zůstatcích u rezervních bank se skládá ze tří částí a jsou to: povinné minimální rezervy, smluvní zůstatky (contractual clearing balances) a dobrovolné rezervy. Nástrojem FEDu jsou zde povinné minimální rezervy a částečně také smluvní zůstatky.

Povinné minimální rezervy mohou být použity ke změně peněžní zásoby a úrokových sazeb tím, že dojde ke změně míry povinných minimálních rezerv, kterou stanovuje Rada guvernérů. Pokud nedojde současně ke změně v nabídce zůstatků u rezervních bank, vyvolá zvýšení míry povinných minimálních rezerv snížení rezerv dobrovolných, snížení úvěrové aktivity bank a zvýšení úrokových sazeb. Snížení míry rezerv vyvolá naopak zvýšení dobrovolných rezerv, zvýšení úvěrové aktivity a snížení úrokových sazeb. Ke změně povinných rezerv však dochází jen zřídka.

Smluvní zůstatky se může banka zavázat držet nad rámec povinných minimálních rezerv. Z těchto zůstatků dostává na oplátku určitý úrok. Své účty u rezervních bank používají nejen k naplnění povinných minimálních rezerv, ale také k uskutečnění celé řady transakcí. Smluvní zůstatky bankám slouží k vyšší ochraně proti přečerpání účtů s nimi souvisejícími poplatky,

[4] *The Federal Reserve System: Purposes & Functions* [online].str. 27 [cit. 2012-02-14]. Ninth Edition, June 2005. Dostupné z www : http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_complete.pdf.

než jakou jim poskytují povinné minimální rezervy. Spolu s povinnými rezervami přispívají k stabilní a předvídatelné poptávce po zůstatcích rezervních bank a napomáhají tak k snadnějšímu provádění operací na volném trhu.

Nabídka federálních fondů se skládá z portfolia cenných papírů používaných k operacím na volném trhu, diskontních úvěrů (discount window facility) a z dalších, autonomních faktorů jako je například objem hotovostního oběživa.

Operace na volném trhu jsou nejdůležitějším nástrojem měnové politiky FEDu a jsou používány k přizpůsobení nabídky federálních fondů k poptávce po nich při zamýšlené úrokové míře.[5] Operace na volném trhu probíhají buďto ve formě přímých prodejů a nákupů, nebo ve formě repo operací. Při prodeji cenných papírů dochází k zvýšení nabídky federálních fondů, při nákupu naopak k jejich snížení. Na cenné papíry používané k těmto operacím existují jisté požadavky, jako dostatečná velikost trhu možnost kdykoli provést nákup nebo prodej v požadovaném množství. Tyto a některé další splňuje nejlépe trh s americkými dluhopisy a pokladničními poukázkami. Na naplnění operací na volném trhu neexistuje žádná organizovaná burza, obchodování probíhá formou over the counter prostřednictvím tzv. primary dealers. Operace na volném trhu provádí Rezervní banka New Yorku za celý Federální rezervní systém, jeho rozhodnutí ovšem podléhají schválení Federálního výboru pro otevřený trh. V rozhodování, zda FED bude provádět tyto operace, hrají důležitou roli odhady nabídky federálních fondů vyplívající z autonomních faktorů a diskontních úvěrů. Odhady jsou tvořeny na několik týdnů dopředu a jsou srovnávány s poptávkou po rezervních fondech. Tímto způsobem se zjišťuje potřeba po nákupech nebo prodejích na volném trhu.

Diskontní úvěry mohou sloužit jako doplněk operací na volném trhu v přizpůsobování nabídky federálních fondů poptávce, nebo jako záložní zdroj likvidity pro bankovní instituce, kterážto funkce nabývá zejména v dobách finanční nestability na významu. Diskontní úvěry musí být ze zákona zajištěny vhodnou zástavou (kolaterálem), z jehož hodnoty je určena maximální výše půjčky. Jako vhodný kolaterál může sloužit většina bankou držených pohledávek před splatností nebo cenné papíry s investment grade hodnocením (rating BBB- a vyšší).

Je také třeba poznamenat, že přístup FEDu k implementaci měnové politiky je dnes poněkud odlišný od toho, který panoval ve třicátých letech. Jeden z hlavních rozdílu je operativní kritérium měnové politiky. Zatímco dnes se Federální rezervní systém snaží ovlivňovat

[5] *The Federal Reserve System: Purposes & Functions* [online].str. 33 [cit. 2012-02-14]. Ninth Edition, June 2005. Dostupné z www : http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_complete.pdf.

úrokovou sazbu na trhu s federálními fondy, dříve se zaměřoval na dosažení specifického množství držených rezerv. Druhým, který sehrál určitou roli ve třicátých letech, je skutečnost, že nečlenské banky dříve nebyly oprávněny čerpat úvěry od rezervního systému (kromě případů za mimořádných okolností se schválením Rady guvernérů).[6] Tento se ukázal být velkým problémem v době bankovních krizí ve třicátých letech. FED má nyní také možnost ovlivňovat výši bankami držených dobrovolných rezerv pohybem sazby úroků, které bankám za deponované rezervy vyplácí.

[6] BORDO, Michael D. a WHEELOCK, D. C. *The Promise and Performance of the Federal Reserve as Lender of Last Resort 1914-1933*. Str. 13. St. Louis, 2010. Dostupné z: http://research.stlouisfed.org/wp/2010/2010-036.pdf.

2 Měnová politika FEDu ve třicátých letech

Třicátá léta dvacátého století byla pro relativně mladou instituci Federálního rezervního systému těžkou zkouškou. Spojené státy americké (USA) a další země zažívaly silné a překvapivě dlouhé období ekonomického poklesu. Během Velké hospodářské krize mezi lety 1929-1933 dosáhla nezaměstnanost v USA 25 procent, ceny poklesly o 37 procent a reálný HNP poklesl o 30 procent.[7] Reálný produkt dosáhl úrovně roku 1929 až v roce 1937 a nezaměstnanost neklesla pod 10 procent do začátku druhé světové války. Málokteré odvětví nebylo zasaženo a v letech 1932 a 1933 byly agregátní podnikové výsledky záporné. Mezi lety 1930 a 1933 došlo k pádu okolo 9000 bank s 6,8 miliardami dolarů ve vkladech.[8] Na příčinách počátku této krize v letech 1928 a 1929 se někteří ekonomové poměrně shodují, méně už na tom, proč byla v některých zemích prudší a trvala déle než jinde. Zástupci keynesiánského pohledu svalují vinu za krizi na nedostatečnou poptávku, což je názor, který dominoval po značnou část dvacátého století. Vážnost a dlouhé trvání krize bývají ale také přisuzovány právě chybné měnové politice FEDu, která dovolila pokles peněžní zásoby. Tento monetaristický přístup reprezentuje především Milton Friedman a Anna J. Schwartz.[9] V této kapitole se budu věnovat nastínění počátku krize a zejména role FEDu v ní a jeho možného přispění k prohloubení krize.

2.1 Nástup a příčiny Velké hospodářské krize

Většina diskuzí o počátcích krize se soustřeďuje na USA jakožto největší ekonomiku světa a zemi počátku krize, ze které se přelévala do ostatních zemí. Jak však poznamenává Ben Bernanke ve svém projevu na Washington and Lee University, pro pochopení příčin krize je nutný širší pohled tehdejší světovou ekonomiku a její měnový systém zlatého standardu.[10] Zde ukazuji počátek krize v tehdejší světové ekonomice a její počátek v USA, který se projevil krachem na akciovém trhu.

Velká hospodářská krize začala koncem dvacátého století a jednalo se o problém s celosvětovým dosahem. V roce 1928 prožívaly depresi ekonomiky Německa, Brazílie a

---

[7] TEMIN, Peter. *The Great Depression*. Str. 1 [online]. Cambridge, 1994 [cit. 2012-02-14]. Dostupné z www: http://www.nber.org/papers/h0062.pdf?new_window=1.

8 WHEELOCK, David C. *Monetary policy in the Great Depression : What the Fed Did, and Why*, str. 4. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review Vol. 72[online]. 1992 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/03/Depression_Mar_Apr1992.pdf.

[9] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. A monetary history of the United States, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.

[10] BERNANKE, Ben. *Money, Gold, and the Great Depression*. Virginia, 2004. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm.

zemí jihovýchodní Asie. V roce 1929 následovalo zpomalení v Argentině, Polsku, Kanadě a USA.[11] Za hlavní faktor propojenosti těchto zemí je považován zlatý standard.

Před první světovou válkou zavedla zlatý standard s fixním směnným kurzem na zlato většina rozvinutých zemí světa. Během války však evropské země zlatý standard opustily, aby tím umožnily tisk nových peněz na financování války. Inflace vyvolaná novými penězi pak způsobila přesun velkého množství zlata do amerických bank. Spojené státy totiž zachovaly zlatý standard, bez změny kurzu dolaru, držitelé zlata ho tak ukládali v amerických bankách, kde bylo bezpečnou investicí. Po skončení války byl zlatý standard zachován jen ve Spojených státech a několika dalších zemích, zatímco v ostatních převládal systém volných kurzů. Silná inflace po roce 1918 a deflace v letech 1920 a 1921 však vyvolala touhu po stabilitě, kterou se zdál zlatý standard poskytovat. K přechodu na něj však došlo značně nekoordinovaně. Některé země jako Francie zavedly směnný kurs nižší, než jaká byla předválečná úroveň, což jim poskytlo nezanedbatelnou konkurenční výhodu. Naprostým opakem byly země v čele s Velkou Británií těžce nesoucí přesun finančního centra z Londýna do New Yorku, které své měny zafixovaly na zlato na předválečné úrovni. To však mělo za následek nadhodnocenost libry a nekonkurenceschopnost britského exportu. Zajištění konkurenceschopnosti se tak muselo vydat cestou deflace (nutné k tomu, aby ceny více odpovídaly kupní síle měny a peněžní zásobě), která dominovala hospodářské politice ve dvacátých letech. S podhodnocenou měnou rostl Francii export a klesal import a Francie tedy díky vyrovnávacímu mechanismu platební bilance získávala zlato ze zahraničí a v roce 1929 tak USA spolu s Francií držely 60 procent světové zásoby zlata.[12] Ty však nepoužily k zvýšení peněžní zásoby a držely tak značnou část zlata z oběhu, což vedlo k jeho nedostatku v ostatních zemích, které byly nuceny k deflaci, aby nahradily nedostatek zlatých rezerv. Dalším vlivem bylo rozhodnutí amerického FEDu zvýšit úrokové sazby v roce 1928 (více popsané v dalším odstavci). V systému zlatého standardu byly země s malou zásobou zlata nuceny napodobovat tuto měnovou politiku, jinak by je ohrozil odliv zlata investorů do zemí, kde by nabízelo větší výnos (zde USA). FED tak vyvolal zpřísnění měnové politiky v jiných zemí, což mělo za následek oslabení světové ekonomiky, který se zpětně projevil v USA. Tyto deflační tlaky, jejich vliv na ekonomiku, a vzájemná provázanost zemí vedla spolu s bublinou na akciovém trhu v USA k počátku Velké hospodářské krize. Zlatý standard se

[11] SMILEY, Gene. *Great Depression*. In: Library of Economics and Liberty [online]. 2. vyd. [cit. 2012-02-14]. Dostupné z www: http://www.econlib.org/library/Enc/GreatDepression.html.

[12] CRAFTS, Nicholas a FEARON, P.. *Lessons from the 1930s Great Depression*. Str. 290 In: Oxford Review Of Economic Policy [online]. 2010. vyd.[cit. 2012-02-14]. Dostupné z www: EconLit with Full Text.

také později ukázal jako jeden z faktorů ovlivňujících měnovou politiku FEDu ve třicátých letech (viz dále).

Začátek poklesu v USA je obvykle přisuzován politice FEDu, který zpřísnil svou politiku za účelem omezení spekulací na akciovém trhu. Dvacátá léta byla obdobím prosperity a růstu, ale ceny vykazovaly takřka nulový růst a objevily se i mírné recese v letech 1924 a 1927. Akciový trh byl však očividně nadhodnocený a ceny akcií vzrostly mezi lety 1921-1929 na čtyřnásobek.[13] FED ukončil v lednu roku 1928 předchozí politiku levných peněz a přistoupil k prodejům vládních obligací a postupně zvýšil diskontní sazbu z původních 3,5 na 5 procent.[14] Byl si vědom toho, že náhlé zvýšení úrokové sazby by mohlo mít na ekonomické subjekty neblahý dopad a ukončit tak dosavadní prosperitu. Proto se uchýlil k postupnému zvyšování sazby s nadějí, že se mu opatrným postupem podaří omezit spekulace, aniž by ohrozil přístupnost úvěrů pro subjekty v ekonomice. Důsledek byl však diametrálně odlišný od zamýšleného a ve skutečnosti došlo k zvýšení míry spekulací. Důvodem bylo zvýšení nabídky peněz od nebankovních subjektů pro akciový trh, které přilákaly vyšší úrokové sazby. Půjčky pro investice na akciovém trhu se tak staly atraktivními pro velké korporace a investory, kteří by za obvyklých okolností investovali v zahraničí. Vyšší úrokové sazby navíc ovlivnily výdaje v oblastech citlivých na výši úrokové míry jako například v automobilovém průmyslu.

FEDem nechtěně podpořený ekonomický boom dosáhl v srpnu roku 1929 svého vrcholu s cenami akcií, které nemohly být podpořeny jakýmkoli reálným očekáváním budoucího zisku. Po několika měsících provázených špatnými podnikovými výsledky se důvěra investorů v pozitivní vývoj začala vytrácet, až se nakonec v říjnu změnila v paniku, která bývá často označována jako Velký krach na Newyorkské burze. Panický prodej akcií začal v "Černý čtvrtek" 24. října 1929. Ceny akcií spadly ze svého vrcholu září do listopadu o 33 procent.[15] Krach značně zasáhl domácí poptávku v USA snížením bohatství investorů, otřesením optimismu spotřebitelů a vyvoláním nejistoty ohledně budoucích příjmů firem a domácností. Velký krach byl tak jedním z faktorů, který vedl poklesu výroby a zaměstnanosti ve Spojených státech amerických.

---

[13] ROMER, Christina D. *Great Depression*, str. 3. [online]. 2003 [cit. 2012-02-15]. Dostupné z www: http://elsa.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf.

[14] CRAFTS, Nicholas a Peter FEARON. *Lessons from the 1930s Great Depression*, str. 290 In: Oxford Review Of Economic Policy [online]. 2010. vyd.[cit. 2012-02-14]. Dostupné z www: EconLit with Full Text

[15] ROMER, Christina D. *Great Depression*, str. 3. [online]. 2003 [cit. 2012-02-15]. Dostupné z www: http://elsa.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf.

2.2 Reakce FEDu na krizi

Způsob, jakým FED reagoval na Velkou hospodářskou krizi, se dnes s odstupem času jeví jako chybný a míra jeho aktivity vyvíjené k zabránění poklesu měnové zásoby jako nedostatečná. Rezervní systém v čele s jeho Newyorkskou rezervní bankou sice odpověděl pohotově na krach v roce 1929, nicméně zůstal nečinný při následných bankovních krizích a pádech bank v letech 1930-1933.[16] Zde bych se rád pokusil shrnout jeho aktivity v době Velké hospodářské krize a nabídnout různé úhly pohledu, které by vysvětlovaly jeho chování v jejím průběhu.

V reakci na krach na akciovém trhu začala rezervní banka New Yorku pomocí operací na volném trhu a levných diskontních úvěrů zvyšovat množství rezervních zůstatků držených bankami. Tato opatření byla úspěšná a zabránila rozšíření paniky na finančních trzích a mezi držiteli vkladů. Opatření však byla sice schválena Radou guvernérů FEDu, ale mezi mnoha jejími členy panovala nelibost nad nezávislým chováním newyorkské rezervní banky. Newyorkská pobočka FEDu se pokoušela prosadit další uvolňování pomocí nákupů na volném trhu a snižování diskontní sazby na začátku roku 1930. Její návrhy však byly Radou guvernérů zamítnuty. Zde lze sledovat neshody mezi představiteli FEDu a rozdílné názory na potřebnou měnovou politiku, která by byla tou správnou odpovědí na probíhající krizi. Zatímco představitelé Newyorkské rezervní banky se stavěli za uvolňování měnové politiky, guvernér Rezervní banky ve Philadelphii George Norris dal například najevo názor, že současná krize nebyla způsobena finančními vlivy, ale především nadprodukcí a nadbytečnými produkčními kapacitami a uvolňování podmínek na peněžním trhu tak nemůže v současné situaci pomoci. Uvolňování měnové politiky by podle něj mělo za následek pouze další zvýšení přebytečné produkce.[17] Tyto neshody mezi centrálními bankéři nabízejí jistou paralelu do současné finanční krize (viz 4. kapitola).

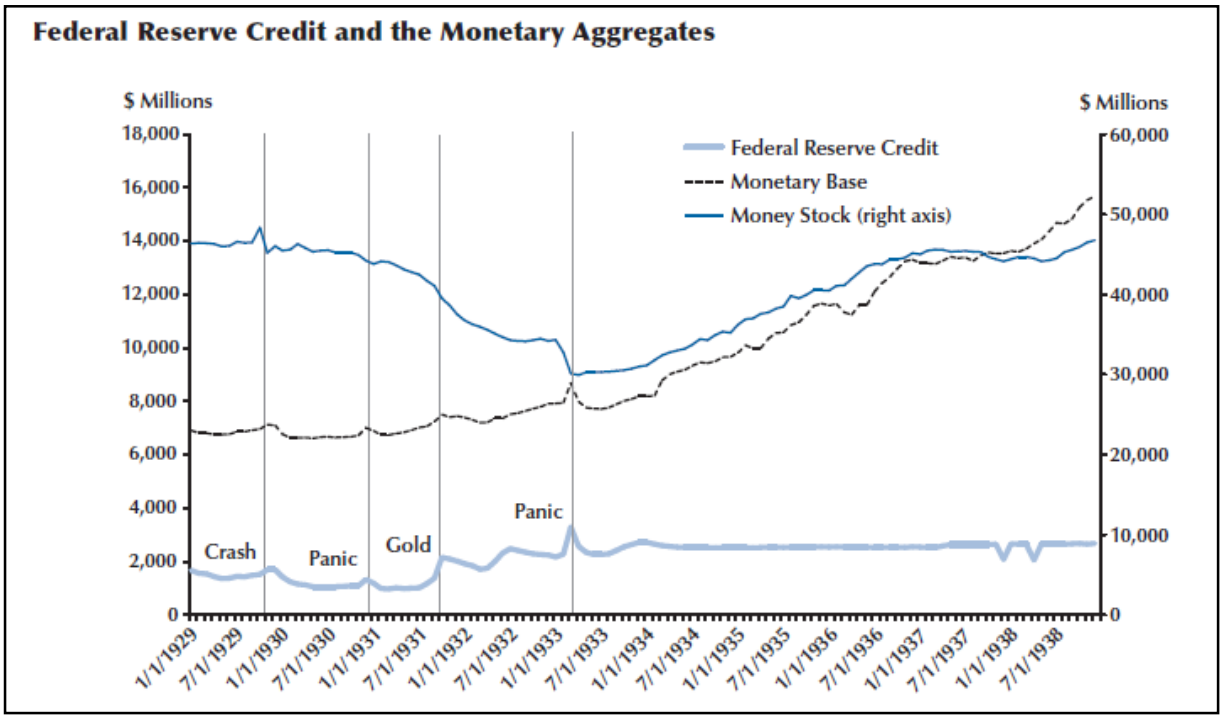
Jak lze vidět v grafu 1.1 množství úvěrů, a díky němu měnová báze a zásoba, rychle roste po krachu na akciovém trhu hlavně díky pohotové reakci rezervní banky v New Yorku, pak ale klesá kvůli neochotě Rady guvernérů k dalšímu snižování úrokových sazeb a provádění nákupů na volném trhu. Pokles měnové zásoby je pak v monetaristickém pojetí jedním z důvodů následného poklesu ekonomické aktivity, produktu a cenové hladiny. Další růst

[16] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 97 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

[17] WHEELOCK, David C. *Monetary policy in the Great Depression* : *What the Fed Did, and Why*, str. 8. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review Vol. 72[online]. 1992 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/03/Depression_Mar_Apr1992.pdf.

úvěrů a peněžní zásoby se objevuje v dobách bankovních krizí a v době, kdy Velká Británie opouští zlatý standard. Tyto nárůsty jsou však vždy jen krátkodobé a peněžní zásoba po nich opět rychle klesá. Navíc vidíme, že když po roce 1932 začala růst výše úvěrů dlouhodobě růst, nedokázala zastavit pokles měnové zásoby. Z grafu lze také vyčíst, že celková měnová zásoba klesla mezi lety 1929 a 1933 z necelých 50 miliard dolarů na přibližně 30 miliard. Otázkou zůstává, proč tedy FED dopustil takový pokles měnové zásoby? K této otázce pravděpodobně neexistuje jednoznačná odpověď. Existuje celá řada faktorů, která mohla rozhodování FEDu ovlivnit. Neexistuje ani shoda mezi ekonomy v tom, zda by bylo zvyšování měnové zásoby žádoucí či nikoliv, dokonce ani v tom, zda byla měnová politika volná, či přísná. Pro vysvětlení akcí FEDu je však nutné se podívat na další vývoj krize především v bankovním sektoru.

Graf 1: Výše úvěrů od FEDu. měnové báze a peněžní zásoby



Zdroj: WHEELOCK, David C. Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 99 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z WWW: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

Jak už jsem psal výše, krátce po krachu na akciovém trhu došlo k výraznému nárůstu množství úvěrů od FEDu a k růstu peněžní zásoby především díky reakci Rezervní banky New Yorku. Tento vývoj se ale rychle obrátil a množství úvěrů začalo rychle klesat. Vysvětlením může být špatná interpretace úrokových sazeb a množství čerpaných diskontních úvěrů. Bývalý ředitel Rezervní banky New Yorku Benjamin Strong definoval způsob vyhodnocování výše diskontních úvěrů způsobem, kdy by *„si v probíhající recesi banky*

půjčovaly přímo 500 nebo 600 milionů dolarů...měli bychom zvážit kroky vedoucí k uvolnění...nakupováním vládních cenných papírů a umožnit tak bankám snížit jejich zadluženost...indikátorem nejlépe značícím požadované načasování a množství nákupů výše úvěrů členských bank v klíčových centrech...pokud si banky v New York City půjčují 100 milionů dolarů a víc, je zde tlak na snížení půjček...pokud nám banky dluží 50 milionů dolarů nebo méně, situace se jeví jako uspokojivá.. ".[18] Množství diskontních úvěrů prudce kleslo z 500 milionů dolarů čerpaných všemi členskými bankami (z toho 39 milionů v New Yorku) na 231 milionů v dubnu 1930 a 226 milionů v červenci téhož roku (zde již byl podíl bank v New Yorku nulový)[19], což byl pro většinu představitelů FEDu jasným signálem volných podmínek na peněžním trhu a levných peněz, takže podle nich nebyla nutná žádná dodatečná podpora.

Po vypuknutí krize prezident Hoover vedle opatření za zachování úrovně mezd také volal po tom, aby důsledky poklesu nedopadly na dividendy, ale raději na hospodářské výsledky firem, což společnosti přivítaly. V roce 1930 tak byly dividendy téměř na stejné úrovni jako v roce 1929, nerozdělený zisk společností se však propadl z 2.8 miliard dolarů na -2,6 miliard v roce 1930.[20] To přispělo k ostrému propadu hodnoty akcií firem, který zase způsobil obrovský pokles hodnoty bankovních portfolií. S rostoucími ztrátami bank klesala důvěra vkladatelů v ně a zvyšoval se počet pádů a runů na banky. První ze čtyř velkých vln bankovních krizí (tak jak je identifikují Milton Friedman a Anna J. Schwartz) začala v listopadu roku 1930, kdy padlo 256 bank s hodnotou vkladů 180 milionů dolarů, a byla následovaná pádem 352 bank s 370 miliony dolary vkladů v prosinci.[21]

V průběhu první vlny bankovních krizí tedy padlo velké množství bank, z nichž většina byla menších a nebyly to členské banky Federálního rezervního systému neměly tedy možnost, jak už jsem psal v první kapitole, čerpat od FEDu diskontní úvěry. Jedna z padnuvších bank však byla The Bank of United States, největší komerční banka v historii USA (podle množství spravovaných vkladů), která do té doby padla. Banka navíc byla členem rezervního systému a její název také naneštěstí vzbuzoval mezi mnoha pozorovateli ve Spojených státech i v zahraničí představu, že se jedná o oficiální instituci. To mělo za následek mnohem větší pokles důvěry v rezervní systém. FED se místo možné záchrany banky zaměřil na tlumení

[18] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 100 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.
[19] Tamtéž.
[20] SMILEY, Gene. *Great Depression*. In: Library of Economics and Liberty [online]. 2. vyd. [cit. 2012-02-14]. Dostupné z: http://www.econlib.org/library/Enc/GreatDepression.html.
[21] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States*, str. 308, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.

následků jejího pádu a Federální rezervní banka New Yorku reagovala na pád banky nákupy na otevřeném trhu v hodnotě 175 milionů dolarů, což mělo spolu s obvyklým sezonním růstem poptávky po úvěrech od FEDu za následek dočasný růst úvěrů a měnové báze ke konci roku, jak lze vidět v na grafu 1.1. Podle M. Friedmana a A. J. Schwartzové mohl FED zabránit dalším vlnám bankovních krizí zavedením omezení převodu peněz držených na bankovních kontech na hotovost, čímž by zamezil poklesu likvidity. Tomuto kroku ale FED zabránil a udělal tak z možné pouhé episody počátek vln krizí likvidity, které provázely krizi až do zavedení „bankovních prázdnin“ v roce 1933.[22] Na začátku roku 1931 se začínaly ukazovat známky možného počátečního oživení a docházelo k růstu důvěry v pozitivní vývoj ze strany veřejnosti a bank a tlak na peněžním trhu začínal povolovat. Friedman A Schwartzová jsou toho názoru, že oživení mohlo být podpořeno expanzivní měnovou politikou. Množství FEDem poskytovaných úvěrů však začalo opět klesat. V březnu 1931 propukla další vlna pádů bank a o něco později se obnovil všeobecný ekonomický pokles a začala se projevovat deflace. Banky také začaly přeměňovat svá aktiva na peněžní prostředky, aby si zajistily dodatečnou likviditu. V lednu 1931, po první vlně bankovních krizí dosáhly dobrovolné rezervy bank poprvé od roku 1929 hodnoty 100 milionů dolarů, rezervy potom sice s oživením poklesly, ale po další vlně krizí v červnu a červenci opět narostly na hodnotu 125-130 milionů dolarů.[23] To si FED ovšem vyložil jako další signál volných podmínek na peněžním trhu a začal dokonce zvažovat využití prodejů na volném trhu za účelem odstranění podle něj přebytečné likvidity.

Vývoj v zahraničí byl z velké části odrazem a reakcí na události v USA a ten se zase zpětně projevoval v dalším oslabování finančního systému v zemi. V květnu 1931 došlo k pádu rakouské největší soukromé banky Kreditanstalt, který vyvolal odezvu po celém kontinentu. Krátce po pádu Kreditanstalt byly zavírány banky v ostatních zemích a především v Německu, které se také uchýlilo k zmrazení britských krátkodobých aktiv. Situaci pouze krátkodobě zlepšila prezidentem Hooverem iniciovaná stabilizační dohoda mezi komerčními bankami, které se domluvily, že nebudou prosazovat splácení krátkodobých mezinárodních dluhů. Vývoj v zahraničí sice posílil příliv kapitálu a dalších zásob zlata do USA, ale na druhou stranu měl nepříjemný důsledek, že americké banky držely zmrazená zahraniční krátkodobá aktiva. Pády velkých bank v zahraničí také dále přispívaly k neklidnosti vkladatelů a vedly domácí banky k dalšímu zajišťování a posilování svých rezerv. Důsledkem

[22] Tamtéž, str. 311.
[23] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States*, str. 314, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.

byl tlak na klesání peněžní zásoby, který vyrovnával její nárůst způsobený přílivem zlata do ekonomiky. Výše FEDem poskytovaných diskontních úvěrů se navíc navzdory vybírání vkladů a tvorbě rezerv kromě běžných sezonních výkyvů prakticky nezměnila, což byl jeden z vlivů, proč byla druhá vlna bankovních krizí závažnější, než ta první. Mezi únorem a srpnem roku 1931 kleslo množství vkladů u komerčních bank o sedm procent, což bylo víc, než v období osmnácti měsíců mezi srpnem roku 1929 a únorem 1931. Pokles celkové peněžní zásoby byl však, díky zvýšenému množství hotovosti v rukou veřejnosti pramenícímu z vybírání vkladů a nárůstu zásob zlata, nižší – 5 a půl procent.[24]

Zahraniční vývoj eskaloval 21. září, kdy byla Velká Británie potom, co vyčerpala velkou část svých zásob zlata a devizových rezerv, nucena opustit zlatý standard. Ihned se objevily spekulace, že USA budou Velkou Británii brzy následovat a v tomto očekávání centrální banky i soukromí držitelé začali přeměňovat značnou část svých aktiv v dolarech směňovat na zlato. Celková zásoba zlata v USA klesla od šestnáctého do třicátého září o 275 milionů dolarů, v říjnu pak o dalších 450 milionů. Obrátil se tak vývoj přílivu zlata do ekonomiky a jeho zásoba se ocitla přibližně na úrovni roku 1929.[25] Odpovědí FEDu na tento vývoj bylo zvýšení diskontní sazby a sazby na odkup směnek za účelem zastavení odlivu zlata, a aby vyslal signál, že hodlá v USA zlatý standard zachovat. Diskontní sazba vzrostla během osmi dnů nejprve na dvě a půl a posléze na tři a půl procenta, což byl největší nárůst sazby v tak krátké době v celé historii FEDu. Zvýšené sazby však kromě zamezení odlivu zlata měly spolu se zahraničními i domácími tlaky vyvíjenými na bankovní instituce za následek další velkou vlnu bankovních krizí a pádů bank. V říjnu a následujících třech měsících bylo zavřeno 1397 bank s 1,035 miliardami dolarů ve vkladech.[26] FED také neprováděl odpovídající nákupy na volném trhu, které by nahradily ztráty zlata v bankách, a nechal tak výrazně poklesnout peněžní zásobu – v grafu 1.1 můžeme vidět strmý pokles celkové peněžní zásoby, který se nezastaví až do doby poslední vlny bankovních krizí v roce 1933. Když se navíc začaly zásoby zlata díky vyšším sazbám vracet zpět, klesla výše FEDem poskytovaných diskontních úvěrů o množství, které převyšovalo množství zlata tekoucího zpět a rezervy bank tak ve výsledku poklesly. Jaký je důvod toho, že FED dovolil pád peněžní zásoby v tak krátké době rozsahu dosud nevídaném a neprovedl dostatečné množství nákupů na volném trhu? David Wheelock jako jeden z nich uvádí fakt, že mnoho představitelů FEDu cítilo odpor k provádění nákupů na volném trhu za podmínek, kdy viděli zjevnou neochotu u části

[24] Tamtéž, str. 315.
[25] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States*, str. 316, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.
[26] Tamtéž, str. 317.

členských bank používat úvěry od rezervního systému za účelem poskytování půjček svým klientům.[27] Podle jejich názoru by tak nákupy na volném trhu ztrácely svůj smysl. Dalším možným důvodem je obava části představitelů, že by nákupy na volném trhu ve velkém množství mohly ohrozit zásobu zlatých rezerv FEDu. Tato obava byla ovšem později některými badateli označena za planou. FED se také mohl obávat, že by značné nákupy na volném trhu mohly vyvolat opětovný začátek odlivu zlata.

FED započal velké nákupy na volném trhu teprve po silném nátlaku ze strany amerického kongresu v dubnu roku 1932. Do začátku srpna 1932 provedl FED nákupy v celkové hodnotě okolo 1 miliardy dolarů.[28] Z toho bylo 95 procent provedeno do konce června a po 10. srpnu nebyly uskutečněny žádné. Nákupy byly zpočátku určeny především k vyrovnání obnoveného odlivu zlata z ekonomiky, od června ale byly dokonce podpořeny mírným přílivem zlata. V době, kdy FED začal provádět nákupy na volném trhu, činila výše diskontních úvěrů 848 milionů dolarů a podle již výše popsaného principu vyhodnocení byly tedy podmínky v měnové oblasti přísné.[29] S pokračováním nákupů vládních dluhopisů FEDem výše diskontních úvěrů klesala a banky si ve značné míře začaly tvořit dodatečné dobrovolné rezervy, což pro mnoho představitelů FEDu bylo signálem, že jeho nákupy nepřinášejí příliš velký užitek. Když tedy množství diskontních úvěrů kleslo na stejnou úroveň, jakou vykazovalo před odstoupením Velké Británie od zlatého standardu, FED nákupy na volném trhu ukončil. Výše FEDem poskytovaných úvěrů však díky nákupům značně vzrostla a zastavila tak na několik měsíců pokles peněžní zásoby. Zlepšení situace v měnové oblasti se odrazilo i v příznivějších ostatních ekonomických ukazatelích. V červenci začaly růst celkové ceny, v srpnu se projevil růst produkce a příjem obyvatelstva sice dále klesal, ale mnohem pomalejším tempem.

V roce 1933 se projevila poslední a nejsilnější z vln bankovních krizí. Známky zotavení se ukázaly být dočasné a v posledním čtvrtletí roku 1932 začalo opět docházet k pádům bank a růst peněžní zásoby se zastavil a v lednu 1933 začala peněžní zásoba náhle klesat. S rostoucím počtem pádů bank se rozšiřovalo opatření „bankovních prázdnin“ v mnoha státech USA a zvyšovala se tak poptávka obyvatelstva po hotovosti. Potom co americký kongres osvobodil od pokut banky odmítající vybírání peněz podle podmínek bankovních

[27] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009.* In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 101 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

[28] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States*, str. 322, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.

[29] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009.* In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 101 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

prázdnin dané země, byly v březnu prázdniny vyhlášeny v přibližně polovině států USA.[30] V daných státech sice opatření zabránilo masivnímu vybírání hotovosti z bank, ale tlak naopak zvyšovalo jinde s tím, jak si banky nacházející se nyní v relativním dočasném klidu přečerpávaly rezervy ze svých protějšků v jiných státech, aby zvýšili své rezervy a upevnily svou pozici. Největší část tohoto tlaku byla vyvíjena na banky v New Yorku, z nichž banky v ostatních státech vyčerpaly 760 milionů dolarů, které držely u newyorkských bank. Banky v New Yorku pak v únoru snížily portfolio držených vládních cenných papírů o 260 milionů dolarů a začaly čerpat úvěry od Rezervní banky New Yorku. K tomuto internímu tlaku, také narůstaly obavy z obnoveného čerpání ze zahraničí díky spekulacím, že se nová administrativa prezidenta Roosevelta uchýlí k devalvaci dolaru, což Roosevelt také odmítl po svém nástupu v březnu 1933 popřít. To podpořilo také spekulativní poptávku po zlatu nejen ze strany bank. FED reagoval na tyto tlaky a na další vlnu bankovních krizí podobně jako v září 1931 po odstoupení Velké Británie od zlatého standardu – zvýšil diskontní sazby, aby zamezil odlivu zlatých rezerv do zahraničí. Opět se ale nesnažil tento krok doprovodit příslušnou výší nákupů na volném trhu. FED sice v únoru nakoupil vládní dluhopisy v přibližné hodnotě 100 milionů dolarů[31], to se však stalo až po té, co nechal v lednu klesnout své portfolio vládních cenných papírů o téměř stejnou hodnotu. Zásah tak byl příliš mírný na to, aby vyrovnal pokles bankovních rezerv, které byly pustošeny vybíráním hotovosti a zlata. Bankovní krize v roce 1933 se projevovala ještě silněji než v roce 1931. Jedním z důvodů byl samozřejmě dosavadní průběh Velké hospodářské krize. Panika mezi obyvatelstvem se také projevovala v širším měřítku. Poté, co banky v New Yorku přestaly kvůli odlivu zlata a hotovosti splňovat výši povinných minimálních rezerv, byly Newyorkskou rezervní bankou 3. března nároky na minimální rezervy pozastaveny na třicet dní. 4. března již byly ve státě New York vyhlášeny bankovní prázdniny. FED také doporučil prezidentu Hooverovi vyhlásit celonárodní bankovní prázdniny. Tento krok však učinil až prezident Roosevelt, který vyhlásil celonárodní bankovní prázdniny 6. března krátce po půlnoci druhý den svého funkčního období.[32]

Spolu s rozhodnutím opustit zlatý standard byly bankovní prázdniny jedním z mnoha opatření, které prezident Roosevelt učinil ve svých prvních dnech v novém úřadu. Ta byla

---

[30]FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States*, str. 325, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.

[31]WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 102 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

[32]FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States*, str. 328, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.

součástí souboru reforem označovaných jako New Deal. Do 9. března byly zavřeny všechny banky a byly zastaveny všechny toky zlata do zahraničí. Bankovní prázdniny byly posléze prodlouženy buďto do 13., 14., nebo 15: března v závislosti na místu působiště bank. Banky také mohly znovu otevřít až s povolením příslušných federálních nebo státních bankovních autorit. Podle M. Friedmana a A. Schwartz nebylo toto opatření dostatečným řešením problému bankovních krizí a panik, jako úspěšné řešení se může zdát pouze v porovnání s průběhem a předchozím rozhodováním v letech 1930-1933. Přes 5000 bank, které byly v provozu před bankovními prázdninami, se znovu neotevřelo po ukončení tohoto opatření a přes 2000 z nich už nebylo otevřeno nikdy.[33] Nicméně s tím jak se začaly znovu otevírat banky, proudila do nich zpátky hotovost a peněžní zásoba začala konečně růst. Návrat hotovosti do bank posiloval jejich rezervy a banky tak byly schopné splácet FEDu své diskontní úvěry a v průběhu roku 1934 již FEDu nedlužily téměř nic. Na nátlak administrativy prezidenta Roosevelta také provedl nákupy na volném trhu ve výši 600 milionů dolarů, což však bylo opatření, které neopakoval až do roku 1937.[34] Do té doby FED neprovedl žádné nákupy na volném trhu kromě nahrazování cenných papírů, které dospěly k datu splatnosti. Díky přílivu zlata si banky za doby nečinnosti FEDu začaly tvořit značné množství dobrovolných rezerv, které v roce 1935 tvořily přes 50 procent celkových deponovaných rezerv. FED v dobrovolných rezervách viděl potenciální riziko inflace, protože mohly sloužit k silnému budoucímu růstu poskytovaných úvěrů. Proto se v roce 1936 rozhodl zvýšit míru povinných minimálních rezerv z 13 na 26 procent z běžných vkladů a ze 3 na 6 procent z vkladů termínovaných.[35] Volba snížení rezerv pomocí prodejů na volném trhu byla pro FED nedostupná, protože množství dobrovolných rezerv překračovalo množství FEDem držených vládních cenných papírů. FED ale mohl alespoň částečně pokrýt snížení dobrovolných rezerv prodeji vládních dluhopisů a omezit tak negativní dopad svého opatření. To sice dokázalo omezit výši dobrovolných rezerv, ale mělo za následek zvýšení úrokových sazeb, zastavení růstu peněžní zásoby a hospodářskou recesi. Ve třicátých letech nenesly rezervy deponované u FEDu žádný úrok a každý nárůst vkladů tak pro banky znamenal náklad v podobě nevýnosných povinných minimálních rezerv. Banky tak začaly omezovat výši poskytovaných úvěrů, aby mohly snížit výši držených vkladů, což mělo za následek pokles růstu peněžní zásoby.

---

[33] Tamtéž, str. 330.
[34] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 102 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.
[35] Tamtéž.

2.3 Role FEDu ve Velké hospodářské krizi

Nyní bych se rád zaměřil na zhodnocení iniciativ FEDu v období Velké hospodářské krizi a představit odlišné názory, které na toto téma panují. Značná část debaty se soustřeďuje na to, jaká politika FEDu vlastně byla v dobách Velké hospodářské krize žádoucí a zda byly měnové podmínky volné či přísné. Na jedné straně stojí ekonomové jako M. Friedman s A. Schwartz nebo Irving Fisher s aplikací kvantitativní teorie peněz, kteří tvrdí, že změny v hladině peněžní zásoby způsobují změny v cenové hladině a mohou ovlivňovat úroveň ekonomické aktivity.[36] Zastánci této teorie tvrdí, že správnou odpovědí FEDu na Velkou hospodářskou krizi mělo být zvyšování peněžní zásoby za účelem potlačení deflace. M. Friedman a A. Schwartz tvrdí, že zvýšení peněžní zásoby by přinejmenším vyvážilo dopady bankovních panik a vedlo by k zvýšenému množství úvěrů dostupných jak pro podniky, tak pro spotřebitele a oživilo by tak zasaženou ekonomiku.[37] Na straně druhé se nachází zastánci teorií ozdravné likvidace spojené s hospodářským cyklem. Podle těch krize vznikla z velké části kvůli inflační politice FEDu ve dvacátých letech a reakce FEDu v podobě uvolňování podmínek na peněžním trhu byla chybná. Podle zastánců likvidační teorie je jakákoli forma hospodářské deprese neodvratnou formou korekce uměle vzniklých bublin a nadprodukce. Josef Šíma z Liberálního institutu uvádí, že se bez tohoto přizpůsobení a korekce zvětšuje rozsah nutné korekce v budoucnu a politiky bránící ozdravné depresi jsou nejhoršími politikami, které je možné provádět. Vyvíjení tlaku na banky, aby poskytovaly další úvěry, vidí jako vyloženě chybnou politiku.[38] V těchto názorech je možno vidět rozpor ohledně podmínek na peněžním trhu. Zatímco zastánci likvidační teorie podmínky charakterizují jako příliš volné, Friedman s Fisherem charakterizují jako hlavní chybu FEDu nezvýšení peněžní zásoby. Na zhodnocení akcí FEDu je tak nutné podívat se blíže na měnové podmínky.

Josef Šíma zastává názor, že, :*„měnová politika byla stále inflační...např. diskontní sazba klesala během roku 1930 z 4,5% na 2% a v polovině roku 1931 na 1,5%"*[39] Podobný pocit převládal i mezi tehdejšími představiteli FEDu, kteří pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb po roce 1929 měli za signál nadmíru dostupných peněz. Dlouhodobé úrokové sazby však poklesly v menší míře a výnosy z rizikových dluhopisů v prvních třech letech Velké

[36] WHEELOCK, David C. *Monetary policy in the Great Depression : What the Fed Did, and Why*, str. 6. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review Vol. 72[online]. 1992 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/03/Depression_Mar_Apr1992.pdf.

[37] Tamtéž, str. 8.

[38] ŠÍMA, Josef. *Trh v čase a prostoru*, str. 71 Liberální insitut [online]. 2000[cit. 2012-03-17]. Dostupné z www: http://www.libinst.cz/etexts/sima_trhvcase.pdf.

[39] Tamtéž, str. 79.

hospodářské krize dokonce rostly.[40] Spolu s nízkými úrokovými sazbami přesvědčovala pozorovatele o volnosti podmínek na peněžním trhu nízká úroveň čerpání bank z diskontního okénka a fakt, že si banky v průběhu krize začaly tvořit značné množství dobrovolných rezerv.

Jsou zde však nezanedbatelná fakta hovořící v neprospěch názoru o volných měnových podmínkách. První z nich je deflace, která způsobila, že hodnota dolaru se mezi lety 1929 a 1933 zvýšila o 25 procent, což značí spíše přísné podmínky na peněžním trhu.[41] Dalším je peněžní zásoba, podle M. Friedmana a A. Schwartz je označení měnové politiky, která nechala mezi lety 1929 a 1933 peněžní zásobu klesnout o jednu třetinu, za volnou poněkud paradoxní. Posledním důvodem je, že reálné úrokové sazby po očištění od změn v cenové hladině nebyly nízké, ale naopak během krize prudce vzrostly. Nominální výnos z krátkodobých vládních cenných papírů sice klesl, kvůli deflaci však v reálném vyjádření vzrostl nad 10 procent mezi lety 1930 a 1931.[42] Špatná interpretace úrokových sazeb také mohla mít vliv na rozhodování FEDu během krize. Tyto tři uvedené důvody vede mnoho ekonomů k názoru, že měl FED na krizi reagovat v mnohem širším měřítku a zabránit tak poklesu peněžní zásoby v takové míře, v jaké k němu došlo. Dle mého názoru je možné souhlasit s tím, že volná měnová politika měla velký podíl na vytvoření bubliny na akciovém trhu v USA. Na druhou stranu souhlasím s autory označujícími měnovou politiku FEDu v průběhu krize za restriktivní a tuto restriktivní politiku pak za jeden z hlavních důvodů prohloubení krize a jejího dlouhého trvání.

---

[40] WHEELOCK, David C. *Monetary policy in the Great Depression* : *What the Fed Did, and Why*, str. 9. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review Vol. 72[online]. 1992 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/03/Depression_Mar_Apr1992.pdf.

[41] WHEELOCK, David C. *Monetary policy in the Great Depression* : What the Fed Did, and Why, str. 11. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review Vol. 72[online]. 1992 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/03/Depression_Mar_Apr1992.pdf.

[42] Tamtéž.

3 Měnová politika FEDu v době současné finanční krize

V několika posledních letech FED čelí další velké finanční krizi od dob Velké hospodářské krize. V tabulce 1.1 je zachycen vývoj současné krize pouze do roku 2009. I tak z ní ale můžeme vyčíst, že průběh současné finanční krize je sice velice mírný v porovnání s Velkou hospodářskou krizí, ale v porovnání s vývojem od druhé světové války se jeví jako krize poměrně silná.

Tabulka 1: Vývoj makrokenomomických ukazatelů v dobách recesí v USA

Recese	Změna reálného HDP (v %)	Maximální míra nezaměstnanosti v průběhu krize (v %)	Změna CPI (v %)
1929-33	-36,21	25,36	-27,17
1937-38	-10,04	20,00	-2,08
1945	-14,48	3,40	1,69
1948-49	-1,58	7,90	-2,07
1953-54	-2,53	5,90	0,37
1957-58	-3,14	7,40	2,12
1960-61	-0,53	6,90	1,02
1969-70	-0,16	5,90	5,04
1973-75	-3,19	8,60	14,81
1980	-2.23	7,80	6,30
1981-82	-2,64	10,80	6,99
1990-91	-1,36	6,80	3,53
2001	0,73	5,50	0,68
2007-09	-3,66	9,50	2,76

Zdroj: WHEELOCK, David C. Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 102 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

Reakce FEDu na současnou finanční krizi je diametrálně odlišná od jeho aktivit ve třicátých letech 20. století. Měnová politika FEDu byla mnohem aktivnější a důslednější v boji proti poklesu peněžní zásoby. FED se také v současné krizi uchýlil k tvorbě nových nástrojů měnové politiky. Zdá se tak, že se FED poučil ze svých chyb z Velké hospodářské krize, přesto existují názory zpochybňující pohotovost jeho aktivit v současné krizi. V této kapitole bych rád stručně nastínil počátek a příčiny finanční krize a především se budu věnovat aktivitám FEDu v jejím průběhu a porovnání s jeho reakcí na Velkou hospodářskou krizi.

3.1 Příčiny a začátek současné finanční krize

Přesně popsat příčiny vedoucí k počátku současné finanční krize by bylo nesmírně složité a ani to není cílem této práce. Proto se pouze pokusím o velice stručný popis toho, jak a proč krize vznikla.

Současná finanční krize byla odstartována, stejně jako Velká hospodářská krize, splasknutím bubliny na trzích aktiv. Tentokrát to byla bublina na trhu realitním. Pravou příčinu krize a vzniku této bubliny však musíme hledat v širších souvislostech světové ekonomiky a v globálních nerovnováhách, které v ní panovaly před vznikem krize. Současný guvernér FEDu Ben Bernanke prohlásil ve svém projevu v Radě pro mezinárodní vztahy (Council on Foreign Relations) : *„Je nemožné porozumět této krizi bez zmínění globálních nerovnováh v obchodě a kapitálových tocích, které mají počátek v druhé polovině devadesátých let 20. století.“*[43] Globální nerovnováhy se projevovaly přebytkem úspor na straně jedné skupiny převážně rychle se rozvíjejících zemí a jejich nedostatkem v druhé skupině zemí rozvinutých – převážně v USA. Velkou část přebytku úspor tvořila a nadále tvoří Čína. Čínské hospodářství rostlo rychlostí přesahující 10% HDP mezi lety 2003 a 2007. Přebytek jejího běžného účtu podpořený také fixací podhodnoceného juanu na dolar vzrostl mezi lety 2004 a 2007 z 3,6% na 11%.[44] Dalším zdrojem úspor byly země jihovýchodní Asie a také země vyvážející především ropu ale i další komodity. Vyrovnávacím mechanismem tekly peníze ze zemí s přebytkem úspor do zemí, kde se jich nedostávalo. To vedlo k situaci, kdy USA a některé další rozvinuté země zažívaly období přílivu značného množství kapitálu a to navzdory tomu, že reálné úrokové sazby v ekonomice zůstávaly na nízké úrovni. Odpovědnost za globální nerovnováhy se sice dá dělit mezi obě strany, nicméně v USA a dalších zemích selhal především systém dohledu nad finančním sektorem v zajištění správné alokace těchto úspor. Globální nerovnováhy tak spolu s úrokovými sazbami, které byly po Dotcom crisis v roce 2001 na nízké úrovni, a špatným finančním dohledem sehrály hlavní úlohu v přílivu levných peněz, které pak umožnily nafukování bubliny na realitním trhu.[45]

Jak už tedy bylo poznamenáno výše, událostí, která odstartovala současnou finanční krizi, bylo splasknutí bubliny na realitním trhu v USA. Realitní bublina dosáhla obrovských rozměrů, mezi lety 1997 a 2006 vzrostly ceny bydlení v USA o 124%. Tento nárůst je také

---

[43] BERNANKE, Ben. *The Financial Reform to Adress Systemic Risk*. 2009. Speech at the Council on Foreign Relations. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm.

[44] OBSTFELD, Maurice a ROGOFF, Kenneth. *Global imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*. Str. 18. 2009. Dostupné z www: http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/BdF-PSE-IMF_paper_OBSTFELD-ROGOFF.pdf.

[45] BERNANKE, Ben. *The Financial Reform to Adress Systemic Risk*. 2009. Speech at the Council on Foreign Relations. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm.

třeba hodnotit z hlediska poměru ceny bydlení a za bydlení placeného nájemného. Za běžných okolností by měl být poměr mezi cenou a ročním nájmem mezi 9 a 11. Tento poměr ale vzrostl mezi lety 2000 a 2006 na 14,5 násobek roční ceny nájemného. Bublina začala splaskávat v roce 2006, v roce 2007 se pak tento vývoj ještě více urychlil. Důsledky splasknutí krize byly velmi nepříjemné. Mnoho Američanů se ocitlo v situaci, kdy by ani po prodeji svého domu nebyly schopni splatit zbývající část své hypotéky. [46]

Důležitou roli v krizi na realitním trhu také sehrálo poskytování subprime hypoték. Jedná se o rizikové hypotéky poskytované lidem nebo rodinám s nízkým příjmem nebo špatnou úvěrovou historií. Subprime hypotéky se vyznačovaly vysokým počtem úvěrových selhání. Dříve nebyly takovýmto klientům hypotéky nebo velké půjčky vůbec poskytovány, to se však nedávno změnilo s přijetím nových zákonů o úvěrech a s příchodem nových produktů na finanční trhy. Počet takovýchto klientů po roce 2001 velice rychle rostl. Příjemcům subprime hypoték byla samozřejmě také účtována vyšší úroková sazba jako kompenzace vyššího rizika. Tato úroková sazba se navíc po období fixace zvedala a je také odvozována od úrokových sazeb FEDu, které do roku 2007 postupně rostly. Pro dlužníky tak bylo s klesající cenou domů a rostoucími sazbami stále těžší své hypotéky splácet. [47]

Na současnou krizi měly velký vliv již zmíněné nové finanční produkty a proces sekuritizace. Tento proces především zapříčinil přechod realitní krize na finanční trhy. Sekuritizace byla iniciována dvěma vládními institucemi a to Federálním sdružením národní hypotéky – přezdívanou Fannie Mae - a Federální společností domácích hypotečních půjček – přezdívanou Freddie Mac. Sekuritizací rozumíme proces prodeje finančních aktiv (jako právě hypoték) jeho původcem do útvaru zvaného special purpose vehicle (SPV). SPV jsou organizacemi speciálně vytvořenými za účelem nákupu těchto aktiv za prostředky získané prodejem dluhopisů. Pokud se hypotéky od několika bank dohromady, nazývá se podkladové aktivum Mortgage-backed security (MBS). Tyto dluhopisy pak byly nakupovány investory. Vznikl tak vlastně nový druh cenného papíru zajištěného hypotékami nebo dluhy a je tak známý jako collaterized mortgage obligation (CMO) nebo obecně collaterized debt obligation (CDO). Finančním institucím tak navíc bylo umožněno získat okamžitě budoucí finanční toky z poskytovaných hypoték. V případě CDO jde o hypotéky zabalené dohromady s jinými půjčkami. Klíčovou úlohu v hodnocení těchto produktů hrály velké ratingové agentury, protože produkty byly natolik složité, že pro běžné investory bylo velmi těžké ohodnotit jejich

[46] SVOBODOVÁ, Lenka. *The Subprime Mortgage Crisis and Credit Crunch in the United States - Causes and Consequences*. Str. 7. 2008. Dostupné z www: http://vz.fmv.vse.cz/wp-content/uploads/26_2008.pdf. Vysoká škola ekonomická v Praze.
[47] Tamtéž, str. 9.

kvalitu. CMO a CDO pak bylo možné dělit na „proužky“ se stejným datem splatnosti a ratingové agentury mohly označit aspoň nejlepší hypotéky v balíčku jako hodné nejvyššího ratingu. Došlo tak vlastně k tomu, že dluhopisy zajištěné nekvalitními hypotékami byly prodávány jako nejkvalitnější cenné papíry. Kvůli složitosti těchto cenných papírů nebyli tedy schopni investoři získat dostatek informací k racionálnímu rozhodování a ty tak mohly být prodávány za cenu ani zdaleka neodpovídající jejich kvalitě. Existence SPVs navíc umožňovala bankám obcházet požadavky na kapitálovou přiměřenost tím, že dostaly půjčky ze svých rozvah jejich sekuritizací. Regulace a dohled finančního systému tak nebyly dostatečně připraveny na nové finanční produkty a služby.

Začátek finanční krize se začal projevovat v roce 2007. Již v únoru začalo několik poskytovatelů subprime hypoték pociťovat a hlásit ztráty způsobené nesplácením těchto hypoték. Nicméně opravdový počátek krize přišel 9. srpna, kdy francouzská banka BNP Paribas dočasně zastavila vyplácení ze třech ze svých fondů, protože nemohla věrohodně ohodnotit aktiva zabalená spolu s americkými subprime hypotékami.[48] Za účelem uklidnění mezibankovního trhu, který začal trpět nedostatkem likvidity a zvyšujícími se úrokovými sazbami provedla Evropská centrální banka (ECB) repo operace ve výši 156 miliard eur a FED ve výši 62 miliard dolarů.[49]

Finanční krizi také provází zvětšující se rozdíl mezi výnosy z rizikových a nerizikových dluhopisů. Před vypuknutí krize byly, jak už jsem zmiňoval výše, cenné papíry vydávané Fannie Mae a Fredie Mac považovány za téměř stejně málo rizikové jako vládní dluhopisy USA. Rozpětí mezi úrokovými sazbami rostlo z původních 20 bazických bodů před srpnem 2007 na dvojnásobek do konce roku. V březnu rozpětí dosahovalo dokonce 90 bazických bodů. Rozpětí způsobila vysoká poptávka investorů po bezrizikových investicích po vypuknutí krize. Stejně rostlo rozpětí mezi mezibankovním London inter-bank offer rate (LIBOR) a vládními dluhopisy do konce roku 2007 na čtyřnásobek.

Nesplácení hypoték a jejich znehodnocování mělo značný dopad na instituce jako banky, hedgeové fondy, poskytovatele hypoték atd. Ztráty bank a všudypřítomné riziko se projevilo v dostupnosti půjček a v jejich ceně. Jejich těžká dosažitelnost a ztráta důvěry v solventnost ostatních bank je označována jako credit crunch. Banky také nyní neuměly správně zhodnotit svá aktiva a nemohly spolehlivě odhadnout výši svých požadavků na kapitálovou

[48] MAMUN, Abdullah, JOHNSON Mark a HASSAN Kabir. *How did the Fed do?: An empirical assessment of the Fed's new initiatives in the financial crisis*. Str. 16, 2010. Dostupné z www: EconLit with Full Text.

[49] SVOBODOVÁ, Lenka. *The Subprime Mortgage Crisis and Credit Crunch in the United States - Causes and Consequences*. Str. 11. 2008. Dostupné z www: http://vz.fmv.vse.cz/wp-content/uploads/26_2008.pdf. Vysoká škola ekonomická v Praze.

přiměřenost. K tomu byl náhle snížen rating jimi držených finančních produktů, které ratingové agentury dosud hodnotily příznivě. Finanční krize se pak dále přelévala na akciové trhy, kde vyvolala silnou paniku a strmý pád burzovních indexů. [50]

3.2 Reakce FEDu na finanční krizi

FED reagoval na vypuknutí krize už 10. srpna 2007 prohlášením, že zajistí řádné fungování finančních trhů poskytováním dostatečné likvidity a že čerpání diskontních úvěrů bude jako vždy dostupným zdrojem financování. Krátce na to se 17. srpna rozhodl snížit diskontní sazby o 50 bazických bodů a zvýšit maximální výpůjční dobu diskontních úvěrů na 30 dní. V září byla Radou guvernérů snížena cílová sazba na trhu s federálními fondy, což bylo první z několika snížení, které tuto sazby srazily do prosince roku 2008 v podstatě na nulu.[51] Nervozita a tlak na finančních trzích se sice nakrátko zmírnily, ale v listopadu se objevily znovu. V prosinci FED oznámil, že vytvoří swapové linky se zahraničními centrálními bankami za účelem poskytování likvidity v dolarech na zahraniční finanční trhy. Swapové linky byly uzavřeny nejdříve s ECB a Švýcarskou národní bankou, postupně pak byly rozšiřovány na další centrální banky. Banky s uzavřenými swapovými linkami mohly získat dolary od FEDu a půjčovat je bankám v místě svého působiště.[52]

Přestože panovala na mezibankovním trhu značná nervozita a úrokové sazby rostly, zůstávala úroveň čerpání diskontních úvěrů od FEDu na nízké úrovni. Bylo to zapříčiněno především obavou bank z poškození svého postavení asociovaného s čerpáním z diskontního okénka, instituce čerpající běžný diskontní úvěr totiž bývá vnímána, jakoby měla nemalé potíže. Byl to jeden z důvodů, proč FED 12. prosince oznámil vytvoření nového aukčního nástroje Term Auction Facility (TAF), které umožňují anonymní čerpání úvěrů od FEDu a pomohl tak rozptýlit obavy bank. Do prosince roku 2009 poskytl FED pomocí TAF 3,48 bilionů dolarů.[53] Například podle Davida Wessela však byly počáteční akce FEDu příliš ostýchavé. FED měl podle něj začít s vytvářením nových nástrojů k podpoře likvidity dříve než na konci roku 2007

[50] Tamtéž, str. 12

[51] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 91 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

[52] Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. *Board of Governors of the Federal Reserve System*[online]. 2011 [cit. 2012-03-21]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm.

[53] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 91 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

a další chybou mělo být pomalé snižování úrokových sazeb, které ve větším rozsahu započalo až v roce 2008.[54]

S cílem uvolnění přetrvávajícího neklidu na finančních trzích, který na začátku roku 2008 stále převládal, byl 27. března vytvořen další nový zdroj pro podporu likvidity. Jednalo se o Term Securities Lending Facility (TSLF). TSLF byl opět aukční program, který nabízel vládní dluhopisy na půjčku zajištěnou jiným vhodným kolaterálem. Program měl podpořit likviditu na trhu s vládními dluhopisy a tím přispívat ke správnému fungování finančních trhů jako celku.[55] Dále byl v březnu vytvořen Primary Dealer Credit Facility (PDCF), který sloužil k poskytování půjček přes noc tzv. primary dealers (oprávněných obchodovat s vládními dluhopisy). Rozdíl mezi PDCF a TSLF je hlavně za prvé v tom, že PDCF umožňuje zajistit úvěr širší škálou kolaterálů, za druhé je půjčováno za fixní sazbu, která není výsledkem aukce.[56] FED umožnil čerpat úvěry všem primary dealers, přestože se nejedná vždy o banky. Učinil tak s odvoláním na sekci 13 z Federal Reserve Act, která zde byl přidána v roce 1932. Ta umožňuje poskytovat úvěry za mimořádných okolností i nebankovním subjektům za předpokladu, že nemají možnost získat dostatečné úvěry od jiných bankovních institucí. Sekce nebyla využita do roku 2008 od třicátých let dvacátého století, v době současné finanční krize však byla použita několikrát a projevila se jako důležitá součást měnové politiky FEDu.[57]

FED se znovu odvolal na sekci 13 již krátce po této události, když schválil rozhodnutí Newyorkské rezervní banky poskytnout úvěr 29 miliard dolarů společnosti JPMorgan Chase určený na podporu akvizice investiční banky Bear Stearns. Bear Stearns se nacházela ve značných potížích zejména kvůli své vysoké zatíženosti hypotékami a MBS a ocitla se na kraji bankrotu ve chvíli, kdy již nemohla získat žádné úvěry pro své fungování. FED uvedl, že se rozhodl pro záchranu banky kvůli obavám z možného negativního dopadu na finanční trhy a reálnou ekonomiku vyvolaného jejím pádem. Tato akce byla společně se zavedením PDCF výrazným odchýlením od běžné praxe FEDu půjčovat pouze bankovním institucím s dobrým jménem a se zajištěním vhodným kolaterálem. Tímto krokem se výrazně odlišil od svého postupu ve třicátých letech, kdy žádná taková pomoc v tomto rozsahu nebyla ekonomice

---

[54] WESSEL, David. *In Fed We Trust*: *Ben Bernanke's War On The Great Panic*. New York, 2009. ISBN 0-307-45968-3.

[55] Term Securities Lending Facility. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. February 5, 2010 [cit. 2012-03-22]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm.

[56] MAMUN, Abdullah, JOHNSON Mark a HASSAN Kabir. *How did the Fed do?*: *An empirical assessment of the Fed's new initiatives in the financial crisis*. Str. 21, 2010. Dostupné z www: EconLit with Fulltext.

[57] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 92 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

poskytnuta. Ochotu poskytnout úvěry i nebankovním institucím pak FED znovu projevil v červenci 2008, kdy umožnil v nutném případě poskytnutí úvěru institucím Fannie Mae a Freddie Mac. Tím se snažil podpořit snahu ministerstva financí o stabilizaci těchto institucí. K poskytnutí úvěrů ovšem nedošlo a v září 2008 převzalo americké ministerstvo financí nad institucemi kontrolu.[58]

Ke konci roku 2008 došlo k výraznému prohloubení krize po té, co 15. září zkrachovala jedna z největších investičních bank Lehman Brothers. Po nezdaru všech pokusů managementu banky o její záchranu se její vedení obrátilo na FED s žádostí o transformaci na běžnou komerční banku. Lehman Brothers by tak mohla získat kapitál přijímáním vkladů a navíc by byla oprávněna k čerpání finanční pomoci od FEDu. Dále měla banka zájem na rozšíření palety možných kolaterálů. FED žádosti Lehman Brothers odmítl, ačkoliv to samé povolil jen několik dnů po té investičním bankám Goldman Sachs a Morgan Stanley. Selhaly také pokusy vlády a FEDu najít pro investiční banku vhodného kupce. Nedokázal přesvědčit největší domácí banky, aby vytvořili společný fond na záchranu banky a americká vláda odmítla podmínku britské Barclays Capital zaručit se za špatná aktiva Lehman Brothers.[59] FED se tak rozhodl - stejně jako v případě Bank of The United States v době Velké hospodářské krize – nechat Lehman Brothers padnout a zaměřit se spíše na zmírnění vzniklých následků. Toto rozhodnutí bývá často kritizováno a označováno za původce prohloubení krize. Guvernér FEDu Ben Bernanke reagoval na kritiku prohlášením, že potíže investiční banky byly známy již delší dobu a byl tak dostatek času pro investory učinit preventivní opatření. Navíc podle něj Lehman Brothers nedisponovala dostatkem kolaterálů k zajištění úvěru od FEDu v dostatečné výši. Nicméně připustil, že: *„Lehman dokázal, že nemůžete nechat padnout velkou mezinárodní společnost uprostřed finanční krize“.*[60]

Paradoxně prakticky ve stejnou dobu, kdy se rozhodl neposkytnout půjčku Lehman Brothers a nechal investiční banku padnout, poskytl FED úvěr ve výši 85 miliard dolarů největší americké pojišťovací společnosi AIG. Stalo se tak 16. září a vláda za poskytnutí půjčky na oplátku obdržela 79,9% akcií a kontrolu nad fungováním firmy. FED připustil, že případná likvidace firmy je pravděpodobná. Pokud by se tak však stalo v nekontrolovaném a bouřlivém měřítku, měl by pád AIG negativní dopad na citlivé finanční trhy a následně na celou

---

[58] Tamtéž.

[59] STUCHLÍK, Jan. Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti. *Peníze.cz* [online]. 14.09.2009[cit. 2012-03-22]. Dostupné z www: http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financni-propasti.

[60] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 93 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

ekonomiku.[61] Podle Davida Wheelocka tak FED usoudil, že nebezpečí nekontrolovaného pádu AIG je příliš velké na to, aby se soustředil pouze na utlumení jeho následků.

Ve stejné době se již projevovaly dopady krachu Lehman Brothers. Kvůli odpisu aktiv držených v Lehman Brothers utrpěl Reserve Primary Money Fund těžké ztáty, což vedlo k velkému vybírání vkladů v ostatních fondech peněžního trhu. FED na tuto paniku reagoval vytvořením Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) sloužící k poskytování úvěrů bankovním institucím a bankovním holdingům. Úvěry z AMLF jsou zajištěny pouze kolaterálem. V případě nesplácení se věřitel může hojit pouze na kolaterálu, nikoli na ostatních aktivech dlužníka. 21. září FED vyhověl žádosti společností Goldman Sachs a Morgan Stanley o přeměnu na bankovní holdingy a poskytl úvěr jejich pobočkám. 7. října pak vytvořil Commercial Paper Funding Facility (CPFF) a 21. října Money Market Investor Funding Facility jako další způsob pomoci finančním trhům. V listopadu FED ustanovil Term Asset-Backed Securites Loan Facility (TALF) umožňující čerpat úvěry držitelům asset-backed securities s nejvyšším ratingem. V rámci tohoto programu FED umožnil čerpat úvěry i malým podnikům a jednotlivcům. V téže době spolupracoval FED na záchraně a poskytování úvěru společnosti Citigroup. Na podzim roku 2008 FED navíc umožnil přechod na bankovní holding kromě společností Goldman Sachs a Morgan Stanley také společnostem American Express, CIT a GMAC a umožnil jim tak čerpat diskontní úvěry.[62]

„Too big to fail“

V souvislosti s finanční krizí se často zmiňuje problém „too big to fail“ institucí. Podstatou „too big to fail“ je názor, že jsou některé společnosti pro hospodářství země natolik důležité, že není možné je nechat padnout. Akce FEDu na záchranu největších finančních společností z obav před následky jejich krachu tuto skutečnost značně zvýraznily, a je zde tedy potřeba tuto problematiku zmínit. FED zasahoval na pomoc společností v nevídaném rozsahu - kromě tradiční možnosti uvolňování měnové politiky ustanovil nové programy na pomoc těmto institucím, podporoval a financoval fúze společností za účelem záchrany jedné z nich a umožnil několika společnostem přeměnu na bankovní holding kvůli možnosti čerpání úvěrů. Do kontextu s „too big to fail“ bývá také stavěn problém morálního hazardu, kdy vedení firmy spoléhá na záchranu od státu.

---

[61] Fed in AIG rescue - $85B loan. *CNNMoney* [online]. September 17, 2008[cit. 2012-03-23]. Dostupné z www: http://money.cnn.com/2008/09/16/news/companies/AIG/index.htm.

[62] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 93 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

Vedle záchranných operací a vytváření nových programů na podporu likvidity rozšířil FED také svůj tradiční nástroj na podporu finančního trhu – operace na volném trhu – nakupováním dlouhodobějších cenných papírů. V prosinci 2008 oznámil plán nakoupit cenné papíry government-sponsored enterprise debt (GSE) v hodnotě 100 miliard dolarů a MBS v hodnotě až 500 milionů dolarů.[63] V případě GSE se jedná o typ dluhopisu vytvořený americkým kongresem za účelem poskytnutí úvěru určitým preferovaným dlužníkům – jako studentům nebo zemědělcům.[64] Cílem těchto operací ale pravděpodobně bylo spíše uvolnit podmínky na preferovaných trzích. Na jaře 2009 pak FED plánoval nakoupit dlouhodobé vládní dluhopisy v hodnotě 300 miliard dolarů. V průběhu srpna a září vydal Federální výbor pro otevřený trh oznámení, že k zajištění plynulého přechodu bude postupně snižovat rychlost svých nákupů vládních dluhopisů a MBS – a nákupy v plánované výši uskutečnil do konce října. S postupným zlepšováním situace na finančních trzích začal FED rušit některé ze svých programů. Již na podzim byl ukončen MMIF, na začátku roku 2010 pak AMLF, CPFF, PDCF a TSLF stejně tak jako swapové linky se zahraničními centrálními bankami. Ty však byly v květnu s některými z nich znovu obnoveny v reakci na tlak na krátkodobých finančních trzích. Swapové linky jsou v současnosti v účinnosti do srpna 2012.[65]

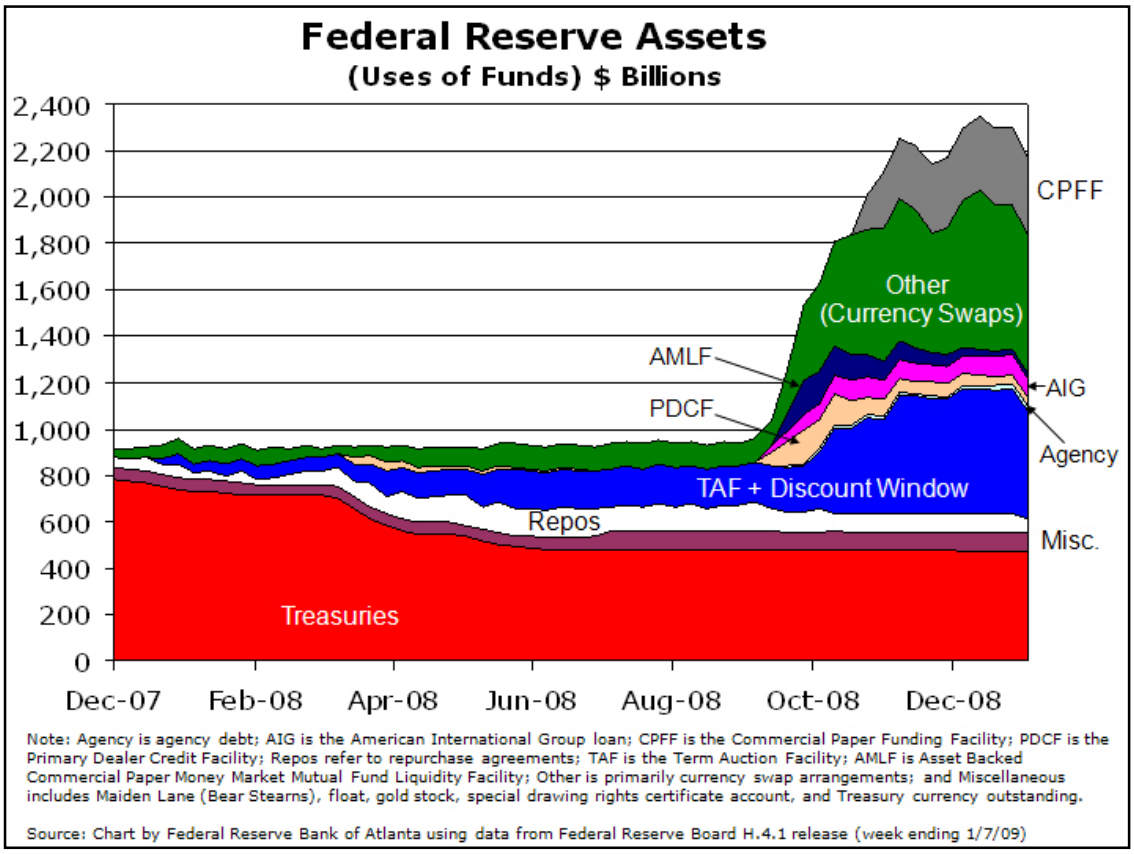
3.3 Zhodnocení dopadu měnové politiky FEDu

FED v reakci na finanční krizi provedl řadu akcí v bezprecedentním rozsahu. Důležitým krokem bylo vytvoření celé řady nových programů na podporu likvidity, přes které bylo čerpáno velké množství prostředků. Programy se také ve značné míře projevily ve velikosti a složení FEDem drženého portfolia aktiv. Graf 1.2 ilustruje množství aktiv, které FED držel do konce roku 2008 a především jejich složení v souvislosti s prováděnými programy. Jak lze vidět, na podzim roku 2008 FED zaznamenal více než dvojnásobný nárůst hodnoty svého portfolia. Růst aktiv vyvolaly především nově vytvořené programy na podporu likvidity, jejichž nárůst vyjadřuje míru čerpání z těchto programů. Největší podíl zaujímají swapové linky se zahraničím, program CPFF a program TAF spolu s diskontními úvěry. Růst podílu nových nástrojů se děje hlavně na úkor portfolia vládních cenných papírů, jehož podíl ve sledovaném období klesá. FED tak částečně vyrovnával růst úvěru z nových nástrojů prodeji na volném trhu. Na konci roku 2008 hodnota portfolia začíná klesat spolu s tím, jak se

[63] The Federal Reserve's response to the crisis. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm.
[64] GSE Debt Securities. *InvestOnline Trading* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z www: http://www.investonlinetrading.com/gse-debt-securities.
[65] The Federal Reserve's response to the crisis. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm.

začínají podmínky na finančních trzích pomalu uvolňovat. A pokud bychom prodloužili časovou osu, viděli bychom opětovný nárůst podílu tradičních vládních cenných papírů díky výše zmíněným nákupům na volném trhu na jaře 2009.

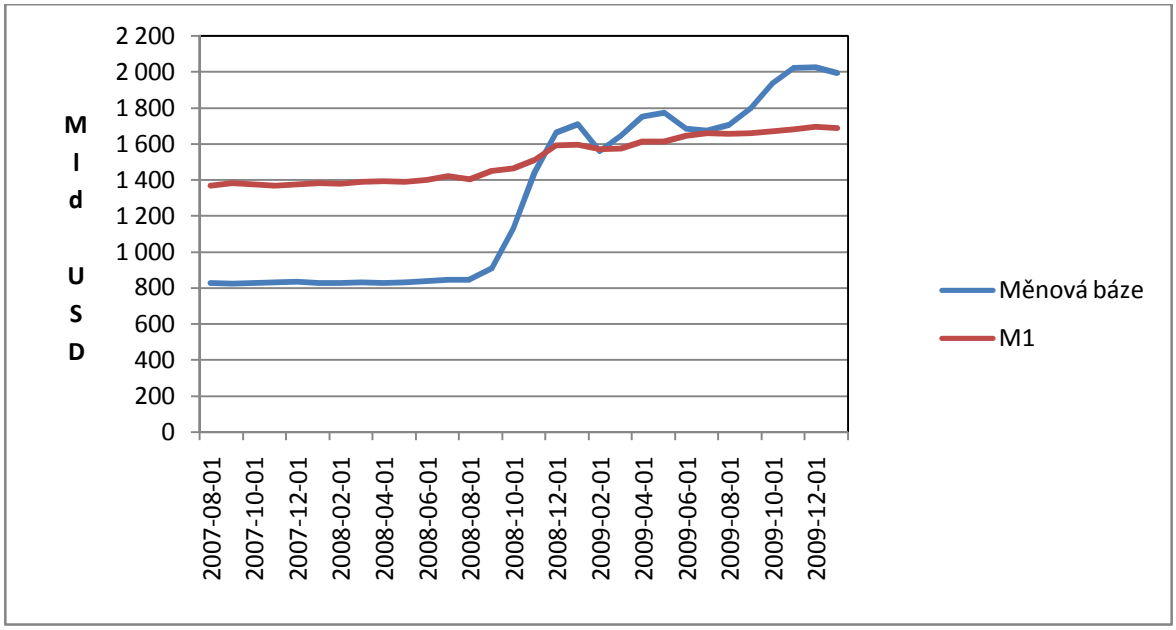
Graf 2: Složení portfolia akiv FEDu



Zdroj: http://www.frbatlanta.org/images/news/speeches/011209.jpg

Výše popsaný nárůst hodnoty portfolia aktiv je dobré položit do souvislosti s nárůstem měnové báze a např. měnového agregátu M1 jakožto o něco širší měnové zásoby. Z grafu lze jasně vyčíst, jak ve stejnou chvíli, kdy se díky novým programům na podporu likvidity razantně zvyšuje hodnota portfolia aktiv FEDu, zvyšuje se také hodnota měnové báze z necelých 900 miliard dolarů až na hodnotu přibližně 1700 miliard dolarů. Díky akcím FEDu směrem k uvolňování podmínek na peněžním trhu a růstu měnové báze roste i M1. FED tak zajistil dostatek likvidity na finančním trhu a nezopakoval tak chybu z Velké hospodářské krize, kdy dovolil značný pokles peněžní zásoby a způsobil tak nedostatek likvidity v bankovním sektoru.

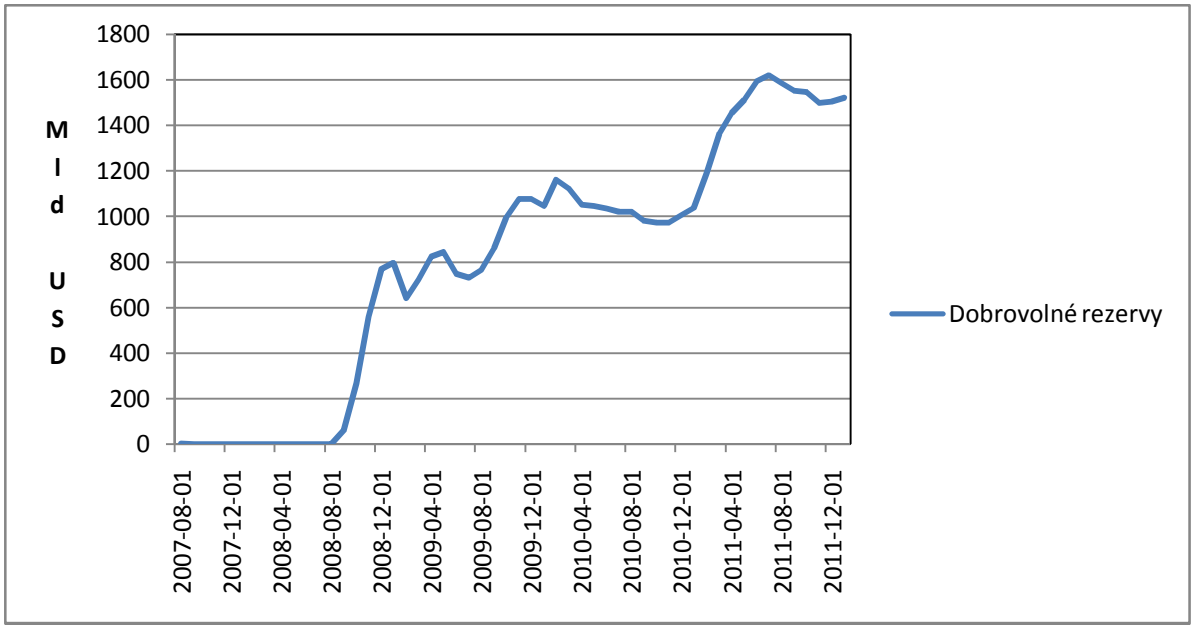
Graf 3: Měnová báze a M1 během krize



Zdroj: http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=BOGUMBNS,

Uvolňování měnové politiky a zvyšování dostupnosti úvěrů však vedlo podobně jako po poslední vlně bankovních krizí z třicátých let k velkému nárůstu dobrovolných rezerv deponovaných bankovními institucemi u rezervních bank. Takové množství dobrovolných rezerv může znovu vyvolávat obavy, protože mohou být zdrojem budoucí inflace a omezují schopnost FEDu ovlivňovat úrokovou sazbu na trhu s federálními fondy. Nárůst hodnoty deponovaných rezerv ilustruje graf 1.4.

Graf 4: Výše dobrovolných rezerv



Zdroj: http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=EXCRESNS,

Na grafu můžeme vidět nárůst dobrovolných rezerv z nulové hodnoty před obdobím zvýšeného čerpání úvěrů z nově vytvořených programů až nad hodnotu 1 bilionu dolarů v roce 2009 a další výrazné zvýšení až do současnosti. FED tak musí čelit otázce, jak eliminovat inflační riziko spojené s takovým množstvím dobrovolných rezerv, aniž by opakoval chybu z třicátých let a ohrozil oživení z recese. FED se rozhodl čelit riziku inflace vyplácením úroků za deponované rezervy. Podle původního zákona z roku 2006 umožňujícího tuto praxi, mělo k vyplácení úroků dojít až v říjnu 2011, ale později byl schválen zákon Emergency Economic Stabilization Act, který datum platnosti stanovil na říjen 2008.[66] Opatření má stanovit dolní hranici úrokových sazeb a pomáhá FEDu ovlivňovat sazbu na trhu s federálními fondy. Vyplácením úroků za držené rezervy FED motivuje bankovní instituce tyto rezervy spíše držet, než je levně půjčovat na trhu. V současné době je sazba vyplácených úroků na rezervy deponované u rezervních bank 0,25%.[67]

Thomas Palley však ve své práci označuje politiku vyplácení úroků za držené dobrovolné rezervy jako chybnou strategii odklonu od kvantitativního uvolňování. Tuto politiku shledává jako neefektivní a nákladnou pro federální rozpočet. Za správný způsob odbourání rezerv považuje zrušení zákazu vyplácení úroků na běžných účtech a zavedení nové regulatorní normy umožňující nastavitelnou míru povinných rezerv u různých typů aktiv. Vyplácení úroků na běžných účtech by podle něj vyvolalo zvýšenou poptávku po nich a tím pádem zvýšenou poptávku bank po rezervách na krytí těchto účtů. Úroky na běžných účtech by tak způsobily návrat dobrovolných rezerv do bankovní soustavy. Regulatorní norma by zase FEDu umožnila měnit výši míry povinných rezerv na základě jeho obav, které by spojoval s různými druhy aktiv, jež by mohly produkovat inflaci. Za předpokladu nevyplácení úroků za držené rezervy by pak banky přesouvaly své zdroje do jiných oblastí.[68]

---

[66] Press Release. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. October 6, 2008 [cit. 2012-03-25]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081006a.htm.

[67] Interest on Required Balances and Excess Balances. *Board of Governors of the Federal Reserve System*[online]. [cit. 2012-03-25]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm.

[68] PALLEY, Thomas. The Politics Of Paying Interest On Bank Reserves: A Criticism Of Bernanke's Exit Strategy. Str. 49-58 In: *Challenge 53.3* [online]. 2010 [cit. 2012-03-25]. Dostupné z www: EconLit with Full Text.

4 Shrnutí a porovnání měnových politik

Měnová politika FEDu a jeho reakce na současnou finanční krizi byla diametrálně odlišná od jeho reakce na události vedoucí k Velké hospodářské krizi. Zdá se, že se FED poučil ze svých chyb ze třicátých let, jeho měnová politika byla bezpochyby mnohem aktivnější, více inovativní a mnohem více bojovala s hrozícím vyschnutím likvidity a poklesem cen. V jeho chování v dobách Velké hospodářské krize však také můžeme nalézt jisté momenty, které vykazují jistou paralelu do budoucna.

Kromě počáteční fáze Velké hospodářské krize, kdy zejména díky reakci Newyorkské rezervní banky FED odpověděl na krizi značnými nákupy na volném trhu, udělal FED jen velmi málo pro zajištění dostatku likvidity v bankovním sektoru a měl tak značný podíl na řadě vln bankovních krizí a runů na banky. Částečně tak došlo kvůli neshodám o budoucím směřování měnové politiky a to hlavně mezi představiteli Newyorkské rezervní banky a ostatními představiteli FEDu. Existovalo tak značné nedorozumění mezi centrálními bankéři o podmínkách na finančních trzích a potřebné reakci na krizi. Zde můžeme vidět jistou podobnost se současným vývojem v Evropě, kdy existují neshody mezi členy nejvyššího vedení ECB. V průběhu roku 2011 se rozhodli odejít z vedení ECB její dva zástupci z Německa – Axel Weber a Jürgen Stark. Stalo se tak kvůli jejich kritickému postoji, který oba zaujímají k měnové politice ECB a její reakci na finanční a především dluhovou krizi. Německým bankéřům vadilo hlavně rozhodnutí ECB řešit dluhovou krizi nakupováním státních dluhopisů a snahou zabránit růstu úrokových sazeb u dluhopisů ohrožených zemí. Stark a Weber byli zastánci přísné a mj. protiinflační měnové politiky.[69] V současném vývoji v ECB - stejně tak jako ve FEDu ve třicátých letech - tak můžeme vysledovat jev, kdy se paradoxně ani představitelé centrálních bank nemohou dohodnout na žádoucí reakci na ekonomické recese. Je tak tedy poněkud obtížné hodnotit současnou měnovou politiku FEDu navíc s tak malým časovým odstupem.

FED také nebyl v době Velké hospodářské krize schopen poskytnout bankám dostatečnou likviditu pomocí vhodného úvěrování. Navíc pravděpodobně chybně interpretoval pokles množství diskontních úvěrů jako znamení volných měnových podmínek a nepotřebnosti poskytovat dodatečné peněžní prostředky bankám. Nevzal tehdy v úvahu možné obavy bank z čerpání likvidity z diskontního okénka a následného poškození svého postavení a „potrestání“ ze strany veřejnosti hromadným vybíráním vkladů. David Wheelock navíc nabízí

[69] Němci prchají z ECB, možná kvůli dluhopisům. *E15.cz* [online]. 9.9.2011[cit. 2012-04-03]. Dostupné z: http://zpravy.e15.cz/kancelar/personalie/nemci-prchaji-z-ecb-mozna-kvuli-dluhopisum-698659.

další možné vysvětlení poklesu čerpání z diskontního okénka – nedostatek vhodných kolaterálů na straně bank k jejich zajištění těchto úvěrů.[70] Naproti tomu FED v současné finanční krizi rozpoznal nedostatky dosavadního způsobu úvěrování z diskontního programu a nabídl celou řadu nových nástrojů na podporu likvidity s pozitivním dopadem na peněžní zásobu v ekonomice. Poskytl bankám anonymitu v čerpání z aukčního nástroje TAF, rozšířil paletu možných kolaterálů a prodloužil dobu splatnosti diskontních úvěrů. FED také v reakci na finanční krizi umožnil pomocí nových nástrojů čerpat úvěry i nebankovní instituce.

Spolu se svým nedostatečným zvyšováním peněžní zásoby také FED ve třicátých letech vyvíjel jen velmi nízkou míru aktivity za účelem zabránění pádům bank a to zejména těch, které nebyly členy rezervního systému. V současné době toho FED pro hladké fungování finančních trhů udělal podstatně více. Jistou podobnost však můžeme nalézt v rozhodnutí FEDu Nechat padnout The Bank of United States ve třicátých letech a Lehman Brothers v současné krizi. V obou případech došlo sice k jednání o možné záchraně, ale mimořádný úvěr nebyl společnostem poskytnut a byly nakonec ponechány svému osudu. V obou případech se FED zaměřil na zmírnění následků jejich pádů, které byly mimořádně silné. Obě tato rozhodnutí bávají kritizována jako původce prohloubení krize. Po rozhodnutí nevyhovět požadavkům Lehman Brothers navíc FED pomohl jiným institucím a podílel se například na záchraně společnosti AIG a spolupracoval na záchraně dalších společností včetně vládních Fannie Mae a Freddie Mac. Tato rozhodnutí sice odvrátila bezprostřední tvrdé dopady na americkou ekonomiku, do budoucna však mohou stanovit nežádoucí precedent a prohloubit problém morálního hazardu a způsobit ještě horší a riskantnější hospodaření v institucích, které jsou systémově klíčové tzv. Too big to fail institucích. Tato skutečnost by se měla odrážet v budoucích změnách v regulaci finančního trhu.

Po poslední vlně bankovních krizí a dodnes poměrně kontroverzním vyhlášení celonárodních bankovních prázdnin ve třicátých letech si banky stejně jako v současné krizi začaly tvořit značné množství dobrovolných rezerv, které znamenají vysoké riziko budoucí inflace. V době Velké hospodářské krize se FED rozhodl řešit přebytek dobrovolných rezerv razantním zvyšováním míry povinných minimálních rezerv. To sice k snížení výše dobrovolných rezerv skutečně vedlo, rozhodnutí však mělo dalekosáhlé následky v podobě poklesu peněžní zásoby a prodloužení deprese. Z této chyby si FED vzal v současné krizi ponaučení a rozhodl se eliminovat inflační riziko vyplácením úroků na deponované dobrovolné rezervy. I tento

[70] WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 103 [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

postup však bývá kritizován jako nákladný a neefektivní a existují návrhy na jiné řešení problému nadbytečných dobrovolných rezerv v podobě změn regulace a zrušení omezení úroků vyplácených na běžných účtech.

Celkově se však dá dle mého názoru hodnotit současné působení FEDu v reakci na krizi jako uspokojivé a to především díky zajištění stability cenové hladiny a poskytování dostatečné likvidity pomocí inovativních nových programů s následkem uvolnění tlaků na finančních trzích a zajištění jejich správného fungování. Stále však existují pochyby, zda jeho reakce na krizi nemohla být pohotovější. Do budoucna také stojí před řadou výzev v podobě dobrovolných rezerv bank a efektivní regulace finančního trhu zajišťující správnou alokaci peněžních prostředků a eliminující problém morálního hazardu. V neposlední řadě způsobila měnová a fiskální expanze vysoký nárůst deficitu americké vlády a před USA tak vyvstává otázka, jak tento deficit bude řešit.

Závěr

Cílem této bakalářské práce bylo zhodnotit měnové politiky FEDu ve třicátých letech 20. st. a v době současné finanční krize. Sledovanými kritérii byly zejména celkové směřování měnové politiky, použité nástroje, míra aktivity FEDu a také dopady jeho opatření.

Odrazovým můstkem tohoto srovnávání byla první kapitola, ve které byly uvedeny základní fakta o FEDu a to především výčet jeho tradičních nástrojů, kterými ovlivňuje peněžní podmínky v zemi. Hlavními tradičními nástroji měnové politiky FEDu jsou povinné minimální rezervy, smluvní zůstatky, operace na volném trhu a diskontní úvěry, přičemž pravděpodobně největší důležitost zde zaujímají operace na volném trhu. Tento výčet potom umožnil efektivní komparaci měnových politik ve sledovaných obdobích.

V druhé kapitole jsem vymezil měnovou politiku FEDu ve třicátých letech. Na začátku popisuji příčiny krize v podobě provázaností zemí pomocí zlatého standardu a svázání kurzu na zlato, které po první světové válce proběhlo na předválečné a tudíž neodpovídající úrovni. Na počátku kapitoly také popisuji vypuknutí Velké hospodářské krize v USA vznikem bubliny na akciových trzích a jejím následném splasknutí na „Černý čtvrtek“ 24. Října 1929. Zde již sehrála svou úlohu měnová politika FEDu a to konkrétně předkrizová politika levných peněz, která se podílela na nafouknutí bubliny, a následné zvýšení úrokových sazeb, které vyvolalo krach na burze s nadhodnocenými aktivy. Dále se kapitola věnuje průběhu krize s vlnami bankovních panik. Na počátku krize se projevily neshody ve vedení FEDu v otázce směřování měnové politiky. Zatímco Newyorkská rezervní banka reagovala pohotově a prováděla odpovídající nákupy na volném trhu za účelem uvolnění tlaků na finančních trzích, zbytek systému neviděl uvolňování podmínek na peněžním trhu jako žádoucí a další nákupy zamítl. V průběhu Velké hospodářské krize pak FED až do vyhlášení Bankovních prázdnin udělal jen velmi málo opatření za účelem zajištění dostatečné likvidity bank a odvrácení bankovních krizí a runů na banky. Celkově nechal FED spadnout peněžní zásobu do vyhlášení Bankovních prázdnin o jednu třetinu a prováděl jen minimální množství nákupů na volném trhu. Na konci kapitoly jsem ukázal možné názory na vysvětlení této politiky. Mezi její hlavní důvody patří špatná interpretace nízkých tržních úrokových sazeb a vytvářených dobrovolných rezerv bank spolu s nízkým čerpáním z diskontního okénka. FED také ve třicátých letech nevzal do úvahy možnou neochotu bank čerpat diskontní úvěry z obav před poškozením svého jména a následným nadměrným čerpáním hotovosti ze strany veřejnosti. Z kapitoly také vyplývá poučení do budoucna, jak se po zmírnění krize nevypořádávat s inflačním rizikem plynoucím z nadměrných dobrovolných rezerv bank. FED se ve třicátých

letech rozhodl zlikvidovat dobrovolné rezervy zvýšením míry povinných minimálních rezerv, čímž strhnul americkou ekonomiku zpátky do recese.

Ve třetí kapitole se již věnuji měnové politice FEDu v současné finanční krizi. Opět jsem definoval příčiny krize spolu s širšími souvislostmi ve světovém hospodářství. Jako hlavní příčiny krize jsem identifikoval globální nerovnováhy ve světové ekonomice a v saldech běžných účtů vyspělých a rychle se rozvíjejících zemích, které způsobily tok kapitálu do vyspělých zemí v čele s USA, který umožnil nafukování bubliny na trzích aktiv. Další vlivy byly neefektivní finanční regulace, která nedosáhla správné alokaci úspor a podílela se na vzniku bubliny na realitních trzích. Na vzniku bubliny měla výrazný podíl také sekuritizace hypoték a následné neodpovídající ohodnocení nových investičních nástrojů ratingovými agenturami. Měnová politika FEDu pak byla v současné finanční krizi značně odlišná od měnové politiky ve Velké hospodářské krizi. FED v ní vykazoval mnohem vyšší míru aktivity a to zejména směrem k zajištění dostatečné likvidity bankovnímu sektoru. Podporu likvidity navíc prováděl mnohem více pomocí nově vytvořených nástrojů a programů na úkor tradičních operací na volném trhu ve spojení s čerpáním diskontních úvěrů. FED správně identifikoval neochotu bank čerpat z diskontního okénka způsobenou obavami z poškození svého postavení a zavedl anonymní aukční nástroj TAF. FED také vytvořil celou řadu dalších nástrojů na podporu likvidity a s odvoláním na sekci 13 Federal Reserve Act umožnil čerpání úvěrů také nebankovním institucím. FED se také v současné krizi podílel na záchraně klíčových institucí pro fungování trhu jako např. AIG, nechal však také padnout investiční banku Lehman Brothers, podobně jako když ve třicátých letech nezachránil The Bank of United States. Toto rozhodnutí bývá někdy kritizováno jako původce prohloubení krize. Celkově měla měnová politika za následek nárůst peněžní zásoby a zajištění hladkého fungování finančního trhu. FED se v současnosti také musí podobně jako po vyhlášení Bankovních prázdnin ve třicátých letech potýkat se značným množstvím deponovaných dobrovolných rezerv, které skýtají do budoucna inflační riziko. FED se ovšem poučil z Velké hospodářské krize a snaží se inflační riziko eliminovat vyplácením úroků za deponované dobrovolné rezervy. I toto rozhodnutí je však někdy kritizováno jako nákladné a neefektivní.

Navzdory občasné kritice vnímám měnovou politiku FEDu v současné krizi jako velice úspěšnou. FED neopakoval chybu z Velké hospodářské krize v podobě restriktivní měnové politiky a nedostatečné podpory bankovního sektoru a vydal se cestou monetární expanze, odstranění tlaků a zajištění hladkého fungování finančního trhu. Představitelé FEDu také prokázali velkou dávku invence a důvtipu v provádění expanzivní měnové politiky a dokázal pomocí nových nástrojů a programů zajistit dostatečnou podporu domácí ekonomice a také

jimi eliminoval rizika tradičního diskontního úvěrování. Úspěšnost jeho způsobu nakládání s nadbytečnými dobrovolnými rezervami se může projevit teprve v budoucnu.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje:

1. FERGUSON, Niall. *Vzestup peněz*: *Finanční dějiny světa*., 1. vyd. Praha: Argo, 2011. ISBN 978-80-257-0337-3.
2. FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. A monetary history of the United States, 1867-1960. 1971. ISBN 0-691-00354.
3. WESSEL, David. *In Fed We Trust*: *Ben Bernanke's War On The Great Panic*. New York, 2009. ISBN 0-307-45968-3.

Elektronické zdroje:

4. BERNANKE, Ben. *Money, Gold, and the Great Depression*. Virginia, 2004. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm.
5. BERNANKE, Ben. *The Financial Reform to Adress Systemic Risk*. 2009. Speech at the Council on Foreign Relations. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm.
6. BORDO, Michael D. a WHEELOCK, D. C. *The Promise and Performance of the Federal Reserve as Lender of Last Resort 1914-1933*. St. Louis, 2010. Dostupné z: http://research.stlouisfed.org/wp/2010/2010-036.pdf.
7. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. *Board of Governors of the Federal Reserve System*[online]. 2011 [cit. 2012-03-21]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm.
8. CRAFTS, Nicholas a FEARON, P.. *Lessons from the 1930s Great Depression*. In: Oxford Review Of Economic Policy [online]. 2010. vyd.[cit. 2012-02-14]. Dostupné z www: EconLit with Full Text.
9. Federal Reserve Economic Data. *Economic Research*: *Federal Reserve Bank of St. Louis* [online]. [cit. 2012-04-17]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/fred2/
10. Fed in AIG rescue - $85B loan. *CNNMoney* [online]. September 17, 2008[cit. 2012-03-23]. Dostupné z www: http://money.cnn.com/2008/09/16/news/companies/AIG/index.htm.
11. GSE Debt Securities. *InvestOnline Trading* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z www: http://www.investonlinetrading.com/gse-debt-securities.
12. Interest on Required Balances and Excess Balances. *Board of Governors of the Federal Reserve System*[online]. [cit. 2012-03-25]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm.
13. MAMUN, Abdullah, JOHNSON Mark a HASSAN Kabir. *How did the Fed do?*: *An empirical assessment of the Fed's new initiatives in the financial crisis*., 2010. Dostupné z www: EconLit with Full Text.
14. Němci prchají z ECB, možná kvůli dluhopisům. *E15.cz* [online]. 9.9.2011[cit. 2012-04-03]. Dostupné z: http://zpravy.e15.cz/kancelar/personalie/nemci-prchaji-z-ecb-mozna-kvuli-dluhopisum-698659.

15. Nonrecourse debt. In: *Wikipedia*: *the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 2012-03-17]. Dostupné z: http://en.wikipedia.org/wiki/Nonrecourse_debt.

16. OBSTFELD, Maurice a ROGOFF, Kenneth. *Global imbalances and the Financial Crisis*: *Products of Common Causes*. 2009. Dostupné z www: http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/BdF-PSE-IMF_paper_OBSTFELD-ROGOFF.pdf

17. PALLEY, Thomas. The Politics Of Paying Interest On Bank Reserves: A Criticism Of Bernanke's Exit Strategy. In: *Challenge 53.3* [online]. 2010 [cit. 2012-03-25]. Dostupné z www: EconLit with Full Text.

18. Press Release. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. October 6, 2008 [cit. 2012-03-25]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081006a.htm.

19. Progressivism. In: *Wikipedia*: *the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 2012-03-17]. Dostupné z: http://en.wikipedia.org/wiki/Progressivism.

20. ROMER, Christina D. *Great Depression*, [online]. 2003 [cit. 2012-02-15]. Dostupné z www: http://elsa.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf.

21. ROTHBARD, Murray N. *Origins of the Federal Reserve*. Ludwig von Mises Institute [online]. 2009[cit. 2012-03-15]. Dostupné z www: http://mises.org/daily/3823.

22. SMILEY, Gene. *Great Depression*. In: Library of Economics and Liberty [online]. 2. vyd. [cit. 2012-02-14]. Dostupné z: http://www.econlib.org/library/Enc/GreatDepression.html.

23. STUCHLÍK, Jan. Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti. *Peníze.cz* [online]. 14.09.2009[cit. 2012-03-22]. Dostupné z www: http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financni-propasti.

24. SVOBODOVÁ, Lenka. *The Subprime Mortgage Crisis and Credit Crunch in the United States - Causes and Consequences*. 2008. Dostupné z www: http://vz.fmv.vse.cz/wp-content/uploads/26_2008.pdf. Vysoká škola ekonomická v Praze.

25. ŠÍMA, Josef. *Trh v čase a prostoru*, Liberální insitut [online]. 2000[cit. 2012-03-17]. Dostupné z www: http://www.libinst.cz/etexts/sima_trhvcase.pdf.

26. TEMIN, Peter. *The Great Depression*. [online]. Cambridge, 1994 [cit. 2012-02-14]. Dostupné z www: http://www.nber.org/papers/h0062.pdf?new_window=1.

27. Term Securities Lending Facility. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. February 5, 2010 [cit. 2012-03-22]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm.

28. The Federal Reserve's response to the crisis. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm.

29. *The Federal Reserve System: Purposes & Functions* [online]. [cit. 2012-02-14]. Ninth Edition, June 2005. Dostupné z www: http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_complete.pdf.

30. WHEELOCK, David C. *Lessons Learned? : Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review, [online]. 2010 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/>. ISSN 00149187.

31. WHEELOCK, David C. *Monetary policy in the Great Depression* : What the Fed Did, and Why. In Federal Reserve Bank of St. Louis Review Vol. 72[online]. 1992 [cit. 2011-12-08]. Dostupné z www: http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/03/Depression_Mar_Apr1992.pdf .

Dostupnost výše uvedených internetových zdrojů ověřena dne 11. dubna 2012.