



Americké centrální bankovníctví a proměněná role FEDu

American central banking and changed role of the FED

Max Kubát

Abstrakt: Americké centrální bankovníctví mělo před vznikem FEDu více než stoletou tradici. FED byl však první institucí, která se dočkala prodloužení své licence a tím i dlouhodobé existence. Záhy po svém vzniku se FED ocitl ve světě radikálně proměněném první světovou válkou. USA ze z dlužníka staly věřitelem, FED začal financovat státní dluh. Pasivní role FEDu během Velké deprese vedla k četným krachům bank a velkému propadu ekonomiky. V důsledku Humphrey-Hawkins Actu se FED stal spoluzodpovědný za nezaměstnanost a hospodářský růst. Na rozdíl od svého jednání během Velké deprese se během finanční krize FED choval velmi aktivně. Výsledkem jsou menší makroekonomické otřesy ekonomiky, dlouhodobé dopady politiky kvantitativního uvolňování jsou však neznámé.

Abstract: Tradition of U. S. central banking, before creation of the Federal Reserve, was more than one century long. The Fed, however, was the first institution that has enjoyed a renewal of a license and thus the long-term existence. Soon after its inception, the FED entered to a radically changed world as a consequence of the First World War. USA shifted from debtor to creditor, the Fed began to finance the national debt. The passive role of the Federal Reserve during the Great Depression led to numerous bank failures and setbacks of economy. As a result of the Humphrey-Hawkins Act the FED became co-responsible for unemployment and economic growth. Contrary to his conduct during the Great Depression, the Fed has been acting very actively during the financial crisis. The results are smaller macroeconomic shocks of the economy, the long-term impact of quantitative easing policy, however, are unknown.

Klíčová slova: Americké centrální bankovníctví; Federální rezervní system; politika FEDu; finanční krize

Keywords: U. S. central banking; Federal Reserve system; FED policy; financial crises

JEL Classification: E52; E58; N12

Úvod

Americká centrální banka, Federal Reserve System, neboli zkráceně FED, a její činnost patří k hojně diskutovaným tématům současnosti. Vzhledem k vlivu FEDu na světovou ekonomiku je to pochopitelné. V následujícím textu se zabývám nástině historie amerického centrálního bankovníctví, vznikem a úlohou FEDu a proměnou jeho role se zaměřením na dvě (ne)zvládnuté hospodářské krize, kterými USA, resp. světové hospodářství za doby fungování FEDu prošlo.

1. Vznik centrálních bank

Teorie zpravidla uvádí tři hlavní důvody ospravedlňující existenci centrální banky. Jsou to emisní monopol peněz, křehkost bank a ochrana vkladatelů (Freixas a Rochet, 1998, s. 260-261).

Literatura v zásadě rozlišuje dvě hlavní vlny zakládání centrálních bank. První vlna se odehrála zhruba v druhé polovině 17. století. Nejznámějšími zástupci této vlny byla švédská Sveriges Riksbank či anglická Bank of England (Bordo, 2007, s. 1). Druhá vlna vzniku centrálních bank je záležitostí (zejména) druhé poloviny 19. století. Zde již lze skutečně mluvit o centrálních bankách v dnešním slova smyslu. Jejich charakteristickým rysem se stává emisní monopol peněz. Rakouská centrální banka jej získala již roku 1817, Bank of England 1844 (Revenda et. al., 2005, s. 307).

2. Americké centrální bankovníctví před vznikem FEDu

Vznik centrální banky jakož i emise peněz na federální úrovni byly od počátku předmětem diskuse, zda je k tomu vláda USA oprávněna. Z hlediska oběživa byla situace usnadněna oběhem plnohodnotných peněz v podobě mincí různých druhů. Z hlediska nutnosti financovat válku za nezávislost emitoval Kongres ve dvou vlnách papírové peníze. V roce 1780 měl jeden dolar papírových peněz hodnotu dvou centů (Markham, 2002, s. 68).

První bankou na území Spojených států, kterou lze označit jako pokus o centrální banku, byla Bank of North America. Vznikla v roce 1781 jako soukromá banka, která ovšem mohla emitovat bankovky, podílela se na výdajích federální vlády a měla licenci udělenou Kongresem. O své výsadní postavení však později přišla (Markham, 2002, s. 68).

První oficiální centrální bankou Spojených států se stala v roce 1791 First Bank of the United States. Licenci pro svou činnost získala na 20 let. Kapitálově byla větší než všechny ostatní tehdejší americké banky dohromady. To na jedné straně znamenalo příliv úvěrů do ekonomiky, na druhé straně, poté co banka přiškrtla svou úvěrovou politiku,

stála za prvním krachem trhu cenných papírů v USA v roce 1792 (Cowen, 2000, s. 1041-1043). Banka svou úvěrovou expanzí a emisemi papírových peněz stála za značným růstem velkoobchodních cen. Dostupnost peněz zapříčinila i růst počtu nově zakládaných bank. Jen v prvních pěti letech existence First Bank of the United States bylo založeno 18 nových komerčních bank, zatímco v roce 1791 byly v USA jen čtyři. Dvacetiletý mandát bance vypršel v roce 1811. Prodloužení licence bylo diskutováno, jak je však uvedeno již na začátku, panoval silný názor, že Kongres není oprávněn k založení centrální banky. Tento názor nakonec převážil a licence nebyla prodloužena (Rothbard, 2002, s. 68-72).

Second Bank of the United States byla založena roku 1816, stejně jako předchozí bance jí Kongres udělil licenci na dvacet let. Jednou z příčin založení byla i negativní zkušenost z války roku 1812 s Velkou Británií. Na rozdíl od First Bank of the United States, tentokrát banka dostala explicitně za cíl vytvoření jednotné národní měny. Jednotná měna znamenala přizpůsobování cenových hladin v jednotlivých regionech tehdejších Spojených států v průběhu 20. let 19. století. Na počátku celého projektu se přitom cenová hladina mezi regiony lišila i o 25 % (Fraas, 1974, s. 447-458). Existence centrální banky se stala předmětem politického boje, v němž její odpůrce, Andrew Jackson, zvítězil, když se roku 1829 stal americkým prezidentem. Jacksonův libertariánský program již z principu odmítal státní monopol či privilegia, která centrální banka nevyhnutelně představuje. Centrální banka byla též ztělesněním inflačních tendencí. Za této politické konstelace nebyla licence Second Bank of the United States prodloužena a banka se přeměnila na státní banku v Pensylvánii (Rothbard, 2002, s. 90-93).

Se skončením mandátu Second Bank of the United States začala v roce 1837 tzv. éra volného bankovníctví trvající do roku 1862. Pojem volného bankovníctví může být k označení této epochy zavádějící. Pravdou ovšem je, že neexistovala žádná centrální banka na federální úrovni Spojených států. Stav v jednotlivých státech federace se lišil. V některých státech jako například v Missouri nebo Indianě zůstalo bankovníctví pod kontrolou státu. V Michiganu nebo Louisianě se uplatnilo na státu nezávislé volné bankovníctví. Hodnocení této nesporně zajímavé epochy je rozporuplné. Nelze jednoznačně tvrdit, že by bankovní systémy kontrolované státy nebo nezávislé na státu vykazovaly jako celek lepších výsledků. V obou typech lze najít příklady dobře i špatně fungujících systémů. Nelze však pominout problémy způsobené velkým množstvím bankovek a jejich mnohdy obtížnou směnitelností (West, 1977, s. 15-17).

Nesnáze způsobené chaotickými poměry éry volného bankovníctví vedly k vytvoření systému národních bank. Hlavními dvěma cíli systému národních bank bylo vytvořit jednotnou americkou měnu a získat prostředky pro financování Občanské války. Systém se právně opíral o National Banking Act přijatý roku 1863, kvůli nedostatům novelizovaný v následujícím roce. Podstata systému spočívala ve vytvoření bank splňujících stanovené minimální kapitálové požadavky, které musely deponovat americké federální dluhopisy stanovené třídy jako záruku za upsané peníze. Peníze bylo možné upisovat až do výše 90 % tržní hodnoty dluhopisů, od roku 1900 až do výše 100 % (Champ, 2007, s. 5-8).

Systém národních bank v zavedení jednotné měny uspěl, ačkoli nadále bylo možné vydávat vlastní bankovky. Ty však byly zatěžovány čím dál většími daněmi a proto rychle mizely. Systém národních bank představoval jakýsi kompromis mezi érou volného bankovníctví a centrálním bankovníctvím. Bez existence centrální banky prosadil jednotnou federální měnu, přinesl federální vládě určitou míru kontroly nad touto měnou a podpořil trh s vládními dluhopisy. Největším nedostatkem systému národních bank byla nemožnost regulovat množství peněz v oběhu. To bylo závislé na tržní hodnotě vládních dluhopisů. Pokles tržní hodnoty vládních dluhopisů znamenal omezení nabídky peněz v ekonomice. Přiškrcení úvěrů poskytovaných národními bankami přenášelo pokles tržní hodnoty vládních dluhopisů do reálné ekonomiky. Rigidní nabídka peněz, důsledek výše obou uvedených opatření, pramenila z obav z přeupsání měny (Selgin a White, 1994, s. 2007-2008).

Systém národních bank postihlo několik krizí a to v letech 1873, 1884, 1893 a 1907. Podstatou krizí byla kombinace výše popsané neelastické nabídky peněz a kolísavé poptávky po penězích odvíjející se od převážně agrárního charakteru tehdejší ekonomiky. V závislosti na zemědělském cyklu docházelo ke stahování peněz z bank na východním pobřeží na zemědělský západ. Nedostatek peněz dopadal jednak na burzu cenných papírů v New Yorku, jednak vedl k pozastavení plateb a s tím související bankovní panikou. Při nejtěžší krizi v roce 1907 pozastavily platby téměř všechny banky v zemi (Champ, 2007, s. 13-26).

3. Národní měnový výbor

Bankovní panika roku 1907 vedla k diskusím jak změnit systém národních bank. Roku 1908 byl zřízen Národní měnový výbor (National Monetary Commission) pod vedením senátora Nelsona Aldriche. Cílem Výboru bylo, slovy senátora Aldriche, „*zajistit kapitálovou a úvěrovou organizaci, jejíž důvěryhodnost může být pevně zakotvena a která může poskytovat úvěry za všech okolností a podmínek.*“ (Mitchell, 1911, s. 563). Výbor vydal do roku 1912 přibližně 30 zpráv o uspořádání bankovních systémů v jiných zemích ze všech možných aspektů. Pod Aldrichovým vedením se členové výboru vydali do Evropy, kde se setkali a diskutovali s evropskými bankéři. Za své konání byl výbor nařčen z plýtvání vládních peněz (West, 1977, s. 69).

Na činnosti výboru je pozoruhodný jistý myšlenkový obrat. Nelson Aldrich byl původně stoupencem systému národních bank a peněz upisovaných na základě vládních dluhopisů s úmyslem nic podstatného neměnit. Národní měnový výbor vnímal jako nástroj, ke kterému budou směřovat veškeré legislativní návrhy ohledně změn, které tak Výbor bude mít pod kontrolou s možností odvádět pozornost jinam. Právě cesta do Evropy však měla Aldriche přesvědčit o podpoře změn (West, 1977, s. 68-69).

4. Federal Reserve Act

Federal Reserve Act, zákon, kterým byl ustanoven Federální rezervní systém (Federal Reserve System, FED), byl schválen americkým Kongresem 23. prosince 1913. Datum schválení dalo celému systému jistý konspirační nádech, mimo jiné i v souvislosti s pozdějším odmítavým výrokem prezidenta Wilsona. Skutečností ovšem je, že založení FEDu se příliš nelišilo od ostatních již popsaných případů v historii centrálního bankovníctví v USA. Opět proběhla diskuse, zda je federální moc oprávněna ustanovit centrální banku a platnost Federal Reserve Act byla vyhlášena na 20 let ((Fed. Reserve Act, 1913a). Na rozdíl od předchozích případů bylo však již v roce 1927 toto časové omezení zrušeno ((Fed. Reserve Act, 1913b).

Cílem zákona bylo „*zřídit Federální rezervní banky, zařídit pružnou měnu, poskytnout prostředky k reeskontu cenných papírů, ustanovit více efektivní dohled nad bankami ve Spojených státech a další cíle.*“ (Fed. Reserve Act, 1913a). V době vzniku zákona byly cíle vnímány jako zajištění dostatečné peněžní nabídky a úvěrování, které budou pokrývat neobvyklé potřeby bank. V narážce na neduhy Systému národních bank již nemělo v budoucnu, díky nově ustanovené třídě bank – Federálních rezervních bank – dojít k redukci úvěrů za účelem posílení bank (Sprague, 1913, s. 213-214).

Z uvedeného je vidět nepopiratelná snaha odstranit hlavní nedostatek amerického bankovního systému, tak jak jej definoval již Aldrich, který se negativně přeléval do americké reálné ekonomiky. Vedle nových peněz, nyní upisovaných Federálními rezervními bankami, to znamená i explicitně zmíněnou péči o zdraví bank, tedy snahu o finanční stabilitu.

Dobově nejvýznamnější odlišností FEDu od tehdejších (převážně evropských) centrálních bank, u kterých se prostřednictvím činnosti Národního měnového výboru jeho vznik inspiroval, je systém regionálních bank místo jedné centrální banky. Území Spojených států se rozčlenilo na dvanáct obvodů, v každém je jedna Federální rezervní banka. Počet bank není zákonem výslovně dán, jde o maximální povolený počet. Minimální hodnotou je osm bank ((Fed. Reserve Act, 1913a). Ačkoli dnes FED často vnímáme jako jednotnou centrální instituci, v době jeho vzniku to nebylo zcela zřejmé. Předpokládalo se, že každá z rezervních bank bude centrální bankou pro svůj region. Regionální banka řízená místními lidmi má též lépe naplňovat své cíle (Sprague, 1914, s. 215-218). Regionální členění je vzhledem k tehdejšímu charakteru americké ekonomiky pochopitelné. S její prohlubující se harmonizací ztrácí v dnešní době poněkud opodstatnění.

V souvislosti s regionálním uspořádáním FEDu stojí za zmínku dobový argument, že v případě, kdyby evropské země byly vzaty pod jednotnou vládu, jejich centrální banky by se jistě sloučily do jedné instituce podobného charakteru. Druhotným argumentem pro regionální členění FEDu je snaha oslabit koncentraci kapitálu, zejména pak snížit dominanci New Yorku jako finančního centra země (Sprague, 1914, s. 218-220).

Dle právní formy jsou jednotlivé federální rezervní banky v podstatě soukromými akciovými společnostmi s několika zvláštnostmi. Jejich vlastníky jsou banky, což nás, vzhledem k původně nejdůležitějšímu cíli v podobě finanční stability, může vést k myšlenkám na střet zájmu¹. Vlastnictví akcií federální rezervní banky je podmínkou účasti v celém systému. Původní minimální kapitál byl stanoven na čtyři miliony dolarů. Vyplácené dividendy jsou omezeny na 6 %, vyšší dividendy by se stala daňovým příjmem federální vlády (Sprague, 1914, s. 218-220). Právě soukromý charakter FEDu je často terčem kritiky. Na obranu tvůrců celého systému je ovšem třeba dodat, že v době vzniku byl privátní charakter centrálních bank ještě docela běžný. To, že během stoleté historie FEDu nedošlo ke změně právní formy už je věc jiná.

Dobová argumentace vyrovnávající se s dvojakou funkcí FEDu, představitele monetární politiky a garanta finanční stability na jedné straně a soukromé společnosti dosahující zisku na druhé straně, spočívala na rozlišení čistě bankovních operací a veřejné funkce. Čistě bankovní operace jsou řízeny Výborem ředitelů, který má každá z bank zvolený dle vůle akcionářů. Veřejná funkce spočívá v rukou sedmičlenného Výboru guvernérů, který je jmenován prezidentem Spojených států po dohodě se Senátem. Současné funkční období každého člena je čtrnáct let, každé dva roky se obmění jeden člen. Obdobně i omezení výše dividendy bylo vnímáno jako kompromis mezi oběma funkcemi FEDu, který má na jedné straně vést k přiměřené odměně za bankovní operace ale současně eliminovat přílišnou ziskuchtivost managementu (Sprague, 1914, s. 218-220).

5. Federal Reserve System v měnícím se světě

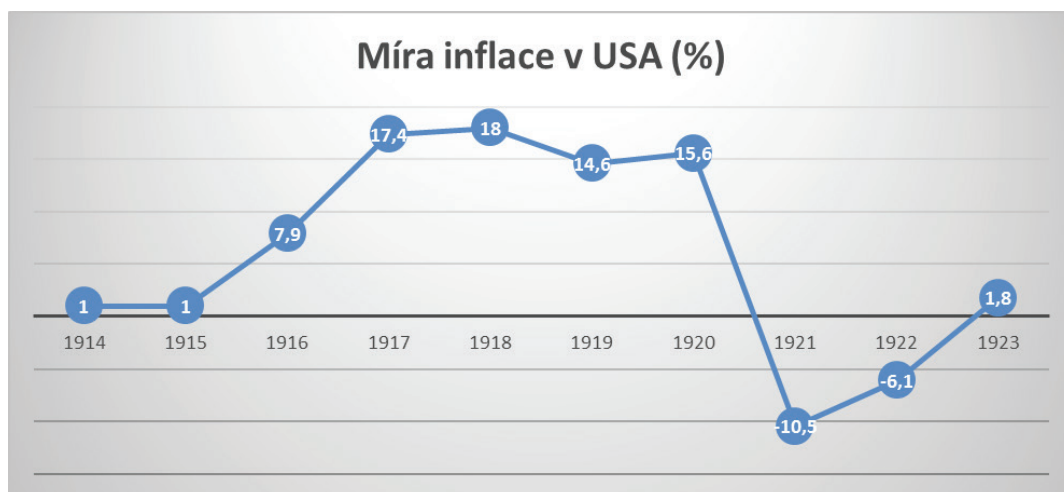
Ačkoli FED vznikl těsně před 1. světovou válkou, neznamena to, že by v jejím začátku byl schopen plnit své funkce. FED stál od počátku před dvěma cestami jak pojmout svou funkci. Jako produkt snahy eliminovat negativní zkušenosti se Systémem národních bank, jak jsem FED vykreslil výše, lze očekávat jeho funkci jako víceméně pasivního věřitele poslední instance. Válka a s ní obrovské změny ve fungování ekonomiky otevřely cestu k funkci aktivního hráče ovlivňujícího ekonomiku (West, 1977, s. 173).

Federální rezervní banky začaly reálně provádět své operace až od listopadu 1914. V praxi to znamenalo nutnost prodloužit povolení k vydávání peněz národními bankami o rok, do června 1915. Kromě tohoto nouzového opatření k překlenutí emisního výpadku se projevil důsledek války. Velká Británie od počátku jejího vypuknutí požadovala splácení poskytnutých úvěrů ve zlatě, což znamenalo jeho odliv ze Spojených států a brzké vyčerpání rezerv newyorských bank. V souvislosti se zavřením burzy v New Yorku v druhé polovině roku 1914 se zvýšila poptávka po penězích. Za normální situace by došlo k velké krizi likvidity podobně jako v roce 1907. Krizi se podařilo zabránit nouzovým nadměrným úpisem peněz, což ovšem znamenalo, že v roce 1915 bylo v oběhu mnoho nekrytých pohledávek. Federální rezervní banky tedy nepřebíraly zemi zrovna v nejlepších finančních situacích (Wells, 2004, s. 21-23).

1) Banky v podstatě vlastní svého dohláze.

V následujících letech se zcela otočil dosud zažitý tok peněz. Spojené státy, dlužník předválečných časů, se díky stále rozsáhlejší válečné produkci stává věřitelem. Odliv zlata se změnil v masivní příliv a roku 1917, rok vstupu USA do 1. světové války, již USA disponují plnou třetinou světových zlatých rezerv. Příliv zlata spolu s ekonomikou pohybující se na hranici potenciální produktu pochopitelně způsobil růst cenové hladiny (West, 1977, s. 173-180). Inflaci v prvních letech existence FEDu zobrazuje následující graf.

Graf 1 Míra inflace v USA



Zdroj: U. S. Department of Labor; Bureau of Labor Statistics, Washington D. C.

Vstup USA do války postavil FED do nové role v podobě financování státního dluhu. V polovině roku 1918 bylo portfolio cenných papírů FEDu tvořeno z 81,2 % cennými papíry zajištěnými vládními dluhopisy. Tento podíl se v roce 1919 vyšplhal až na 95,2 %. Obdobně rostly i přímé nákupy vládních dluhopisů. Zatímco v roce 1917 tvořily 4,3 % všech investic, roku 1918 již vzrostly na 55,1 % všech investic (West, 1977, s. 186-192).

Z grafu 1 je patrný poválečný pád do deflace po silně inflačních válečných letech. Tento propad byl způsoben obratem od politiky levných peněz k restrikcí. Ač byl později za tento první hospodářský propad ve svých dějinách FED obviňován, nezdá se, že by tato kritika byla na místě. Zvýšení sazeb se odehrálo v režii ministerstva financí, které již necítilo potřebu po skončení válce podporovat válečné dluhové financování. Navíc i z pohledu tehdejšího mandátu FEDu dával krok v mnoha ohledech smysl. FED neměl pečovat o stabilní cenovou hladinu, ale dle dobového výkladu se měl zasazovat o preventivní zásahy proti bankovním krizím. Protože politika levných peněz zaváněla hrozbou spekulativní bubliny, jevila se monetární restrikce jako logický krok (West, 1977, s. 193-204).

6. Velká deprese a selhání FEDu

Není v možnostech tohoto textu zabývat se příčinami a detailnějším průběhem Velké deprese. Zaměříme se na roli, kterou FED v krizi, jež vypukla, měl sehrát a jakou doopravdy sehrál.

Z předchozích částí již víme, že impulsem k založení FEDu byla krize bankovního systému roku 1907. Charakteristickým rysem této krize nebyla ani tak vlna bankovních krachů, jako spíše suspendování plateb, jakési „zamrznutí“ celého systému, které otrásovalo důvěrou v banky a vedlo ke zbytečným runům na banky. Z tohoto důvodu se role FEDu vymezovala dozorem nad bankami (což má zajistit jejich důvěryhodnost) a funkcí věřitele poslední instance. Z těchto hledisek je tedy nutné chování FEDu posuzovat.

Odůvodněným předpokládaným chováním FEDu je dodávat po vypuknutí krize ohroženým bankám likviditu. Solventnost bank by měla být zajištěna předchozím dohledem nad jejich činností. Dostatek likvidity by měl jednak eliminovat „zamrznutí“ bankovního systému, zamezit pádům solventních ale nikoli dočasně likvidních bank a s omezením bankovních krachů obnovovat resp. udržovat důvěru vkladatelů v bankovní systém. Současně, s tím jak jsou z bank stahována vkladateli depozita, dochází k obrácenému působení peněžního multiplikátoru, množství peněz se snižuje. Důsledkem je pokles cenové hladiny, který umocňuje úsilí stahovat další depozita. Dodáváním likvidity je však tato zhoubná spirála narušena.

Jak již upozornil Milton Friedman (1993, s. 49-53), FED se choval nejen netečně a svou roli neplnil, postupoval dokonce v rozporu s tím, jak postupovat měl. Výsledkem bylo zkrachování 9 096 bank v hlavních krizových letech 1929-1933, tj. více než třetina jejich tehdejšího počtu (Revenda, 2011, s. 558). Prakticky ve stejné míře došlo k souběžnému poklesu peněžní zásoby a nakonec k tomu, čemu měl FED zabránit především: Banky dočasně zastavily svůj provoz a přestaly směřovat depozita v hotovost. Tento efekt „zamrznutí“ je nám již známý ze systému národních bank a vznik FEDu mu měl zabránit (Friedman, 1993, s. 53).

Abychom k hodnocení plnění role FEDu během Velké Deprese nevycházeli pouze z Friedmanových myšlenek, pro úplnost je třeba dodat, že příčina pádu tolika bank je spatřována i v jejich nesolventnosti. Jak argumentuje Eugene White, reálné oslabení především zemědělských bank na Jihu a Středozápadě spolu s nevyhovující bankovní strukturou v podobě mnoha malých bank bez pobočkové sítě a tím omezeným možností diverzifikace portfolia, bylo hlavním důvodem jejich pozdějších hromadných pádů. I White ovšem připouští negativní vliv restriktivní monetární politiky FEDu (White, 1984, s. 119-120).

Zda byla hlavní příčinou bankovních krachů nedostatečná likvidita nebo nesolventnost je v podstatě irelevantní, dáme-li tuto otázku do vztahu k cílům FEDu. Byla-li sku-

tečnou příčinou nedostatečná likvidita, pak FED selhal jako věřitel poslední instance. Byla-li příčinou nesolventnost, pak FED selhal ve své roli dohledu nad bankami.

Důvodem neaktivního postoje FEDu k vzniklé situaci byla absence odpovědnosti představitelů FEDu za nečlenské banky. Alespoň zpočátku většina krachujících bank nebyla členy FEDu. Většina bankrotujících bank se svou velikostí řadila mezi malé banky. Představitelé FEDu se však rekrutovali z prostředí velkých městských bank a problém jim proto nepřipadal tak závažný. Zbývající velké a současně i členské banky FEDu postižené bankrotem byly vnímány jako ojedinělá selhání managementu, nikoli jako systémová záležitost, kterou by FED měl s ohledem na svou dohledovou funkci řešit. Představitelé FEDu disponovali jen omezeným porozuměním souvislostí mezi pády bank, zmenšováním objemu depozit, runům na banky a omezeným dluhopisovým trhem (Friedman a Schwartz, 1973, s. 61-62).

Ačkoli tedy lze konstatovat pochybení představitelů FEDu spočívající v nepochopení role instituce, v jejímž jsou čele, je třeba si též uvědomit omezenou teoretickou úroveň poznání i prostředky, kterými FED pro plnění zákonem vytyčené role disponoval.

7. Humphrey-Hawkins Act

Americký bankovní resp. finanční systém se vyznačuje poměrně složitou sítí zákonů ale i různých institucí. Ač je to tak mnohdy mylně vnímáno, FED není odpovědný za vše, co se na tomto poli děje. Jen na federální úrovni tak lze jen v oblasti bankovního dohledu identifikovat vedle FEDu další dvě instituce². Systém zákonů a institucí se postupně přizpůsobuje novým výzvám a požadavkům. Velká deprese měla za následek přijetí Banking Actu z roku 1933 obsahující oddělení obchodního a investičního bankovníctví, zavedení úrokových limitů a povinného pojištění vkladů – což institucionálně vedlo ke vzniku Federal Deposit Insurance Corporation (Revenda, 2011, s. 499-502). Z hlediska FEDu je však mnohem důležitější Humphrey-Hawkins Act z roku 1978.

Humphrey-Hawkins Act je vtělením keynesiánské ekonomické teorie do amerického zákonodárství. Jeho hlavním cílem je podpořit plnou zaměstnanost a dlouhodobý ekonomický růst. Není určen pouze FEDu. Jeho dalšími adresáty jsou americký prezident a Kongres, cílí tedy nejenom na monetární politiku nýbrž i na politiku fiskální.

Výbor guvernérů FEDu dostává za úkol dvakrát ročně předkládat Kongresu zprávu o ekonomickém dění a svých plánech a záměrech. Monetární politika FEDu bere v úvahu míru nezaměstnanosti, velikost produkce, investic a reálných příjmů, platební

2) Jsou to Federal Deposit Insurance Corporation (dohlíží např. na státní banky, které nejsou členy FEDu) a Úřad pro kontrolu oběživa (dohlíží na národní banky). Další bankovní dohledové orgány jsou na úrovni jednotlivých států USA. Širší než pouze bankovní působnost má Financial Stability Oversight Council sledující systémová rizika. Ke složitosti systému je třeba přičíst dohledové orgány nebankovních finančních institucí např. nad pojišťovnami nebo obchodníky s cennými papíry.

bilanci a stabilitu cen. Inflace a nezaměstnanost jsou zvláště zdůrazněny s požadavkem spolupráce fiskální a monetární politiky k jejich potlačení ((Full Employed. and Bal. Growth Act, 1978).

Takto formulované cíle měnové politiky, zde je vhodné zdůraznit, že dosud platné, jsou široké ve srovnání s běžnými cíli centrálních bank v jiných zemích orientovaných především na cenovou stabilitu. Podobné srovnání platí i v otázce nezávislosti centrálního bankovníctví. Na rozdíl od Evropy, FED je tímto zákonem podřízen Kongresu coby zákonodárné moci a nutně musí spolupracovat s mocí výkonnou, prezidentem a federální vládou. Očividná je změna role FEDu. Od instituce zaměřené zprvu převážně na funkčnost bankovního systému se dostáváme k instituci do značné míry zodpovědnou za hospodářský vývoj Spojených států a nezaměstnanost.

8. FED a finanční krize

Monetární teorie cyklu formulovaná rakouskou školou vychází z Wicksellovy hypotézy. Pokles úrokových sazeb vyvolaný monetární expanzí deformuje tržní poměry. Nejde jen o monetární expanzi centrální banky, svou část negativního vlivu má i nadměrná úvěrová expanze komerčních bank a nadměrný příliv kapitálu jako důsledek kapitálové mobility. Úvěry se v důsledku narušení tržní rovnováhy zdají být výhodnějšími, než jsou a důsledkem je zvýšená investiční aktivita ale i spotřeba. Jsou financovány i málo efektivní projekty. Produkt samozřejmě roste, avšak v dlouhém období rostou i ceny. V důsledku růstu cen se projevuje neefektivita započatých investičních projektů, investice jsou odepisovány a ekonomika končí v recesi (Dvořák, 2008, s. 219-229).

Co se dělo v USA v předkrizovém období? Na konci tisíciletí se rozmohla internetová bublina, která však splaskla roku 2001. FED na podporu ekonomiky snižoval úrokové sazby. Efektivní Federal Funds Rate v prosinci roku 2000 dosahovala výše 6,5 %. O rok později, v prosinci 2001 se však již pohybovala okolo 2 %. V červnu 2004 klesá dokonce na úroveň 1 %. V následujících dvou letech sice FFR opět stoupá, ale nedosáhne již původní výše z roku 2000 (5,25 % v prosinci 2006) a ekonomika prakticky nereaguje (Board of Governors of the Federal Reserve System – H.15, 2013). Měnový agregát M2 vzrostl ve stejném období z 4 635,60 miliard USD (leden 2000) na 7 072,50 miliard USD (leden 2007) (Board of Governors of the Federal Reserve System – H.6, 2013).

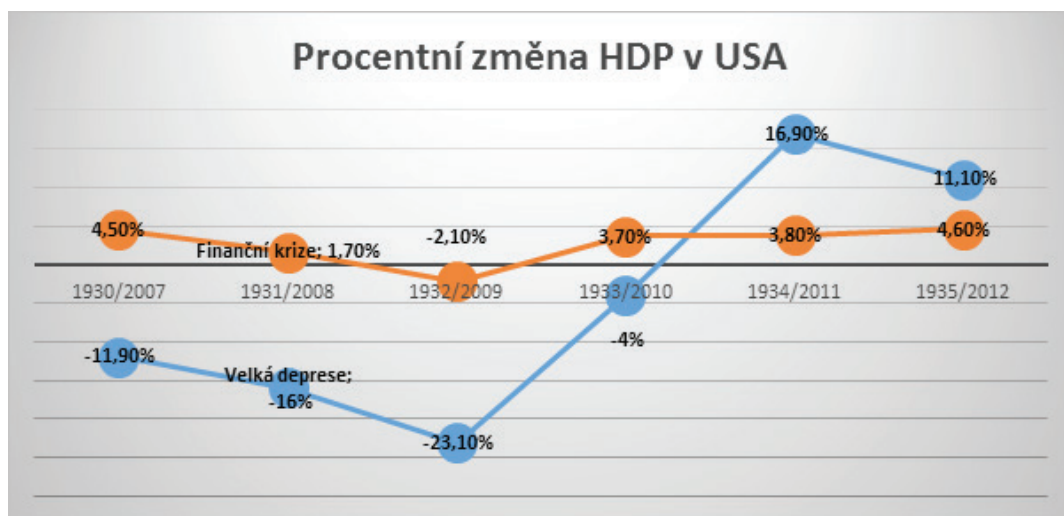
Americká ekonomika tou dobou již zažívala výrazný příliv kapitálu způsobený několika faktory jako hospodářský růst Číny, Indie a dalších asijských ekonomik, růst úspor v důsledku demografických změn, růst zisků amerických firem ze 7,1 % HDP v roce 2001 na 13,4 % v roce 2006, arbitráž mezi japonským jenem se zápůjční sazbou 1,5 % a bezrizikovými americkými státními dluhopisy úročenými 4,5 % a rostoucími zisky zemí vyvážejících ropu denominovaných v amerických dolarech (Kelly, 2010, s. 15-16). Předpoklady krize dle monetární teorie cyklu byly naplněny prakticky dokonale.

Ve shodě s uvedeným jsou některé ze závěrů americké Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC). FCIC ve své závěrečné práci z roku 2011 uvádí jako jednu z příčin nadměrnou úvěrovou expanzi spojenou s riskantním investováním a nedostatkem transparentnosti. Pákový poměr mnoha velkých bank byl nesmírně vysoký. Představitelé vládní politiky, vedle ministerstva financí i FED, byli na krizi dle soudu FCIC špatně připraveni (FCIC, 2011, s. 19-21).

Během šesti let předcházejících finanční krizi došlo k 29 pádům bank s celkovým objemem aktiv 6,222 056 miliard dolarů. Od roku 2007 do roku 2013 padlo 492 bank s hodnotou aktiv ve výši necelých 689 miliard dolarů. Nárůst je zřetelný, ačkoli ve srovnání s počtem zkrachovalých bank během Velké deprese se zdá být číslo stále malé. Mějme však na paměti strukturální proměnu bankovního sektoru. Rozhodující je tak spíše objem aktiv a podíl zkrachovalých bank na celkovém počtu. Čísla jsou ve srovnání se stavem během Velké deprese i tak příznivější. Počet bank v USA je pod 7 000, vytrvale klesá a předkrizový stav byl kolem 8 000 bank (FDIC – BF01, 2013). Objem aktiv naopak vytrvale roste a roku 2013 překračoval 14 000 miliard dolarů (Board of Governors of the Federal Reserve System - H.8, 2013). Situace bank tedy není sice ideální, ale ve srovnání se stavem během Velké deprese je uspokojivá. Je ovšem třeba zmínit růst úlohy bank v ekonomice, kdy jednotlivé krachy mají větší dopady, než tomu bylo dříve.

Ačkoli již víme, že FED není plně zodpovědný za nezaměstnanost a ekonomický růst, jsou to jedny z hlavních cílů, na kterých má dle Humphrey-Hawkins Actu spolupracovat. Porovnejme tedy vývoj nezaměstnanosti a růstu HDP v období Velké deprese a finanční krize.

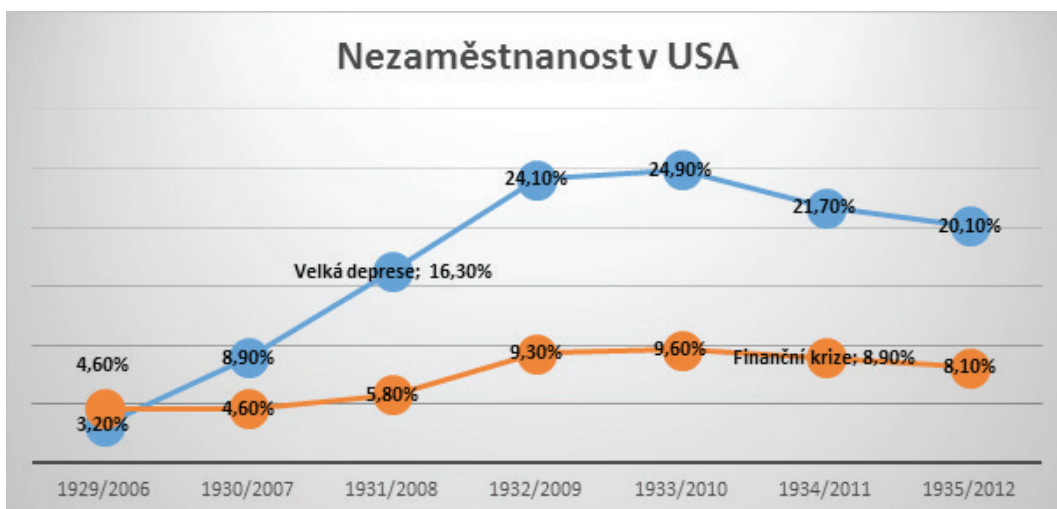
Graf 2 Procentní změna HDP v USA



Zdroj: U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis – Gross Domestic Product

Jak je z uvedeného grafu patrné, krize třicátých let 20. století se vyznačovala prudkým poklesem HDP a následně razantním oživením. Ani to však nestačilo na obnovení původní úrovně HDP, k tomu došlo až roku 1940. Dopad finanční krize do HDP je mnohem vyrovnanější. Zprvu dochází spíše ke zpomalení růstu a i následná obnova je velmi pozvolná.

Graf 3 Nezaměstnanost v USA



Zdroj: *United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics a Historical Statistics of the United States: Millennial Edition, Cambridge 2009.*

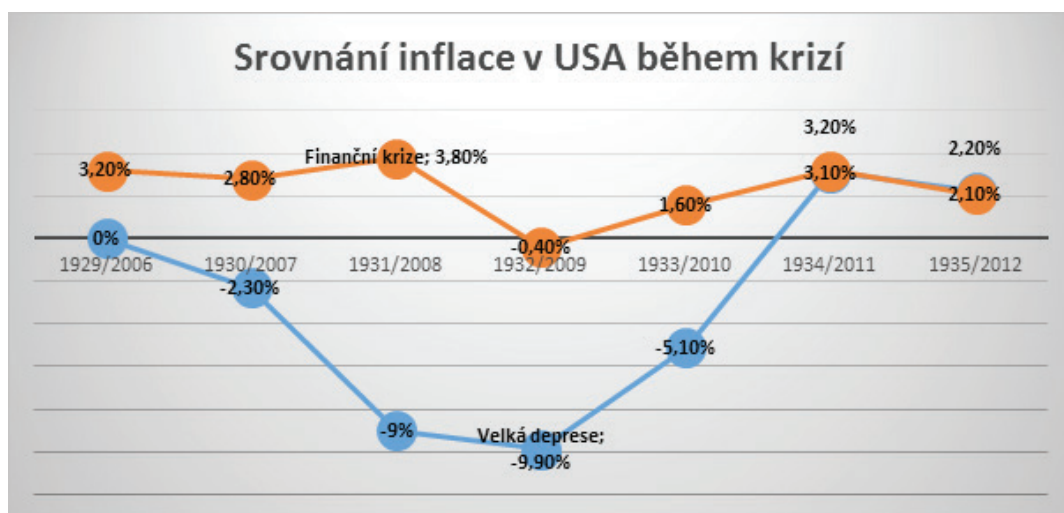
Při srovnání vývoje míry nezaměstnanosti zobrazené v grafu č. 3 je velmi zřetelná stejná tendence jejího růstu a mírný pokles po dosažení vrcholu. Stejně jako v případě vývoje amerického HDP došlo během finanční krize k mnohem menšímu výkyvu ve srovnání s krizí ve 30. letech 20. století. I tak se ovšem nezaměstnanost v letech 2009/2010 prakticky zdvojnásobila vůči stavu z roku 2006.

Ačkoli z obou srovnání vyplývá, že dopady finanční krize na sledované veličiny jsou mnohem lépe zvládnuté, není to tak nekomplikované tvrzení. Předně je tu nejistota budoucnosti. Zatímco v případě Velké deprese víme, jak vývoj probíhal (koncem 30. let došlo opět k hospodářskému útlumu a byla to až druhá světová válka, která vynesla americké hospodářství na vrchol) o dlouhodobějších důsledcích finanční krize můžeme zatím jen spekulovat. Relativně mírné negativní dopady mohou být vykoupeny dlouhodobou stagnací, problémy se mohou vrátit a samozřejmě je tu i varianta nových skvělých časů amerického hospodářství. Za druhé, výběr obou veličin je vzhledem k tématu a Humphrey-Hawkins Actu ospravedlnitelný, je to však samozřejmě zjednodušující pohled. V neposlední řadě je zejména srovnání míry nezaměstnanosti dost

ošemetné. Vedle změn metodiky³ nelze zanedbávat hluboké společenské změny např. postavení žen na trhu práce nebo nové formy pracovních úvazků.

Následující graf srovnává míru inflace v období obou velkých hospodářských krizí. O pádu do deflace během Velké deprese již bylo psáno. Během finanční krize se americká ekonomika ocitla v deflaci, a to velmi mírné, pouze jednou a to v roce 2009. V ostatních letech míra inflace dosahovala přiměřených hodnot a stopy krize tak nejsou téměř čitelné. Z tohoto pohledu působí finanční krize jako dobře zvládnutá.

Graf 4 Srovnání inflace v USA během krizí



Zdroj: U. S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Washington D. C.

Současné hodnoty americké míry inflace patří k široce diskutovaným teoretickým tématům v souvislosti s politikou kvantitativního uvolňování. Následující tabulka zobrazuje hodnoty míry inflace spolu s velikostí agregátu M2 v letech 2000 až 2013.⁴

3) United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, zveřejňuje oficiální statistiku nezaměstnanosti až od roku 1947. Uvedené hodnoty před tímto datem jsou sice všeobecně publikovány v ekonomických příručkách ale jejich přesnost a kompatibilita se současným měřením považují za spornou.

4) Hodnoty agregátu M2 jsou vždy k prosinci daného roku.

Tabulka 1 Míra inflace a velikost agregátu M2 v USA

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Míra inflace	3,40%	2,80%	1,60%	2,30%	2,70%	3,40%	3,20%	2,80%	3,80%	-0,40%	1,60%	3,20%	2,10%
M2 (mlrd. USD)	4929,1	5467,7	5811,5	6054,8	6402,5	6691,3	7011,4	7460,2	8104,2	8396,1	8834,4	9666,4	10391,3
Změna M2	6,00%	10,93%	6,26%	4,19%	5,74%	4,51%	4,78%	6,40%	8,63%	3,60%	5,22%	9,42%	7,50%

Zdroj: U. S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Washington D. C.; Board of Governors of the Federal Reserve System: Statistics and Historical Data; vlastní výpočty.

Z uvedených hodnot je zřejmá závislost míry inflace a přírůstků agregátu M2. Patrná je souvislost období se zhoršujícími se hospodářskými problémy a let s vysokými přírůstky. Nejvyššího přírůstku se však dosáhlo roku 2001 v době po splasknutí internetové bubliny. Nabízí se otázka, zda je kvantitativní uvolňování a nízká míra inflace v souladu. Není narušen mechanismus vlivu nalévání „levných“ peněz do ekonomiky na hospodářský růst, nižší nezaměstnanost a inflaci? Zvládne FED situaci kdyby se tento mechanismus obnovil nebo dojde v USA ke skokovému zvýšení inflace?

Z výše uvedeného je patrné, že FED přijal svou změněnou roli a na rozdíl od svého pasivního počínání v průběhu velké hospodářské krize se ujal během finanční krize velmi aktivní role. Možná až příliš aktivní.

FED zprvu využíval již existující nástroje měnové politiky. Příkladem je snížení FFR na 0 až 0,25 % v prosinci 2008 (Board of Governors of the Federal Reserve System – H.15, 2013). Po vyčerpání standardních nástrojů se uchýlil k zavedení nových a to na základě novelizace Federal Reserve Act z roku 1932 a 1991, která v podstatě umožňuje FEDu zapůjčit finanční prostředky komukoliv na základě velmi volně vymezeného zajištění (Fed. Reserve Act, 1913b). Toto ustanovení mimo jiné umožnilo FEDu poskytnout pomoc bance Bear Stearns nebo pojišťovně AIG.

Příkladem nových nástrojů soustředěných na dodání likvidity byl TAF (Term Auction Facility) či swapové linky se čtrnácti zahraničními centrálními bankami. Na zvýšenou poptávku po státních dluhopisech (tzv. útěk ke kvalitě) reagoval TSLF (Term Securities Lending Facility), obdobný problém řešil i PDCF (Primary Dealer Credit Facility). Od října 2008 zavedl FED úročení rezerv (IOR) a k oživení trhu s ABS spustil od března 2009 TALF (Term Asset Backed Securities Loan Facility) (Reis, 2009, s. 125-129). FED projevil notnou dávku inovačního úsilí pro zavedení nových nástrojů k řešení aktuálních problémů. Některé z nástrojů fungovaly pouze dočasně do zlepšení situace, politika kvantitativního uvolňování zůstává. Politická reprezentace USA hodnotí tento vývoj pozitivně, což se odráží ve výměně šéfa FEDu Bena Bernankeho za Janet Yellenovou, která míní v nastoupené politice nadále pokračovat. Svým způsobem lze na tuto činnost FEDu nahlížet jako na naplnění původní Aldrichovy vize formulované bezmála sto let před vypuknutím finanční krize.

Závěr

Na historii amerického centrálního bankovníctví bylo ukázáno, že FED nebyl nejenom prvním americkým pokusem o zřízení centrální banky, ale že se původně od svých předchůdců ani příliš nelišil. Nejlépe to demonstrovala jeho časově omezená licence. Významná proměna světového hospodářství a postavení ekonomiky USA v něm však zapříčinili nejenom to, že časové omezení licence bylo zrušeno, ale že se z FEDu stala jedna z hlavních institucí ovlivňující chod amerického hospodářství a tím i hospodářství světového. Tato proměna však nebyla přímočará. FED svým pasivním přístupem během velké hospodářské krize nenaplnil očekávání v něj vkládaná a v roli centrální banky selhal. Naopak během finanční krize se ujal velmi aktivní role, jejíž plné a dlouhodobé dopady nemohou být prozatím plně ohodnoceny.

Reference

- [1] Board of Governors of the Federal Reserve System: Statistics and Historical Data [online]. Economic Research and Data [cit. 22. 12. 2013]. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>>.
- [2] BORDO, D. Michael. A Brief History of Central Banks. Federal Reserve Bank of Cleveland. Economic Commentary. 2007, Cleveland. ISSN 0428-1276. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/233608167/abstract/13DC70FC12573C5272/1?accountid=37662>.
- [3] COWEN, David J. The First Bank of the United States and the Securities Market Crash of 1792. The Journal of Economic History. 2000, roč. 68, č. 4.
- [4] DVOŘÁK, Pavel. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2008, ISBN 978-80-7400-075-1.
- [5] Federal Deposit Insurance Corporation: Failures and Assistance Transactions US and Other Areas [online]. Historical Statistics on Banking [cit. 23. 12. 2013]. Dostupné z WWW: <<http://www2.fdic.gov/hsob/SelectRpt.asp?EntryTyp=30>>.
- [6] Financial Crisis Inquiry Commission: The Financial Crisis Inquiry Report. Washington, 2011. ISBN 978-0-16-087727-8. Dostupné z: <http://fcic.law.stanford.edu/report>.
- [7] FRAAS, Arthur. The Second Bank of the United States: An Instrument for an Interregional Monetary Union. The Journal of Economic History. 1974, roč. 34, č. 2.
- [8] FREIXAS, Xavier a Jean-Charles ROCHET. Microeconomics of banking. 3. vyd. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, 1998. ISBN 0-262-06193-7.
- [9] FRIEDMAN, Milton. Kapitalismus a svoboda. 1. vyd. Praha: H&H, 1993. ISBN 80-85787-33-4.

- [10] FRIEDMAN, Milton a Anna Jacobson SCHWARTZ. *The Great Contraction 1929-1933: a study by The National Bureau of Economic Research*. 5th ed. Princeton: Princeton Univ. Press, 1973. ISBN 06-910-0350-5.
- [11] CHAMP, Bruce. *The National Banking System: a brief history*. Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper. 2007, č. 0723. Dostupné z: <http://www.clevelandfed.org/research/Workpaper/2007/wp0723.pdf>.
- [12] KELLY, Hugh F. *The Morphology of the Credit Crisis*. *Real Estate Issues*. 2010, roč. 34, č. 3.
- [13] MARKHAM, Jerry W. *A Financial History of the United States: From Christopher Columbus to the Robber Barons (1492-1900)*. 1. vydání. New York: M. E. Sharpe, 2002. ISBN 07-6560-730-1.
- [14] MITCHELL, Wesley C. *The Publications of the National Monetary Commission*. *The Quarterly Journal of Economics*. 1911, roč. 25, č. 3.
- [15] REIS, Ricardo. *Interpreting the Unconventional U.S. Monetary Policy of 2007–09*. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2009, FALL 2009.
- [16] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.
- [17] REVENDA, Zbyněk, Martin MANDEL, Jan KODERA, Petr MUSÍLEK, Petr DVOŘÁK a Jaroslav BRADA. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. doplněné vydání. Praha: Management Press, 2005. ISBN 80-7261-132-1.
- [18] ROTHBARD, Murray N. *A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II*. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2002. ISBN 0-945466-33-1.
- [19] SELGIN, George A. a Lawrence H. WHITE. *Monetary Reform and the Redemption of National Bank Notes, 1863-1913*. *The Business History Review*. 1994, č. 2.
- [20] SPRAGUE, O. M. W. *The Federal Reserve Act of 1913*. *The Quarterly Journal of Economics*. 1914, roč. 28, č. 2.
- [21] United States of America. *The Federal Reserve Act*. In: 12 U. S. C. ch. 3. 1913, Section 4 of the Act. Originální znění dostupné z: http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/fr_act/nara-dc_rg011_e005b_pl63-43.pdf.
- [22] United States of America. *The Federal Reserve Act*. In: 12 U. S. C. ch. 3. 1913. Současné znění dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>.
- [23] United States of America. *Full Employment and Balanced Growth Act*. In: 15. U. S. C. §§ 3101–3152. 1978. Současné znění dostupné z: <http://www.gpo.gov/fdsys/granule/STATUTE-92/STATUTE-92-Pg1887/content-detail.html>.

- [24] U. S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Washington D. C., Consumer Price Index 1913-2013. Dostupné z: <ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiai.txt>.
- [25] WELLS, Donald R. The Federal Reserve System: A History. Jefferson: McFarland, 2004. ISBN 0-7864-1880-X.
- [26] WEST, Robert Craig. Banking Reform and the Federal Reserve 1863-1923. 1. vyd. London: Cornell University Press, 1977. ISBN 0-8014-1035-5.
- [27] WHITE, Eugene Nelson. A Reinterpretation of the Banking Crisis of 1930. The Journal of Economic History. 1984, roč. 44, č. 1.

Mgr. Max Kubát, Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra měnové teorie a politiky, Nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, e-mail: max.kubat@centrum.cz