

Snaha FED a vlády USA o tmenie dopadov finančnej krízy na reálnu ekonomiku[#]

*Vojtech Dohányos**

Cieľom práce je objasniť menovú politiku FED počas finančnej krízy v období rokov 2007 až do súčasnosti a jeho účinnosť na vývoj HDP. V práci je najskôr venovaná pozornosť nástrojom a cieľom menovej politiky FED, transmisnému mechanizmu menovej politiky a stručnému prehľadu používania menovej politiky FED v 20. storočí z pohľadu osvedčených krokov a nástrojov riešenia súdobých ekonomických problémov USA. V ďalšom texte je pojednávané o jednotlivých krokoch FED pri riešení finančnej krízy a dopady týchto krokov na vývoj HDP USA. Použitie nástrojov menovej politiky je analyzované vzhľadom k dopadom na HDP USA.

Nástroje a ciele menovej politiky FED

Medzi tradičné nástroje FED v oblasti menovej politiky patria operácie na voľnom trhu pomocou, ktorých FED nakupuje a predáva vládne cenné papiere, priame úverovanie bánk a požiadavky na plnenie povinných minimálnych rezerv (viz Revenda, 2001, s. 221-222). Používaním týchto nástrojov FED ovplyvňuje cenu a dostupnosť rezerv komerčným bankám a sporiteľňam. Nástroje je možné používať jednotlivo pri dosahovaní vytýčených cieľov alebo kombinovane. Každý nástroj je pod patronátom iného orgánu v rámci FED, ale pri dosahovaní cieľov menovej politiky sú koordinované jednotlivé rozhodnutia a použitie nástrojov. Operácie na voľnom trhu poskytujú najväčšiu flexibilitu a sú aj najčastejšie používaným nástrojom. Pri realizácii operácií na voľnom trhu je potrebné brať do úvahy nastavenie ostatných nástrojov v danom momente.

Operácie na voľnom trhu

Pomocou nich FED uskutočňuje nákupy a predaje finančných inštrumentov najčastejšie emitované U. S. Treasury. Tieto operácie vykonáva Trading Desk of the Federal Reserve Bank New York pod drobnohlľadom Výboru pre voľný obchod. Transakcie sa uskutočňujú prostredníctvom sprostredkovateľov, ktorí vystupujú ako dealeri nakupujúci a predávajúci dlh Treasury. Nákupy cenných papierov znižujú likviditu na medzibankovom trhu (zvyšujú menovú bázu pod kontrolou FED) a naopak predaje zvyšujú likviditu na medzibankovom trhu tj. znižujú menovú bázu. Transakcie sa uskutočňujú priamo (outright), alebo na základe dočasnej dohody o nákupe, resp. predaji, kde sa do niekoľkých dní uzavrie opačná transakcia k tej pôvodnej.

Úverové kanály

Prístup komerčných bánk k úverovým kanálom u centrálnej banky umožňuje čerpanie prostriedkov na základe pravidiel stanovených Výborom guvernérov prostredníctvom Regulácie A. Zmeny v diskontných sadzbách iniciujú rady direktorov miestnych Rezervných bánk a sú schvaľované Výborom guvernérov. Od šesťdesiatych rokov 20. storočia základné

[#] Článok je spracovaný ako jeden z výstupov výskumného projektu IGA registrovaného u Grantovej agentúry České republiky pod evidenčným číslom IG106012 *Dynamika cen finančních aktiv a ekonomický cyklus*.

^{*} Ing. Vojtech Dohányos – študent doktorského štúdia; Katedra menovej teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, Nám. W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3; <xdoHV03@vse.cz>.

diskontné sadzby boli stanovené pod úrovňou „Federal funds rate“¹. FED častejšie používal administratívne opatrenia na limitovanie prístupu k úverom pre komerčné banky. Napriek nízkym sadzbám z úverov sa táto možnosť získavania prostriedkov u komerčných bánk neusvedčilo². Zmeny v diskontných sadzbách alebo pravidlách prístupu k úverom u FEDu môže spôsobiť väčšie náklady komerčným bankám pri obstarávaní potrebnej likvidity a tým i možnosti poskytovať úvery. Na zmenu diskontných sadzieb banky reagujú zmenou krátkodobých úrokových sadzieb. Oznámenie malých zmien v diskontných sadzbách vyvoláva veľké zmeny v chovaní sa bánk.

Povinné minimálne rezervy

Povinné minimálne rezervy hrajú kľúčovú úlohu pri určovaní dopadu menovej politiky na bankový sektor. Rezervy sa tvoria z vkladov jednotlivých klientov bánk, buď sú tieto rezervy uložené u centrálnej banky alebo v hotovostnej podobe u jednotlivých komerčných bánk. Prijatie zákona „*The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*“ udeľuje povinnosť pre všetky bankové inštitúcie držať rezervy z vkladov klientov. Zákon ďalej umocňuje Výbor guvernérov k zmenám sadzieb povinných minimálnych rezerv v určitých limitoch. Počas 80. rokov minulého storočia sa sadzby nemenili, až začiatkom 90. rokov, pod zámenkou zníženia operatívnych nákladov bánk s perspektívou presunu efektu úspor na klientov bánk.

Ciele menovej politiky FED sú stanovené zákonom, ale dosahovanie týchto cieľov nie je presne dané. FED má k dispozícii viacero nástrojov, ktoré pomocou rôznych transmisných mechanizmov pôsobia na ekonomiku USA. Napríklad zmeny sadzieb federal funds rate pôsobia až s istým oneskorením na ekonomiku a cenovú hladinu v krajine. Samozrejme na prvý pohľad vôbec nie je isté, či pomocou zvoleného nastavenia spomínaných sadzieb bude dosiahnutý vytýčený cieľ. Preto analytici odporúčajú bližšie sledovanie zmien sprostredkovaných cez operačné kritérium, federal funds rate a ekonomikou.

Medzi najpoužívanejšie sprostredkovateľské kritériá patria menové agregáty, úroveň a štruktúra úrokových sadzieb, „*Taylorovo pravidlo*“ a devízové kurzy. Musia sa stanoviť ciele pre sprostredkovateľské kritériá a pomocou zmien v operatívnych kritériách dosiahnuť ciele u sprostredkovateľských a tie by mali dopadať na ekonomiku samotnú. Niektorí analytici však odporúčajú tieto kritériá používať ako indikátory, ktoré by boli byť pravidelne monitorované tj. FED by mohol nastaviť mechanizmus, kde by používal sprostredkovateľské premenné, ktoré by mohli zaručiť dosiahnutie cieľov monetárnej politiky. Ak by skutočné hodnoty premenných odbočovali od naplánovaných, tak by to signalizovalo, že ekonomika sa asi odchyľuje nežiaducim smerom, čo by vyústilo do opravy súčasnej menovej politiky a nápravy odchylenia ekonomiky.

Transmisný mechanizmus³

Ako východisko pre účinok akejkoľvek monetárnej politiky na ekonomiku sú rezervy bánk u FED. Na medzibankovom trhu (federal funds market) sa obchodujú so spomínanými rezervami za úrokovú sadzbu federal funds rate. FED má relatívne dobrú kontrolu nad krátkodobou úrokovou mierou a je schopný túto mieru ovplyvňovať na základe dopytu a ponuky federálnych fondov. Federal Open Market Committee (FOMC) stanovuje federal

¹ Federal funds rate – krátkodobá úroková miera, ktorá predstavuje priemer úrokových sadzieb na medzibankovom trhu z nezaistených overnight pôžičiek poskytovaných medzi bankami navzájom z rezerv FED alebo priamo Federálnymi rezervnými bankami.

² 80. roky 20. storočia – problémové banky sa často obracali na tento spôsob získavania zdrojov pre vykrývanie likvidity. Zdravé banky sa tak vyhýbali úverom od FED, aby nespádali do kategórie verejnosťou vnímaných problémových bánk a predišli runom na banku.

³ Abstrahujem od iných vplyvov na transmisný mechanizmus ako je zdanenie, vládne výdaje a náhle šoky v dopyte a ponuke.

funds rate na takej úrovni, aby pomocou tejto sadzby bolo možné podporovať priaznivý vývoj ekonomiky a zároveň dosahovať ciele monetárnej politiky. Úpravy sadzby sa uskutočňujú pri odlišnom vývoji makroekonomických veličín od ich cieľových hodnôt.

V prípade zmien krátkodobých úrokových mier sa predpokladá, že stačí očakávanie zmeny týchto sadziieb v budúcnosti, ktoré majú podstatný vplyv na vývoj ekonomiky. Zmeny dopadajú postupne na ostatné krátkodobé úrokové sadzby v ekonomike, menový kurz dolára, dlhodobé úrokové sadzby v ekonomike a tak isto aj na ceny akcií na finančnom trhu. Nakoniec sa zmeny prenesú aj na spotrebu, tj. zmeny spotreby a úspor domácností a firiem (u firiem je to zmena v investíciách a úsporách).

Krátkodobé úrokové sadzby, ktoré sú základom pre dlhopisy (Treasury bills a komerčné papiere), sú ovplyvnené nielen súčasnou úrovňou sadziieb, ale aj očakávanou a to hlavne na federal funds. V prípade, že FED neočakávané oznámi svoje úmysly znížiť federal funds rate, tak prekvapí trh a ten bude reagovať znížením krátkodobých úrokových sadziieb. V opačnom prípade to platí rovnako, FED oznámi zvýšenie federal funds rate, tak sa ostatné sadzby pohnú smerom nahor. Krátkodobé úrokové sadzby ovplyvňujú dlhodobé úrokové sadzby, ktoré sa napríklad vyplácajú na Treasury notes, korporátnych dlhopisoch, fixne úročených hypotékach a ostatných spotrebných úveroch. Obyčajne oficiálne vyjadrenia FED ohľadne zmien úrokových sadziieb majú väčší vplyv na krátkodobé úrokové sadzby, lebo tie viac kopírujú aktuálne dianie v ekonomike a nemennosť sadziieb zohľadňuje úspešnosť menovej politiky⁴ a pozitívny vývoj ekonomiky. Kde dlhodobé úrokové miery nemusia vykazovať obdobnú rýchlosť reakcií na zmeny federal funds rate, lebo časom sa výkyvy v krátkodobých úrokových sadzbách môžu vrátiť na pôvodnú úroveň. Pri dlhodobo zmenených krátkodobých úrokových sadzbách samozrejme dochádza k zmene aj dlhodobých úrokových sadziieb.

Zmeny v dlhodobých úrokových sadzbách majú vplyv na zmeny akciových titulov, čo v prípade USA má výrazný dopad na bohatstvo obyvateľstva⁵. Pri poklese dlhodobých úrokových sadziieb, za predpokladu nemenných ostatných podmienok, výnosy z akcií prevýšia výnosy z dlhopisov a dôjde k zvýšeniu nákupov akcií, čo povedie k rastu cien akcií. Zvýšený dopyt po akciách zvyšuje ich cenu až na takú úroveň, kedy rizikovo očistené výnosy z akcií sa znížia na rovnakú úroveň ako výnosy z dlhopisov. Pokles úrokových sadziieb môže signalizovať vyššie príjmy v blízkej budúcnosti, čo znásobuje rast cien majetku.

Zmeny v monetárnej politike majú významný vplyv na menový kurz doláru, tj. napríklad zvýšenie úrokových sadziieb v USA, spôsobí to, že niektoré aktíva denominované v USD budú viac výnosné. Na devízovom trhu bude prevládať dopyt USD nad ponukou, čo spôsobí apreciaciu doláru, čím sa zlacnie dovoz a zdraží vývoz výrobkov a služieb USA. Zníženie úrokových sadziieb má na svedomí znehodnotenie doláru, zdraženie dovozu do USA a nárastu vývozu tovarov a služieb z USA.

Zmeny v hodnote finančných aktív, buď ako dôsledok aktuálnej zmeny monetárnej politiky alebo očakávanej, bude mať veľký dopad na spotrebu, resp. na rozhodovanie o zvýšení (znížení) súčasnej spotreby alebo znížení (zvýšení) budúcej spotreby. Zníženie sadziieb, znehodnotenie doláru, vyššie ceny akcií budú pôsobiť ako stimuly spotreby (súčasnej). Z pohľadu firiem, spomínaná situácia bude stimulovať firmy k väčším aktivitám v oblasti investícií, lebo úvery budú lacnejšie a požadovaná výnosová miera bude tiež nižšia. Nižšie sadzby stimulujú nasledujúcu spotrebu do najväčšej miery:

⁴ Nemusi sa jednať len o úspešnosť, ale aj nevedomosť novej situácie, lebo aj v prípade neznalosti nastupujúceho trendu v ekonomike nedochádza k zmenám v úrokových sadzbách.

⁵ Zdroj: Musílek (2002, s. 26) – okolo 65 % bohatstva amerických domácností je v akciách, penzijných fondoch a reálnych aktívach, na ktoré majú najväčší dopad zmeny dlhodobej úrokovej miery.

- predmety bežnej spotreby;
- predmety dlhodobej spotreby ako napríklad hypotekárne úvery.

Na strane ponuky zníženie sadzieb bude mať za následok lacnejšie financovanie investičných zámerov pre domácnosti a firmy. Nižšie sadzby znehodnotia dolár, čím sa podporí vývoz, dovoz zdražie. Pri reštriktívnej menovej politike (zvýšením sadzieb) efekty na ekonomiku budú opačné, čiže dôjde k poklesu agregátneho dopytu.

Samozrejme, celý transmisný mechanizmus nie je tak jednoduchý ako sa môže zdať na prvý pohľad. Centrálna banka v reálnej ekonomike nemá dostupné informácie o ekonomike v reálnom čase, ale disponuje s informáciami vždy len s určitým oneskorením. Existuje oneskorenie pri získavaní informácií o makroekonomických veličinách, ďalšie oneskorenie pri implementácii menovej politiky spôsobuje analýza dát a rozhodovací proces. Rozhodovanie o zmene menovej politiky ďalej pôsobí aj kvalita získaných informácií a kvalifikovanosť odborníkov pri rozhodovaní. V neposlednom rade je potrebné počítať aj s reakciou ekonomiky samotnej na novo nastavenú menovú politiku centrálnou bankou, tj. reakcie finančných trhov, menového kurzu, chovania sa firiem a domácností. Všetky tieto faktory môžu spôsobiť to, že zmena menovej politiky, zasiahne ekonomiku už v takej pokročilej fáze, na ktorú nová menová politika vôbec nemusí pôsobiť, resp. prehĺbi pôvodnú recesiu (alebo konjunktúru, na základe pôvodného stavu ekonomiky a z toho plynúcej zmeny menovej politiky centrálnou bankou).

Ciele menovej politiky sú presne vymedzené zákonom, ale spôsoby dosiahnutia daných cieľov nie sú presne dané. Cieľové riadenie federal funds rate FOMC môže spôsobiť oneskorené reakcie menovej politiky na reálnu ekonomiku a cenovú hladinu. Na druhej strane nie je žiadna garancia, že zvolená sadzba federal funds rate vyvolá, resp. zabezpečí dosiahnutie vytýčených cieľov menovej politiky. Na základe týchto argumentov sa FED viac sústreďuje na dosahovanie vytýčených cieľov u sprostredkovateľského kritéria pomocou operatívneho kritéria. Predpokladá sa, že pri určitej úrovni sprostredkovateľského kritéria je možné dosiahnuť zmeny v reálnej ekonomike a cenovej hladine. Dôvodov pre takéto sledovanie kauzálnych vzťahov je viacero. Prvoradé je, že sa sleduje vzťah, resp. dopad zmien u operatívneho kritéria na sprostredkovateľské kritérium samostatne a dopad sprostredkovateľského kritéria na reálnu ekonomiku a cenovú hladinu. Rozdelením kauzálného vzťahu na dva rovnocenné je umožnené lepšie sledovanie dopadu jednotlivých častí mechanizmu vzhľadom ku konečnému cieľu menovej politiky. Za predpokladu, že určitá úroveň sprostredkovateľského kritéria, ktorá je známa, umožní dosiahnutie naplánovaných zmien v reálnej ekonomike a cenovej hladine, by došlo k neadekvátnemu nastaveniu operatívneho kritéria, tak by sprostredkovateľské kritérium nenadobudlo žiadanej úrovne a korekcia operatívneho kritéria prichádza skôr, ako keď by sa čakalo na zmenu reálnej ekonomiky a cenovej hladiny.

Medzi najčastejšie spomínané sprostredkovateľské kritériá patria:

- menové agregáty;
- úroveň a štruktúra úrokových sadzieb;
- Taylorovo pravidlo⁶;
- menové kurzy;
- menové agregáty ako sprostredkovateľ.

Jednotlivé menové agregáty plnia rozličné funkcie monetárnej politiky, FED rozlišuje nasledujúce menové agregáty (členenie podľa Foxa, 2005):

⁶ Kritérium nazvané podľa ekonóma Johna Taylora.

- $M1 = \text{obeživo a cestovné šeky} + \text{bežné depozita} + \text{šekový účet},$
- $M2 = M1 + \text{sporiteľné účty} + \text{termínované vklady},$ ⁷
- $M3 = M2 + \text{termínované vklady} + \text{objemy REPO operácií} + \text{eurodolary} + \text{prostriedky}$
na účtoch inštitúcií kolektívneho investovania.

Menové agregáty sa dlhú dobu považovali za „dobré“ sprostredkovateľské kritérium menovej politiky. Pod prídavným menom „dobré“ je myslené stabilné prepojenie medzi menovým agregátom a reálnou ekonomikou a súčasne centrálna banka je schopná primerane kontrolovať vývoj menových agregátov pomocou požiadavkou na federálne rezervy alebo pomocou federal funds rate¹⁰. Za normálnych okolností rast menových agregátov má kopírovať rast nominálneho HDP, čo predstavuje rast reálneho HDP a rast cenovej hladiny v rovnakom období. Realita však mnohokrát tento predpoklad nespĺňa a vývoj menových agregátov je odlišný od vývoja nominálneho HDP. Reakcie úzkych peňazí (agregát M1 resp. M2) je odlišná ako reakcia širokých peňazí (agregát M3), čím sa obmedzuje použitie menových agregátov ako vhodného sprostredkovateľského kritéria menovej politiky. Pri znížení úrokových sadzieb je tendencia presunu prostriedkov z agregátov M1 a M2, tj. z peňažného trhu na kapitálový trh napríklad súčasť menového agregátu M3 sú účty kolektívneho investovania¹¹.

- Úroková miera ako sprostredkovateľ.

Úrokové miery sa používajú ako sprostredkovateľské kritérium z viacerých dôvodov a to:

- Majú veľký vplyv na spotrebu aj investície.
- Dostupnosť informácií o úrokových sadzbách sú k dispozícii v reálnom čase.

Argumentom proti používaniu úrokových sadzieb ako sprostredkovateľské kritérium je presnosť odhadu výšky sadzieb resp. odhad vývoja úrokových sadzieb. Optimálnu úroveň sadzieb je potrebné doladiť vzhľadom k fiškálnej politike, behaviorálnym vzťahom domácností a firmami, rastu HDP a k vývoju v zahraničí. Všetky tieto faktory spôsobujú ťažkosti pri optimálnom nastavení úrokových sadzieb.

- Taylorovo pravidlo

Taylorovo pravidlo je indikátor, ktorý je nazvaný podľa ekonóma Johna Taylora, slúži na odhadovanie správneho nastavenia menovej politiky vzhľadom k reálnej ekonomike. Aj keď sa jedná o indikátor, je radený medzi sprostredkovateľské kritériá menovej politiky, pretože na základe informácií, ktoré poskytuje sa určuje správnosť používanej menovej politiky a zároveň slúži pre prípadné nové posudzovanie menovej politiky, tj. zmeny v menovej politike.

Taylorovo pravidlo je pomerovým vyjadrením úrovne federal funds rate k primárnym cieľom menovej politiky. Určuje do akej miery môže inflácia odbočovať od únosnej miery (únosnú mieru by mala predstavovať cenová stabilita, čiže je prípustná určitá miera inflácie) a do akej miery sa môžu odchyľovať zamestnanosť a produkt od ich maximálnych hodnôt¹². Jedna z verzií indikátora navrhuje nastaviť federal funds rate na úroveň dosahovania dlhodobých

⁷ Termínové vklady pod čiastku USD 100 000.

⁸ Termínované vklady nad čiastku USD 100 000.

⁹ Eurodolary – vklady u zahraničných bánk denominované v USD.

¹⁰ Napríklad pri zvýšení sadzieb federal funds rate sa stavajú inštrumenty na peňažnom trhu atraktívnejšie, investori budú preferovať investície práve na peňažný trh a tým sa obmedzí rast menových agregátov.

¹¹ Pri znížení úrokových sadzieb sa znižuje diskontná sadzba, pomocou ktorej sa oceňujú akcie a dlhopisy, čím stúpa hodnota akcií a dlhopisov, a tak sú viac atraktívne pre investora.

¹² Zamestnanosť a rast produktu (HDP) je zákonom definovaný cieľ FED, ktorý musí FED zabezpečiť pomocou vhodnej menovej politiky. Určitá úroveň inflácie je všade prítomná a musí byť v rámci určitých medzí, aby sa zabezpečil rast a zamestnanosť v požadovanej výške, čo spôsobuje zahrnutie sledovania inflácie v indikátore Taylorovho pravidla.

cieľov v oblasti zamestnanosti a cenovej stability. Indikátora má byť nastavený tak, aby výška federal funds rate odrážala cieľ plnej zamestnanosti a cenovej stability.

Pri zrýchľovaní inflácie indikátor signalizuje veľkosť zmeny federal funds rate (zvýšenie) k tomu, aby boli ciele menovej politiky dosiahnuteľné. V prípade poklesu reálneho produktu a zamestnanosti indikátor vyčísluje o koľko sa má federal funds rate znížiť. Ako každý indikátor, alebo sprostredkovateľ v menovej politike aj Taylorovo pravidlo nie je stopercentným riešením v nastavovaní menovej politiky. Niektoré vstupy pre výpočet hodnoty indikátora sú niekedy nepredpovedateľné ako vzťah medzi krátkodobou úrokovou sadzbou a dlhodobými cieľmi. Ďalej odhady vzťahu medzi súčasnou infláciou a stavom ekonomiky a plnou zamestnanosťou sú nepresné kvôli oneskoreniu údajov a zároveň sa ťažko odhaduje potenciálny produkt.

System, akým môže centrálna banka korigovať vývoj ekonomiky, je veľmi komplikovaný. Nejasný dopad zmien úrokových sadziieb (federal funds rate) na finálny cieľ menovej politiky, čo je maximálna možná zamestnanosť tzv. plná zamestnanosť a rast reálneho produktu spôsobuje spomínaná komplikovanosť systému. Tá sa skrýva v dĺžke obdobia potrebného pre adaptáciu ekonomiky na novozvolenú menovú politiku s možnosťou prípadných korekcií a zároveň kvalitou odhadu situácie, v ktorej sa aktuálne ekonomika nachádza spolu s adekvátnymi krokmi nápravy nežiaduceho stavu. Odhad stavu ekonomiky a kvalitné vyhodnotenie prípadných krokov novej menovej politiky je tiež spojené s dostupnosťou dát pre rozhodovanie, ktoré mnohokrát nie sú presné, lebo sa nedajú zistiť v reálnom čase, ale len s oneskorením. V tejto fáze sa môžu vyskytovať prvé nepresnosti. Reakcia sprostredkovateľských kritérií v transmisnom mechanizme je stabilnejšia, ale na druhej strane reakcia ekonomiky je už menej predvídateľná. Práve preto je ten transmisný mechanizmus optimálny, kde pomocou rýchleho a presného vyhodnotenia vzťahu medzi sprostredkujúcim kritériom a dopadom zmien na reálnu ekonomiku je najpresnejšie.

Za predpokladu, že sa centrálna banka nedopustí prípadného zlého odhadu stavu ekonomiky alebo má dostupné dáta makroekonomických veličín potrebných k nastaveniu menovej politiky v reálnom čase, tak správne zvolenie úrovne operatívneho kritéria ešte nezaručuje úspech zmeny menovej politiky na finálny cieľ. Pre kontrolu správnosti a prípadné zmeny pôvodného nastavenia slúži pevnejšia, resp. stabilnejšia väzba medzi sprostredkujúcim kritériom a finálnym cieľom. Reakcia spotreby a investícií je málo predvídateľná, čo na základe vyššie zmieneného predpokladu môže spôsobiť nesúlad dopadu menovej politiky a zamysleného stavu. Ak nastane, tak presnejšie informácie o korekcií menovej politiky centrálnej banke poskytne vzťah medzi sprostredkujúcim kritériom a reálnou ekonomikou. Na základe toho sú aj odporúčania na sledovanie menovej politiky a zavedenie ukazovateľov na ich sledovanie ako je Taylorovo pravidlo, menové agregáty a úrokové sadzby, ktoré sú medzičlánkom medzi federal funds rate a tými v ekonomike, s ktorými sa stretávajú spotrebitelia a investori¹³. V prípade reality však ani sprostredkujúce kritériá neposkytujú potrebnú stabilnú väzbu s reálnou ekonomikou, čo nútilo FED počas 20. storočia k mnohým zmenám v oblasti voľby transmisného mechanizmu.

Realizácia menovej politiky FED v 20. storočí

Krátkodobá úroková sadzba federal funds rate ako sadzba, ktorá vysvetľovala pôsobenie menovej politiky cez operácie FED na voľnom trhu, zlyhala, lebo mechanizmus indikátorov a cieľov sa rozpadol. Nedokázal docieľiť stanovené ciele menovej politiky. Medzi ďalšie indikátory, ktoré boli odskúšané a nedopadli o nič lepšie patria menové agregáty M1 a M2,

¹³ Aj keď samozrejme východisko pre všetky úrokové sadzby v USA je federal funds rate.

diskontované úverové kanály, čisté voľné rezervy¹⁴, nevypožičaná menová báza a menová báza. Najviac k tejto skutočnosti prispeli nasledujúce faktory:

- zahraničné dolárové devízové rezervy;
- kombinované účty – bežný účet a sporiaci účet¹⁵ (Sweep accounts).

Tieto faktory znemožňovali FED presné určenie menových agregátov a celkového prehľadu hotovostných a bezhotovostných peňazí v obeh, tým pádom FED ani nemohol pomocou spomínaných nástrojov menovej politiky stanoviť účinnú menovú politiku. V prípade menových agregátov kameňom úrazu boli množiace sa inovácie finančných inštrumentov. Účinnosť diskontových úverových kanálov znížila deregulácia v podaní „*Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act*“ a súčasná zmena v riadení úverových kanálov.

Kým FED dospel ku záverom, že riadenie menovej politiky pomocou krátkodobých úrokových sadzieb a priamej regulácie menových agregátov nie je vhodný transmisný mechanizmus, obmieňal používaný transmisný mechanizmus. FED mohol dosiahnuť požadovanú úroveň menovej báze alebo požadovanú úroveň federal funds rate. Udržiavanie menovej báze na určitej požadovanej úrovni, resp. adekvátnej menovej báze vzhľadom na stav ekonomiky (podľa konjunktúry alebo recesie) vyžadoval časté zmeny federal funds rate. Tým sa v ekonomike viackrát menili úrokové sadzby, čo napríklad spôsobovalo nejednoznačnosť predikcie prijateľnosti investícií z dôvodu náročného vyčísľovania nákladov na kapitál. Keď by sa FED rozhodol udržiavať stabilnú úrokovú sadzbu (federal funds rate), tak by dochádzalo k nestabilite menovej báze, ktorá by mala na svedomí následnú nestabilitu cenovej hladiny. Záverom z týchto skutočností bolo, že si FED bude musieť stanoviť určité ciele v týchto premenných a snažiť sa adekvátnou kombináciou nástrojov tento cieľ dosiahnuť. V jednotlivých rokoch 20. storočia FED používal nasledujúce mechanizmy:

a) Cieľovanie úrokovej sadzby

V 70. rokoch 20. storočia si FED nastavil cieľovú hodnotu federal funds rate pomocou, ktorej uskutočňoval menovú politiku. Presnejšie, FOMC stanovil cieľovú sadzbu, ktorá korešpondovala s cieľovým rastom menového agregátu M1 v krátkom období. Federal funds rate sa na základe vývoja menového agregátu doladzovala t.j. buď sa sadzba zvýšila (keď došlo k väčšiemu rastu M1 než bolo žiadané) alebo znížila (v prípade nízkeho rastu agregátu M1). V niektorých prípadoch bolo treba urobiť rozsiahle zmeny v úrokových sadzbách, aby sa rast agregátu M1 dostal na želanú úroveň, ale výsledok menovej politiky napriek zmenám nebol vždy presný. FOMC taktiež neochotne uskutočňovala veľké zmeny v úrokovej sadzbe a výsledkom bol neúspech tohto spôsobu riadenia nástroja menovej politiky. Pomocné faktory neúspechu a zvyšujúcej cenovej hladiny v 70. rokoch boli aj ropné šoky a prehnaný rast agregátu M1.

b) Cieľovanie menovej báze

Koncom roku 1979 FOMC zmenila taktiku v boji proti inflácii, keď prešla na riadenie agregátu M1 pomocou cieľovania menovej báze (povinné rezervy¹⁶ bánk na účtoch FED a hotovosť v trezoroch bankových inštitúcií, ktoré podliehali povinnosti odvádzať z týchto čiastok povinné minimálne rezervy). Operatívnym kritériom pre obchody na voľnom trhu bol

¹⁴ Čisté rezervy predstavujú dobrovoľné rezervy mínus vypožičané rezervy prostredníctvom diskontových úverových kanálov.

¹⁵ Bankové účty, ktoré po dosiahnutí určitého limitu automaticky na konci dňa prevádzali prostriedky na účty s vyšším výnosom, čím sa skresľovali jednotlivé menové agregáty M1 a M2.

¹⁶ Povinné rezervy pozostávajú z „*required reserve balances, contractual clearing balances*“. Ešte existujú „*excess reserve balances*“, ktoré sú obdobou dobrovoľných rezerv bánk u centrálnej banky.

určitý objem nevypožičiavaných rezerv alebo celkové rezervy mínus objem diskontných úverov. Keď M1 rástla rýchlejšie ako bolo naplánovaný cieľ, tak povinné rezervy (prepojené s M1 cez sadzby povinných minimálnych rezerv) rástli rýchlejšie než nevypožičiavané rezervy. Vzhľadom k tomu, že nevypožičiavané rezervy v prípade rastu M1 boli nedostačujúce, tak na medzibankovom trhu sa zvýšili sadzby federal funds rate, niekedy aj veľmi prudko. Rast krátkodobých úrokových sadzieb znížil rast M1 a M1 sa približovala späť k cieľovaným hodnotám.

c) Diskontné úvery

Začiatkom 80. rokov 20. storočia bolo jasné, že pri súčasnej deregulácii úrokových sadzieb a inováciách finančných inštrumentov poklesla previazanosť medzi M1 a účinnosťou menovej politiky. FOMC robila viac diskrečné rozhodnutia ohľadne stavu peňažného trhu s používaním väčšieho počtu premenných pri vyhodnocovaní potrebných zmien v menovej politike. Pri zavedení operácií na voľnom trhu FOMC presmerovala svoju pozornosť z doterajších nevypožičiavaných rezerv na vypožičiavané. FED neposkytoval potrebnú úroveň nevypožičiavaných rezerv, čím nútil banky k tomu, aby si požičiavali prostriedky cez diskontné úverové linky.

Diskontné úvery predstavovali prístup k financiám z pohľadu bánk. Diskontné sadzby boli nižšie než federal funds rate a to z jedného titulu, že boli uvalené mnohé reštrikcie v prístupe k týmto zdrojom. Tieto obmedzenia mali prinútiť banky k tomu, aby hľadali ostatné možnosti zdrojov ako na medzibankovom trhu, atď., než by sa mali hneď obrátiť na centrálnu banku. Menová politika FED v tejto dobe využívala ovplyvňovanie federal funds rate na základe umožnenia, resp. neumožnenia prístupu bankám k diskontným úverom. Keď FED chcel uvoľniť menovú politiku, tak zvýšil možnosť využívania diskontných úverov a zvýšil menovú bazu. Banky mali väčšiu možnosť sa dostať k zdrojom na medzibankovom trhu a nemuseli sa až tak snažiť o získavanie zdrojov cez diskontné úvery, a tieto skutočnosti prispievali k tomu, aby sa znížila sadzba federal funds rate.

V 80. rokoch podozrenia o finančnom zdraví niektorých bankových inštitúcií viedli k odmeranému prístupu bánk celej sústavy k diskontným úverom, čím sa narušila väzba medzi vypožičiavaním a federal funds rate. Postupom času sa FED zameral na cieľovanie federal funds rate a od roku 1995 FED začal oznamovať svoje ciele federal funds rate. Diskontná sadzba ako nástroj menovej politiky bola vypustená v období medzi rokmi 2003 a 2007. Na začiatku roku 2003 boli diskontné úverové kanály nastavené 100 bázických bodov nad federal funds rate. V roku 2007 FED znížil toto úrokové rozpätie o 50 bázických bodov, takže sa dá považovať, že diskontné úvery znovu nabrali povahu nástroja menovej politiky, ale možno len informačného charakteru.

Administratívne nástroje menovej politiky neboli o nič úspešnejšie a najlepším príkladom sú povinné minimálne rezervy. Tie sa pred rokom 1980 nemenili takmer tridsať rokov a zároveň úroveň rezerv bola nastavená na vysokú hodnotu. Výška povinných minimálnych rezerv (PMR) bola hlavnou príčinou poklesu vkladov podliehajúcich PMR, pretože dochádzalo k poklesu členských bánk FED a zvýšeným offshore aktivitám členských bánk FED. Muselo nasledovať zníženie sadzieb PMR, ale zároveň sa sprísnila kontrola prekračovania povinných rezerv u centrálnej banky a zákonom sa upravila povinnosť členských bánk držať „*required clearing balances*¹⁷“. Aj napriek týmto snahám PMR neprinášajú zamýšľaný úspech ako nástroj menovej politiky. Medzi ďalšie administratívne nástroje FED patria regulácie, jedná sa hlavne

¹⁷ Prostriedky, ktoré zabezpečovali zúčtovanie transakcií.

o „*Regulation Q*“, ktorá zasahovala do transmisného mechanizmu a to stanovením úrokových limitov na úsporné depozitá.

Ako ďalší nástroj menovej politiky FED sa dá považovať nástroj nazývaný „morálne dohováranie“, ktorým sa snaží ovplyvňovať ekonomiku pomocou výrokov Výboru guvernérov, vyjadreniami a direktívami FOMC, prejavmi prezidentov Rezervných bánk, správami pre Kongres a mnohými inými spôsobmi. Morálne dohováranie je veľmi často využívaným nástrojom na usmerňovanie ekonomiky, finančné trhy reagujú na tieto oznamy FED takmer okamžite a každý takýto oznam je považovaný za mienkotvorný fakt, resp. investori vyvodzujú dôležité závery z týchto informácií. Napriek dobrej účinnosti tohto nástroja si niektoré informácie protirečia, ale dá sa považovať, že zatiaľ nástroj menovej politiky splňuje účel pri menej kritických nápravách ekonomiky, pri tzv. doladovaní vývoja ekonomiky.

Posledným nástrojom menovej politiky sú operácie na voľnom trhu, ktoré sú hlavným nástrojom ovplyvňovania ekonomiky FOMC. Samozrejme spôsoby obchodovania na voľnom trhu sa časom menili. Hlavný posun nastal, keď z pôvodne preferovaných zmenkových obchodov sa presunula viac pozornosť na obchody zamerané priamo na ovplyvňovanie výnosových kriviek. Obchodovanie s federálnymi cennými papiermi na voľnom trhu sa začalo až v decembri 1966. Federálne cenné papiere sú v súčasnosti takmer jediné inštrumenty pri obchodovaní na voľnom trhu. Najčastejšie uskutočňovanými transakciami sú krátkodobé repo operácie a reverzné repo operácie. Publikované údaje o operáciách na voľnom trhu sú dostupné len od roku 1961. Na začiatku prevažovali priame predaje a nákupy vládnych cenných papierov a neboli spárované až do roku 1966. jedná sa vlastne o to, že objem predaných cenných papierov sa nemusel rovnať objemu nakúpených cenných papierov zo strany FED, čo už v súčasnosti neplatí. V dnešnej dobe, ak FED predá na voľnom trhu určitý objem cenných papierov, tak v podmienkach predajnej zmluvy je uvedený presný dátum spätného odkúpeniu rovnakého objemu cenných papierov, t.j. repo operácie, resp. reverzné repo operácie. Po roku 1968 dominovali na trhu práve tieto obchody.

S nástupom globalizácie finančných trhov bol FED nútený používať ďalší nástroj menovej politiky. Jedná sa o krátkodobé swapy zjednané medzi FED a centrálnymi bankami iných krajín za účelom napomáhať medzinárodnému obchodu. Tieto swapy majú len krátkodobý dopad na menový kurz dolára. Stav, ktorý donútil FED aj k takýmto krokom je nasledujúci. V roku 2003 centrálné banky Číny, Hong Kongu, Japonska a Južnej Kórey vlastnili americké vládne cenné papiere v približnej hodnote 696 mld. USD, čo predstavovalo o niečo väčšiu hodnotu cenných papierov než v držbe FED. Na konci roku 2006 centrálna banka Japonska, tak Čína vlastnila denominované dolárové aktíva vo väčšej hodnote než FED. Tieto kroky zo strany zahraničných centrálnych bánk boli vyvolané ako intervencie proti posilňovaniu domácej meny (Jen) a prebytku zahraničného obchodu (Juan). Keby tieto zahraničné centrálné banky predali tieto aktíva, tak by to malo veľký dopad na zmenu menových kurzov spomínaných národných mien. Podľa Hestera (2008) má globalizácia finančného trhu na svedomí, že každá centrálna banka musí brať ohľad aj na to, v akom objeme sú vlastnené domáce aktíva v zahraničí a aké aktivity vyvíja domáca ekonomika vzhľadom k zahraničným ekonomikám.

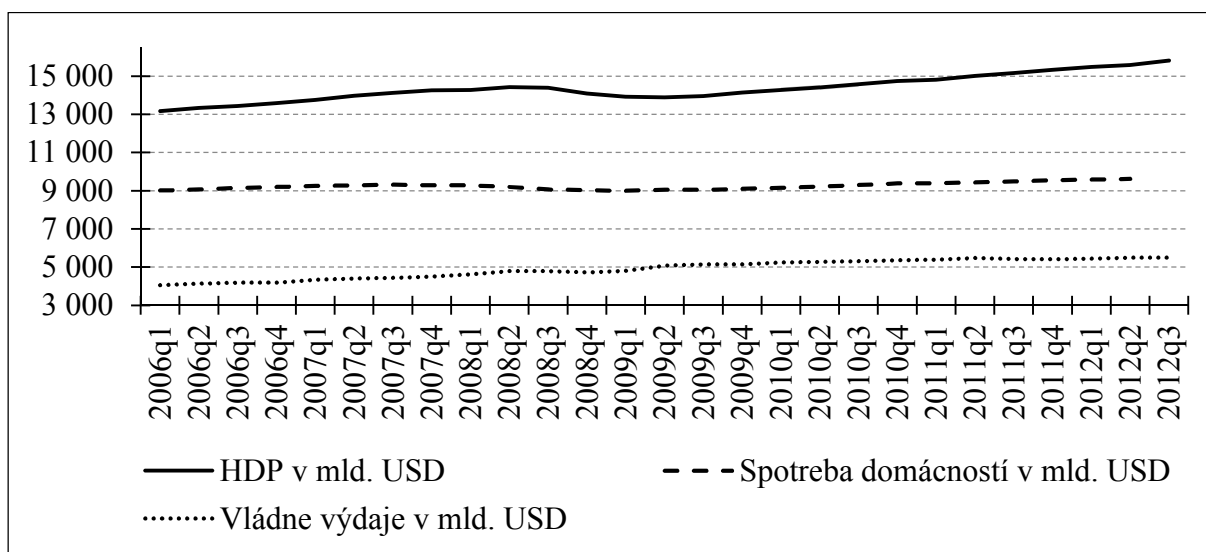
Kroky FED a vlády USA počas krízy

Postupy FED počas krízy

FED nepostačili reakcie na vývoj ekonomiky používať len tradičné nástroje menovej politiky, ale musel siahnuť aj k tým netradičným. Tradičné nástroje, t.j. znižovanie FFR už bolo vyčerpané, pretože v októbri 2008 sadzba FFR bola na úrovni 0,25% a reálne HDP ďalej klesalo bez vyhliadky na určenie dna hospodárskeho cyklu. Pri odstraňovaní následkov krízy a doladovaní ekonomického vývoja FED musel zasahovať aj s pomocou vlády USA,

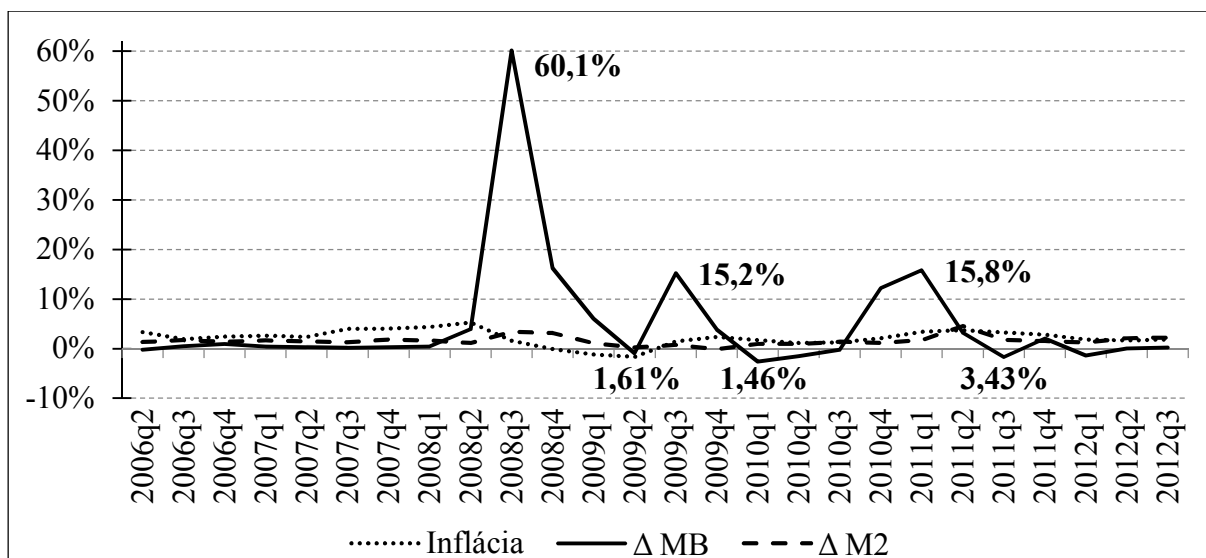
prostřednictvím ministerstva financí. FFR vo 4Q 2008 boli už na minime, ale HDP USA pokračoval v poklese. Vláda USA sa snažila pokles spotreby kompenzovať rastom vládných výdajov, kvôli čomu sa neprimerane zdĺžila. Nemalá časť rastu vládných výdajov bola spojená aj so sanáciou Freddy Mac a Fannie Mae, dvoch štátnych inštitúcií, ktoré pôsobili na sekundárnom trhu s hypotékami. Ich úlohou bolo dodávať likviditu primárnemu trhu v podobe nákupov sekuritizovaných cenných papierov. Kongres USA umožnil FED používať všetky možné nástroje, ktorými by sa predišlo zväčšeniu krízy. HDP výrazne prepadlo od 2Q 2008 (14 415,5 mld. USD v stálych cenách, sezónne očistené) podľa Bureau of Economic Analysis, 2014) do 2Q2009 kde sa ustálilo (13 885,4 mld. USD) a nasledovalo pomalé oživenie. Úroveň HDP z roku 2008 bola prekročená až v 3Q 2010 (14 576 mld. USD). Vývoj HDP USA v období od 2006 až do roku 2012 zobrazuje Obr. 1. Najväčší prepád nastal v spotrebe domácností. Dôvody boli strata zamestnania, pokles úspor (hlavný dôvod bol pokles hodnôt akciových titulov, kde majú domácnosti investované úspory, čiže došlo k poklesu efektu bohatstva).

Obr. 1: Vývoj HDP USA



Zdroj: Bureau of Economic Analysis (2014) a vlastný graf,

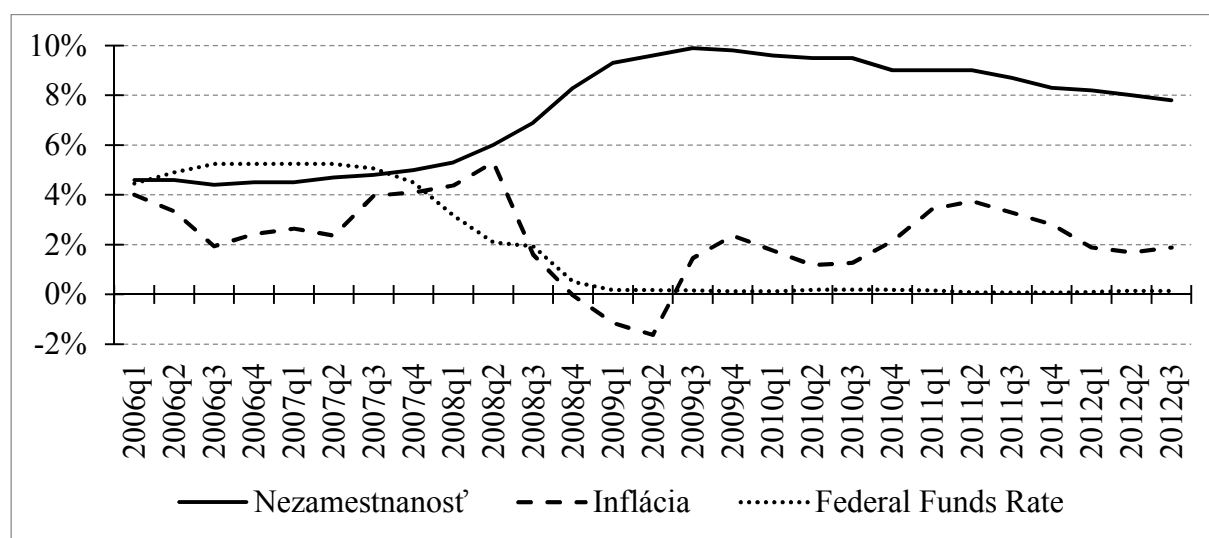
Obr. 2: Vývoj menovej báze, menového agregátu M2 a FFR (medzi kvartálne prírastky)



Zdroj: FED St. Louis (2014) + vlastný graf.

Obr. 2 znázorňuje zásahy FED do vývoja kritickej situácie v oblasti finančného sektoru mimo štandardné ovplyvňovanie FFR. V roku 2008 došlo k najväčšej finančnej pomoci postihnutým bankám a poisťovniam. Objem menovej báze 3Q 2008 narástol oproti 2Q 2008 o 60%. Pôžičky a nákupy toxických aktív od finančného sektora centrálnou bankou predstavovali v roku 2008 objem 1,8 bilióna USD. V priebehu roku 2009 potom nasledovalo ďalšie uvoľnenie prostriedkov, označované ako „quantitative easing (QE)“ a na konci roku 2010 a začiatkom 2011 nasledovalo QE3. Tieto zásahy z pravidla predstavovali nákupy ďalších toxických aktív od finančného sektoru a doplnenie likvidity bánk. FED chcel dosiahnuť, aby finančný sektor začal poskytovať finančné prostriedky výrobe a spotrebe, aby sa zvýšila produkcia a spotreba. Napriek enormnému uvoľneniu menovej politiky FED toto zvýšenie menovej báze nemalo na svedomí inflačné tlaky z dôvodu veľkého poklesu spotreby a výroby, z čoho plynula zvýšená nezamestnanosť a hlavne splasnutie cenových bublín na trhu s nehnuteľnosťami. Vývoj inflácie, FFR a nezamestnanosti znázorňuje Obr. 3.

Obr. 3: Vývoj Inflácie, FFR a nezamestnanosti



Zdroj: Bureau of Labor Statistics (2014a, 2014b), FED New York (214) a vlastný graf.

Obr. 3 podporuje hypotézu, že FED v spolupráci s vládou USA, len s pomocou znižovania FFR nedosiahol vytýčený cieľ oživenia reálnej ekonomiky. Nezamestnanosť začala klesať až v 4Q 2009, čo je rok po znížení FFR na minimálnu úroveň. Je nutné konštatovať, že reakcia reálnej ekonomiky na zmeny v úrokových sadzbách je oneskorená. Na druhej strane bez finančných injekcií pre finančný sektor by sa reálna ekonomika z recesie nedostala. Dobrým príkladom je spoločnosť General Motors, ktorá v tomto období pre zlé finančné výsledky a neschopnosti sa dostať k obnove revolvingových úverov bola nútená stiahnuť svoje verejne obchodovateľné akcie z burzy a bez zásahu vlády by asi aj následne skrachovala. Zásah vlády v podobe záruk umožnil oživenie činnosti spoločnosti a opätovný návrat akcií na burzu s cennými papiermi.

Závažnosť a rozsah krízy, a fakt, že kríza vznikla vo finančnom sektore nútil FED k opatreniam v menovej politike siahajúc aj po netradičných nástrojoch. Znižovanie FFR aj z pohľadu štatistiky malo malý vplyv na výkonnosť ekonomiky. Je to samozrejme aj tým, že FFR je operatívne kritérium z pohľadu transmisného mechanizmu, ktoré má pôsobiť na menové agregáty, ktoré sú sprostredkujúce kritériá. Kointegrácia časových rád HDP USA a FFR je uvedená v Tab. 1 v sloupci 1 a kointegrácia v prípade HDP USA a menového agregátu je uvedená v sloupci 2. Je evidentné, že vplyv menového agregátu M2 má štatisticky významnejší vplyv na reálny výstup ekonomiky než je tomu u FFR.

Tab. 1: Kointegrácia HDP USA v stálych cenách versus FFR, M2, menová báza, vládne výdaje, spotreba domácností, úspory.

| Test | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|--|-----------|--------------------------------|-----------|-------------|---------------|---------------------|-----------|
| Predpoklad trendu: | | Lineárny deterministický trend | | | | | |
| Časová rada 1: | | HDP USA v stálych cenách | | | | | |
| Časová rada 2: | | FFR | M2 | Menová báza | Vládne výdaje | Spotreba domácností | Úspory |
| Interval posunu (v prípade prvej diferencie): | | od 1 do 4 | od 1 do 4 | od 1 do 4 | od 1 do 4 | od 1 do 4 | od 1 do 4 |
| Neobmedzený Kointegračný Hodnotový Test (Testovanie) | | | | | | | |
| Hypotéza – Počet CE(s) | | | | | | | |
| Charakteristická hodnota | Non | 0,33901 | 0,33184 | 0,28732 | 0,28521 | 0,35123 | 0,40726 |
| | Najviac 1 | 0,13256 | 0,23140* | 0,01385 | 0,22775* | 0,00018 | 0,11899 |
| Testovacia štatistika | Non | 12,23689 | 14,66101 | 7,75860 | 13,07277 | 9,08994 | 13,64354 |
| | Najviac 1 | 3,12851 | 5,78996* | 0,30678 | 5,68591* | 0,00367 | 2,66043 |
| 0,05 Kritická hodnota | Non | 15,49471 | 15,49471 | 15,49471 | 15,49471 | 15,49471 | 15,49471 |
| | Najviac 1 | 3,84147 | 3,84147* | 3,84147 | 3,84147* | 3,84147 | 3,84147 |
| Pravdepodobnosť** | Non | 0,1459 | 0,0665 | 0,4916 | 0,1122 | 0,3571 | 0,0933 |
| | Najviac 1 | 0,0769 | 0,0161* | 0,5797 | 0,0171* | 0,9505 | 0,1029 |
| Testovaná štatistika indikuje, že kointegrácia na úrovni 0,05 level nie je prítomná. | | | | | | | |
| Neobmedzený Kointegračný Hodnotový Test (Maximálna Charakteristická hodnota) | | | | | | | |
| Hypotéza – Počet CE(s) | | | | | | | |
| Charakteristická hodnota | Non | 0,33901 | 0,33184 | 0,28732 | 0,28521 | 0,35123 | 0,40726 |
| | Najviac 1 | 0,13256 | 0,23140* | 0,01385 | 0,22775* | 0,00018 | 0,11899 |
| Testovacia štatistika | Non | 9,10838 | 8,87105 | 7,45183 | 7,38685 | 9,08627 | 10,98311 |
| | Najviac 1 | 3,12851 | 5,78996* | 0,30678 | 5,68591* | 0,00367 | 2,66043 |
| 0,05 Kritická hodnota | Non | 14,26460 | 14,26460 | 14,26460 | 14,26460 | 14,26460 | 14,26460 |
| | Najviac 1 | 3,84147 | 3,84147* | 3,84147 | 3,84147* | 3,84147 | 3,84147 |
| Pravdepodobnosť** | Non | 0,2772 | 0,2970 | 0,4372 | 0,4444 | 0,2790 | 0,1551 |
| | Najviac 1 | 0,0769 | 0,0161* | 0,5797 | 0,0171* | 0,9505 | 0,1029 |
| Max-charakteristická hodnota testu neindikuje kointegráciu na úrovni 0,05. | | | | | | | |
| * znamená zamietnutie hypotézy na úrovni 0,05. | | | | | | | |
| **MacKinnon-Haug-Michelis p-hodnota (MacKinnon, 1991). | | | | | | | |

Zdroj: Bureau of Economic Analysis (2014) a vlastné výpočty.

Účinnosti opatrení FED v podobe sanácií finančného sektora prostredníctvom priameho úverovania bánk a poisťovní má z pohľadu štatistickej významnosti rozhodujúcu úlohu. Tieto opatrenia FED dopadajú do reálnej ekonomiky cez menovú bázu. Štatistické údaje sú uvedené v sloupci Tab. 1.

Samotná zmena úrokových sadzieb, ako nástroj menovej politiky, by nepriniesol vytýčený cieľ z pohľadu FED. Bolo to dané aj závažnosťou krízy, pretože tá postihla všetky odvetvia ekonomiky. Prehnaná menová expanzia za posledné desaťročie mala na svedomí vznik cenových bublín v rôznych odvetviach ekonomiky, hlavne na trhu s nehnuteľnosťami. Riešenie krízy, ktorá vznikla najmä vďaka menovej expanzii ďalšou menovou expanziou sa na začiatku zdala byť ako tá nesprávna cesta. Lenže pokles produktu bol tak markantný, že táto nová expanzia aspoň zatiaľ nevyvolala inflačné tlaky. Uvoľnenie menovej politiky bolo sprevádzané ešte nárastom menovej bázy v podobe priamych pôžičiek finančnému sektoru od FED a nákupom toxických aktív. Z pohľadu štatistickej významnosti jednotlivých krokov je možné konštatovať, že práve priame úverovanie sa najvýraznejšie podieľalo na raste HDP. Do budúca

bude rozhodujúce včasné podchytenie prípadných inflačných tlakov, ktoré môžu s veľkou pravdepodobnosťou plynúť z menovej expanzie, ktorá slúžila ako stabilizátor recesie.

Postupy vlády USA počas krízy

Kým sa FED zameriaval hlavne na záchranu finančného sektora a súčasne sa snažil podporiť oživenie reálnej ekonomiky pomocou znižovania úrokových sadzieb, tak vláda USA musela finančne zachraňovať štátne a polo štátne inštitúcie. Čo do objemu vynaložených prostriedkov sa jednalo hlavne o Freddy Mac a Fannie Mae, ktoré pôsobili na sekundárnom trhu s hypotékami. Vládne výdaje ďalej rástli aj kvôli rastu transferových platieb nástupom krízy. Pokles zamestnanosti spôsobil výpadky v daňových príjmoch, na druhej strane rástli transferové platby a rovnako i výdaje spotrebné výdaje vlády za účelom stimulovania celkového produktu USA. Tieto skutočnosti ale priniesli skôr opačný než očakávaný výsledok, pretože celkový prepád HDP vládne výdaje neboli schopné kompenzovať a zvýšili i vládny dlh.

Ak sa nad tým chvíľu pozastavíme, tak táto snaha vlády nemohla ani inak skončiť. Vládne príjmy sú z najväčšej časti tvorené príjmami z daní. Príjmy ekonomických subjektov po zdanení predstavujú vyšší podiel než odvod dane, čiže disponibilný dôchodok je vyšší než odvedená daň. Dane na strane spotreby taktiež predstavujú, okrem niektorých tovarov a služieb, menšiu časť celkovej ceny zaplatenej za spotrebu. Čiže ak poklesne spotreba napríklad o 10% a súčasne poklesnú príjmy napríklad o 5 %, tak vládne výdaje vďaka poklesu výberu daní poklesnú o určitý pomer, súhrnne dané celkovou daňovou kvótou, ale absolútne je tento pokles menší než výpadok spotreby a príjmov u ekonomických subjektov, kým daňová kvóta nepresiahne 50 %. Z toho potom vyplýva, že snaha vlády kompenzovať výpadky, hlavne v spotrebe, rastom vládnych výdajov je nedosiahnuteľný cieľ. Jedine ak enormným zadlžením, ale to nie je dlhodobé udržateľné riešenie. Kointegrácia (sloupec 4 v Tab. 1) toto tvrdenie na sto percent nepotvrďuje, pretože je možné pozorovať veľmi slabú závislosť medzi vývojom HDP a vývoj vládnych výdajov. Lenže tá slabá závislosť vzniká len kvôli tomu, že vládne výdaje rastú a klesajú v závislosti na vývoji HDP, pretože v čase konjunktúry je väčší i výber daní a v recesii výber daní klesá.

Vládne výdaje vynaložené za účelom stimulovania HDP sú opodstatnené len v podobe investičných výdajov, tzn., že vlády ak chcú podporovať rast domácej ekonomiky, tak by sa mali zamerať na investičné projekty, ktoré sú schopné vytvoriť pracovné miesta na dlhé obdobie. Ideálny stav by bol, ak by vládne výdaje smerovali na podpore investičných projektov kombinovane i do súkromného sektora. V prípade investícií nie je ani zadlžovanie tak kritický jav ako, keď je každodenná spotreba financovaná pomocou dlhu. Investície majú tendenciu vytvoriť z dlhodobého pohľadu väčšiu hodnotu, resp. prínos ako objem vynaložených prostriedkov vrátane úrokových nákladov v prípade, že je investícia čiastočne financovaná dlhom.

Najväčší podiel na vývoji HDP USA má celková spotreba v ekonomike, ktorú v tomto prípade predstavuje spotreba domácností. Časť vládnych výdajov sa sprostredkovane premieta aj do spotreby domácností pomocou transferových platieb. Je pravidlom, že transferové platby od vlády v rôznych formách podpory nedosahujú objemy aké plynú zo zamestnaneckých príjmov. Štatistika v podobe kointegrácie HDP USA a spotreby domácností podporuje tieto tvrdenia. Výsledky výpočtov znázorňuje sloupec 5 v Tab. 1. Je tu prítomná aj najsilnejšia závislosť vývoja týchto dvoch sledovaných veličín v porovnaní s predchádzajúcimi. Z toho vyplýva, že jak centrálna banka a tak i vláda sa musí snažiť o dlhodobú podporu tvorby pracovných miest nielen v čase krízy a nie len sa zameriavať krátkodobú podporu spotreby. Na vývoj spotreby v období finančnej krízy súbežne pôsobilo viacero faktorov, tie hlavné predstavujú:

- strata zamestnania, resp. rast nezamestnanosti;
- pokles efektu bohatstva¹⁸;
- opatrnostný motív;
- nejasný vývoj ekonomiky.

V prípade spotreby domácností platí rovnaké pravidlo, a to že spotreba financovaná krátkodobým financovaním, čiže pomocou spotrebných úverov, nepredstavuje ideálny stav pre vývoj spotreby a celého HDP.

Úspory ako ďalšia podstatná zložka HDP predstavuje zdroj dlhového financovania investícií. Aj keď USA je špecifická krajina z pohľadu alokácie úspor. Obyvateľstvo je naklonené do investovania skôr na finančných trhoch, než aby si ukladali svoje úspory vo finančných inštitúciách. Z pohľadu kointegrácie úspory ovplyvňujú o niečo viac vývoj HDP a na druhej strane objem úspor nie je tak podstatne ovplyvňovaný vývojom HDP ako je tomu u vládnych výdajov. Bez ohľadu na to, že investície prinášajú dlhodobé pozitívne dopady ako zvýšenie zamestnanosti, tak aj nepatrne viac ovplyvňujú vývoj HDP a na druhej strane sú menej ovplyvnené vývojom HPD. Tieto fakty potvrdzujú vyššie komentovaný prístup k vládny výdajom a ich vplyvu a dopadu na vývoj HDP. Konintegrácia vývoja HDP a úspor znázorňuje sloupec 6 v Tab. 1.

Záver

FED sa snaží využívať na tlmene nežiaducich výkyvov jednotlivých makroekonomických veličín hlavne zmeny v úrokových sadzbách u FFR, cez ktoré je schopný ovplyvniť výšku dlhodobých úrokových sadzieb. Pomocou FFR je možné ovplyvniť jak vývoj menových agregátov, tak celkový objem produkcie, resp. spotreby. FFR taktiež pôsobí ako dobrý stabilizátor inflácie a slúži tak isto na podporu vývoja zamestnanosti v ekonomike. V prípade poslednej finančnej krízy sa ale ukázalo, že samotné zmeny FFR neprinášali požadovaný cieľ v oblasti vývoja HDP a ostatných makroekonomických ukazovateľoch. FED bol nútený k sanácii finančných inštitúcií, pretože finančný sektor bol jeden z odvetví, kde sa kríza prejavila najvýraznejšie a cez toto odvetvie sa potom rozšírila do celej ekonomiky. Nákupy toxických aktív a priame úverovanie finančného sektoru FED sa ukázal aj štatisticky ako najvýznamnejší nástroj boja proti recesii. Priame navýšenie menovej báze malo najvýznamnejší dopad na vývoj HDP USA. Doplnenie likvidity bánk umožnilo poskytovanie úverov na financovanie investícií a hlavne spotreby, ktorá je najvýznamnejšou časťou HDP USA. Snaha vlády o zamedzenie poklesu spotreby pomocou zvýšenia vládnych výdajov na spotrebu sa ukazuje ako kontraproduktívna činnosť s negatívnym dopadom na zadlženie. Vláda by sa mala zamerať na tvorbu, alebo aspoň podporu tvorby investícií, pretože tie zabezpečujú dlhodobú pozitívne dopady na vývoj HDP a rast zamestnanosti.

Literatura:

- [1] Bureau of Economic Analysis (2014): *National Economic Accounts*. [online], Washington, D. C., Bureau of Economic Analysis, c2014, [cit. 12. 1. 2014], <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>>.
- [2] Bureau of Labor Statistics (2014a): *Consumer Price Index. CPI Databases*. [online], Washington, D. C., Bureau of Labor Statistics, c2014, [cit. 12. 1. 2014], <<http://www.bls.gov/cpi/data.htm>>.

¹⁸ V USA je typické investovanie úspor na finančných trhoch.

- [3] Bureau of Labor Statistics (2014b): *Databases, Tables Calculators by Subject*. [online], Washington, D. C., Bureau of Labor Statistics, c2014, [cit. 12. 1. 2014], <<http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>>.
- [4] FED New York (2014): *Federal Funds Data*. [online], New York, Federal reserve Bank of New York, c2014, [cit. 12. 1. 2014], <<http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm>>.
- [5] FED New York (2014): *St. Louis Adjusted Monetary Base*. [online], St. Louis, Federal reserve Bank of St-Louis, c2014, [cit. 12. 1. 2014], <<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/BASE/downloaddata?cid=124>>.
- [6] Fox, S. L. (ed.) (2005): *FED Purposes and Functions*. Washington, D. C, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.
- [7] Hester, D. D. (2008): *Evolution of Monetary Policy and Banking in the US*. Berlin, Springer Verlag, 2008.
- [8] MacKinnon, J. G. (1991): *Critical values for cointegration tests*. Oxford, Oxford University Press, 1991
- [9] Musílek, P (2002): *Trhy cenných papíru*. Praha, Ekopress, 2002.
- [10] Revenda, Z. (2001): *Centrální bankovníctví*. Praha, Management Press, 2001.

Snaha FED a vlády USA o tlmenie dopadov finančnej krízy na reálnu ekonomiku

Vojtech Dohányos

ABSTRAKT

V prípade poslednej finančnej krízy sa ale ukázalo, že samotné zmeny FFR neprinášali požadovaný cieľ v oblasti vývoja HDP a ostatných makroekonomických ukazovateľoch. FED bol nútený k sanácii finančných inštitúcií, pretože finančný sektor bol jeden z odvetví, kde sa kríza prejavila najvýraznejšie a cez toto odvetvie sa potom rozšírila do celej ekonomiky. Nákupy toxických aktív a priame úverovanie finančného sektoru FED sa ukázal aj štatisticky ako najvýznamnejší nástroj boja proti recesii. Priame navýšenie menovej báze malo najvýznamnejší dopad na vývoj HDP USA. Doplnenie likvidity bánk umožnilo poskytovanie úverov na financovanie investícií a hlavne spotreby, ktorá je najvýznamnejšou časťou HDP USA. Snaha vlády o zamedzenie poklesu spotreby pomocou zvýšenia vládnych výdajov na spotrebu sa ukazuje ako kontraproduktívna činnosť s negatívnym dopadom na zadĺženie. Vláda by sa mala zamerať na tvorbu, alebo aspoň podporu tvorby investícií, pretože tie zabezpečujú dlhodobú pozitívne dopady na vývoj HDP a rast zamestnanosti.

Kľúčová slova: FED; HDP; Finančná kríza.

FED and the US Government Cooperation Effort to Absorb the Financial Crises Impacts

ABSTRACT

The financial crises in 2007 and 2008 showed that pure FFR corrections are insufficient and are not providing the desired goals in the GDP evolution and the other macroeconomic indicators. FED had to buy out some financial institutions, because the financial sector was one of the most impacted sectors during the financial crises and this sector of the economy infected the real economy. Toxic asset buy outs and direct lending by FED were the best steps taken and even statistics is confirming it. Direct monetary base increase had the biggest impact on the GDP evolution. Bank liquidity replenishment allowed financing the investment projects and also consumption which is the biggest proportion of the US GDP. The US government effort to boost the economy by increasing government spending showed that this way of helping the economy was contra productive and with high risk impact into the budget deficit evolution. The government should aim its focus on investing or at least to support investment as much as possible; because investments are the only guarantee long-term positive GDP impact and employment growth.

Key words: FED; GDP; Financial crises.

JEL classification: E32.