

# WORKING PAPERS

8

**Jan Iša**

## **GLOBALNE CENTRÁLNE BANKOVÉ SYSTÉMY – – FEDERÁLNY REZERVNÝ SYSTÉM A EUROSISTÉM**

Edícia WORKING PAPERS prináša priebežné, čiastkové výsledky výskumných prác pracovníkov alebo tímov EÚ SAV riešených v rámci výskumných projektov, ktoré môžu byť obsahom aj ďalších publikácií.

AUTORI

**Doc. Ing. Jan Iša, DrSc.**

RECENZENTI

**Ing. Boris Hošoff, PhD.**

**Ing. Ivana Šikulová, PhD.**

Táto práca bola podporovaná Agentúrou na podporu výskumu a vývoja na základe Zmluvy č. APVV-51-037405.

ABSTRAKT

### **Globálne centrálné bankové systémy – Federálny rezervný systém a Eurosystem**

Práca vychádza z analýzy centrálného bankovníctva, jeho histórie a úlohy v modernej ekonomike. Poukazuje pritom na „inštitúciu“ veriteľa poslednej inštancie (Bagehot) a na problém likvidity a solventnosti. Osobitné kapitoly sa zaoberajú Anglickou bankou a dvomi globálnymi systémami centrálného bankovníctva – Federálnym rezervným systémom a Eurosystemom. Zvláštna pozornosť sa pritom venuje ich inštitucionálnej štruktúre, rozhodovaniu, cieľom, nezávislosti, monetárnej stratégii a monetárnej politike Federálnej rezervy a Európskej centrálnej banky. Záverečná kapitola analyzuje vplyv súčasnej globálnej finančnej krízy na centrálné bankovníctvo a stručne nastoľuje potrebu rozšíriť funkcie centrálného bankovníctva o funkciu finančného dohľadu.

**KLÚČOVÉ SLOVÁ:** centrálné bankovníctvo, Anglická banka, Federálny rezervný systém, Európska centrálna banka, Eurosystem, menová politika, globálna finančná kríza

ABSTRACT

### **Global Systems of Central Banking – Federal Reserve System and Eurosystem**

The paper starts from the analysis of central banking, its history and role in modern economy. It refers to the “institution” of the lender of last resort (Bagehot) and to the problem of liquidity and solvency. Special chapters are devoted to the Bank of England and to two global systems of central banking – Federal Reserve System and Eurosystem. Special attention is paid to their institutional structures, decision – making process, targets, independence, monetary strategy and monetary policy of Federal Reserve system and European Central Bank. Last chapter analyses the impact of contemporary global financial crisis on central banking and gives a brief outline of the need to enlarge the functions of central banking, which should perform also the function of financial supervision.

**KEYWORDS:** central banking, Bank of England, Federal Reserve system, European Central Bank, Eurosystem, monetary policy, global financial crisis

**JEL CLASSIFICATION:** E 50, E 51, E 52, E 58, G 01

Za obsah a jazykovú úroveň zodpovedajú autori.

Technické spracovanie: **Iveta Balážová**

Ekonomický ústav SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava, [www.ekonom.sav.sk](http://www.ekonom.sav.sk)

**KONTAKT:** [jan.isa@savba.sk](mailto:jan.isa@savba.sk) tel.: 02/52 49 54 53, klp. 129

© Ekonomický ústav SAV, Bratislava 2008

# OBSAH

ÚVOD .....	5
1. SPORY O PRVENSTVO .....	6
2. CENTRÁLNE BANKOVNÍCTVO .....	10
3. ANGLICKÁ BANKA .....	19
3.1. Vývoj cieľov a funkcií banky v rokoch 1694 – 1914 .....	19
3.2. Roky 1914 – 1992: podriadenosť Anglickej banky .....	23
3.3. Nezávislosť a inflačné cielenie: 1992 .....	27
4. FEDERÁLNY REZERVNÝ SYSTÉM .....	29
4.1. Náčrt histórie .....	29
4.2. Začiatky FRS: hľadanie optimálnej organizačnej štruktúry .....	32
4.2.1. Výbor guvernérov .....	35
4.2.2. Federálne rezervné banky .....	37
4.2.3. Federálny výbor pre voľný trh .....	37
4.3. Veľká depresia .....	39
4.4. Ciele, nezávislosť a zodpovednosť FRS .....	43
4.5. Monetárna politika FRS .....	50
5. EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA .....	55
5.1. Európska centrálna banka, Európsky systém centrálnych bánk a Eurosystem .....	60
5.2. Nezávislosť Európskej centrálnej banky .....	66
5.3. Monetárna stratégia ECB .....	68
6. CENTRÁLNE BANKOVNÍCTVO A GLOBÁLNA FINANČNÁ KRÍZA .....	77
LITERATÚRA .....	86



## ÚVOD

Bezprostredným podnetom k napísaniu tejto štúdie bolo riešenie projektu č. APVV-51-037405 „Nová úloha menovej a fiškálnej politiky v malej, otvorenej a integrovanej ekonomike v ére globalizácie“. K hlavným subjektom globálnej ekonomiky, ktorú v súčasnosti postihla najťažšia krízová porucha od čias Veľkej hospodárskej krízy v 30. rokoch minulého storočia, patria okrem bretton-woodských inštitúcií (Medzinárodného menového fondu a Svetovej banky) globálne systémy centrálného bankovníctva, ku ktorým patrí Federálny rezervný systém a Európska centrálna banka (resp. Eurosystem) spolu s ďalšími gigantmi centrálného bankovníctva – Anglickou bankou a Japonskou bankou.

V štúdiu venujeme pozornosť základnej makroekonomickej charakteristike centrálného bankovníctva, jeho historickému vývoju, úlohám a cieľom, funkcii veriteľa poslednej inštancie, funkcii dohľadu, resp. regulácie a nezávislosti centrálnych bánk. V samostatnej časti sa zaoberáme jednou z dvoch najstarších centrálnych bánk – Anglickou bankou, ktorá si zatiaľ uchovala samostatnosť a nie je členom Eurosystemu.

Dve najrozsiahlejšie časti sme venovali globálnym systémom centrálného bankovníctva – FRS a ECB. Okrem ich vývoja štruktúry, riadenia a nezávislosti sa zaoberáme ich menovou stratégiou a menovou politikou, ktoré majú podobné znaky, ako aj odlišnosti. Najmä táto analýza bude v budúcnosti slúžiť na komparáciu menových politík, ale aj iných činností týchto bankových megasystémov.

Záverečná kapitola sa nemohla vyhnúť hodnoteniu globálnej finančnej krízy a jej vzťahu k centrálnemu bankovníctvu. Aj tieto otázky budú predmetom ďalšieho intenzívneho výskumu, pre ktorý sa na Ekonomickom ústave vytvorili veľmi dobré podmienky. Prispeli k tomu aj pracovníci útvaru hospodárskych a informačných služieb a knižnice vedenej Ing. F. Brunerom. Osobitná vďaka patrí recenzentom tejto štúdie Ing. I. Šikulovej, PhD. a Ing. Borisovi Hošoffovi, PhD. Ich cenné pripomienky uplatníme pri ďalšom spracovaní tejto problematiky.

## 1. SPORY O PRVENSTVO

Jadrom každého moderného bankového systému a napokon každej modernej ekonomiky sú **centrálne banky**<sup>1</sup> (menové, resp. monetárne authority), ktoré vykonávajú spravidla tri základné funkcie:

1. majú monopol na emisiu hotovostných peňazí;
2. realizujú menovú (monetárnu) politiku;
3. regulujú bankový systém a zabezpečujú bankový dohľad.

Centrálne banky sú v porovnaní s ostatnými bankami, ktoré napríklad v Taliansku vznikali už v 12. storočí, relatívne mladé inštitúcie. Osobitne to platí o Európskej centrálnej banke (ECB), ktorá vznikla 1. júna 1997 a 1. januára 1999 začala fungovať ako jadro Eurosystemu a Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB).<sup>2</sup> Ani Federálny rezervný systém (FRS), ktorý vznikol na základe Zákona o Federálnej rezerve (*Federal Reserve Act*), prijatého 23. decembra 1913 Kongresom a toho istého dňa podpísaného prezidentom Woodrowom Wilsonom, nemá dlhú históriu. V čase vzniku FRS už totiž existovalo 20 centrálnych bánk. Počet centrálnych bánk rýchlo narastal najmä v období po druhej svetovej vojne, o čo sa zaslúžil predovšetkým rozpad kolonializmu. Aj v dôsledku rozpadu Sovietskeho zväzu začiatkom 90. rokov minulého storočia došlo k vzniku ďalších centrálnych bánk. V roku 1997, teda tesne pred vznikom ECB, už existovalo 172 centrálnych bánk (Pollard, 2003).

Ktorá centrálna banka sa môže pýšiť historickým prvenstvom? Kam až siahajú korene centrálného bankovníctva?

Podobne ako vo viacerých iných prípadoch týkajúcich sa hospodárskych dejín, aj hľadanie odpovede na túto otázku nie je jednoduché. Nárok na toto historické prvenstvo totiž vznášajú dve centrálny banky, ktoré vznikli v druhej polovici 17. storočia – *Sveriges Riksbank a Bank of England*.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> V niektorých prípadoch možno dokonca hovoriť o systémoch centrálného bankovníctva. To je prípad amerického Federálneho rezervného systému a európskeho Eurosystemu. P. A. Samuelson použil na charakteristiku centrálného bankovníctva hyperbolu Willa Rogersa: „Od vzniku sveta dejiny zaznamenali tri veľké vynálezy: oheň, koleso a centrálny bankovníctvo“ (Samuelson – Nordhaus, 2000).

<sup>2</sup> ECB bola nástupcom Európskeho menového inštitútu (EMI), ktorý bol zriadený 1. januára 1994 s úlohou posilniť spoluprácu centrálnych bánk štátov EÚ a koordináciu ich menových politík, ako aj pripraviť zriadenie Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB), sformovať princípy jednotnej menovej politiky ECB a pripraviť zavedenie spoločnej meny.

<sup>3</sup> Ten, kto sa zaujíma o rôzne súvislosti európskej menovej integrácie, by si mohol položiť otázku: „Je to iba náhoda, že ide práve o centrálny banky tých členských krajín Európskej únie, ktoré nezaviedli euro?“

**Sveriges Riksbank** (Švédská ríšska banka) začala písať svoju históriu už v roku 1656, keď v Štokholme založili súkromnú obchodnú banku Rikets Standers Bank, ktorá v rokoch 1664 – 1668 prešla za pomoci vlády reorganizáciou a jej názov sa zmenil na Riksbank. Aj keď Riksbank bola naďalej od vlády nezávislá (pričom fungovala aj ako obchodná banka), začala pracovať predovšetkým pre vládu.<sup>4</sup> Až v roku 1697 sa z rozhodnutia kráľa previedli jej rozhodovacie právomoci na kráľovho poverenca a názov banky sa zmenil na Sveriges Riksbank. Napriek tomu, že začala vystupovať ako centrálna banka, ponechala si tiež funkcie obchodnej banky, pričom na dlhý čas bola jedinou švédskou obchodnou bankou. Ako centrálna banka sa stala bankou vlády, úverovala štátnu pokladňu a vydávala bankovky. Po dlhom zložitom vývoji (v roku 1824 mohlo na základe existujúceho zákonodarstva napríklad emitovať bankovky okrem Sveriges Riksbank aj deväť súkromných bánk, tzv. Enskilda bánk) získala švédská centrálna banka napokon emisný monopol na základe zákona z roku 1897, t. j. dvesto rokov od spomínaného kráľovského poverenia. K úplnému naplneniu tohto zákona došlo až v roku 1904.

Podľa dátumu založenia (1668) sa teda za najstaršiu centrálnu banku pokladá Sveriges Riksbank.

Vo Veľkej Británii majú na toto prvenstvo trochu iný názor a za najstaršiu centrálnu banku na svete považujú svoju „Starú dámu“. Slávnu **Bank of England** (Anglickú banku) založili síce „až“ v roku 1694 (t. j. 26 rokov po založení švédskej centrálnej banky), ale v jej prípade išlo o „čisto centrálnu“ banku. Takto sa v Anglicku za vlády Viléma III. Oranžského vyhli potrebe „presvedčať“ niektorú obchodnú banku, aby sa premenila na centrálnu banku s povinnosťou úverovať zadlženú vládu. Pravda, cesta od týchto začiatkov k úplnému emisnému monopolu Anglickej banky bola ešte veľmi dlhá.<sup>5</sup>

Oveľa neskôr ako *Sveriges Riksbank* a *Bank of England* začali vznikať centrálné banky v ďalších krajinách, pričom vedúcu úlohu mali európske krajiny. Je zaujímavé,

<sup>4</sup> Veľmi dôležitým je rok 1668, ktorý sa vo Švédsku považuje za rok vzniku prvej centrálnej banky. Na počesť tristoročného výročia svojho trvania Švédská ríšska banka založila v roku 1968 „Cenu Švédskej ríšskej banky v ekonomickej vede na pamiatku Alfréda Nobela“, ktorá sa udeľuje podľa rovnakých pravidiel ako pôvodné Nobelove ceny. Prvú Nobelovu cenu za ekonómiu udelili v roku 1969 R. Frischovi a J. Tinbergenovi.

<sup>5</sup> K hodnoteniu vývoja Anglickej banky, ktorá stále patrí k najvýznamnejším centrálnym bankám sa ešte vrátíme. V literatúre (Revenda, 2001) sa uvádza, že emisný monopol najskôr získala Privilegovaná Rakúska národná banka (1817).

že jednou z prvých krajín, v ktorej sa začalo rozvíjať centrálné bankovníctvo bolo Dánsko,<sup>6</sup> kde už v roku 1736 vznikla súkromná Danmarks Bank (Dánska banka) s právom emisie bankoviek, ktorú v roku 1773 prevzal štát, čím sa stala centrálnou bankou. Po jej krachu v roku 1813 vznikla v roku 1816 nová štátna banka (Riksbank) s právom emisie bankoviek, ktorá sa však po troch rokoch dostala do súkromných rúk, pravda, štát si v nej zachoval značný vplyv. Do 18. storočia siahajú začiatky centrálného bankovníctva aj v Španielsku. Za rok založenia španielskej centrálnej banky sa však považuje až rok 1829, pričom názov Banco de España dostala v roku 1856.

Podnetom k zakladaniu prvých centrálnych bánk boli často finančné potreby panovníka, prípadne vlády, ktorým chýbali peniaze na financovanie vojnových výdavkov. V tomto smere klasický bol prípad Francúzska, kde založil „centrálnu“ banku 18. januára 1800 Napoleon. Banque de France získala najskôr monopol na emisiu bankoviek v Paríži. Tento monopol sa postupne rozširoval až do roku 1848, keď sa uplatňoval v celom Francúzsku. V 19. storočí vznikli v Európe centrálné banky aj vo Fínsku, v Belgicku, Holandsku, Taliansku, Portugalsku a Nemecku.

Za prvú centrálnu banku na území vtedajšej Rakúsko-uhorskej monarchie treba pokladať spomínanú Privilegovanú Rakúsku národnú banku, ktorá vznikla ako súkromná akciová spoločnosť 1. júna 1816. Ako sme už uviedli, o rok neskôr (15. júna 1817) dostala emisný monopol na území Rakúska, pravda, okrem nej emitovalo hotovostné peniaze (štátovky) aj ministerstvo financií. V roku 1867 sa jej bankovky začali prijímať aj v Uhorsku a v roku 1878 bola napokon založená nová centrálna banka – Rakúsko-uhorská banka.

Vzhľadom na vynikajúcu povesť švajčiarskeho bankovníctva trocha prekvapuje, že Schweizerische Nationalbank bola založená až 6. októbra 1905, pričom svoju činnosť začala 20. júna 1907. Hlavným podnetom k jej založeniu bola potreba centralizácie emisie bankoviek.<sup>7</sup>

Pokiaľ ide o založenie centrálnej banky v ČSR, najskôr sa musela uskutočniť menovacia odľuka (postupne boli stiahnuté rakúsko-uhorské koruny, ktoré nahradila československá

<sup>6</sup> Dánsko je vedľa Spojeného kráľovstva a Švédska ďalšou členskou krajinou EÚ, ktorá „váha“ so vstupom do eurozóny.

<sup>7</sup> Ku dňu vzniku Švajčiarskej konfederácie (12. september 1848) na území Švajčiarska bolo 160 rôznych druhov mien a v roku 1881 36 mien (Revenda, 2001).



koruna),<sup>8</sup> pričom funkcie centrálnej banky v rokoch 1919 – 1926 zabezpečoval štátny Bankový úrad ministerstva financií, ktorého hlavnou úlohou bola starostlivosť o novú československú menu. Bankový úrad ukončil svoju činnosť 1. januára 1926, keď svoje povinnosti začala vykonávať Národná banka československá. Na rozdiel od Bankového úradu československá centrálna banka bola súkromnou akciovou spoločnosťou, v ktorej si však štát vlastníaci iba tretinu akcií zabezpečil kontrolu prostredníctvom guvernéra menovaného prezidentom a vládneho komisára menovaného ministrom financií.

Z mimoeurópskych krajín si zasluhuje pozornosť ešte Japonsko, kde podľa vzoru Belgickej centrálnej banky v roku 1882 založili Nippon Ginko. Emisný monopol získala japonská centrálna banka v roku 1890.

Po stručnom náčrte prehistórie centrálneho bankovníctva budeme venovať pozornosť jeho hlavným úlohám.

---

<sup>8</sup> Celková suma obiehajúcich peňazí na území bývalého Rakúsko-Uhorska na začiatku menovej odluky s ČSR bola takmer 40 mld rakúsko-uhorských korún (v júli 1914 to bolo iba 2,1 mld), z čoho sa na území ČSR zachytili bankovky v sume 7,4 mld korún (Faltus, 1986).

## 2. CENTRÁLNE BANKOVNÍCTVO

Prvé centrálné banky vznikali z potreby úverovať panovníka (vládu), spravovať štátny dlh, viesť pre vládu účty a emitovať bankovky. Úlohy centrálnych bánk sa síce postupne rozširovali, ale tieto banky dlho nevykonávali to, čo sa v modernej ekonomickej literatúre označuje ako menová (monetárna) politika.

Pôvodné podnety pre činnosť týchto bánk boli oveľa „prízemnejšie“. Vláda cítila, že v prípade potreby od nich môže získať podporu bez ohľadu na to, či ide o štátnu banku (prípád Pruskej štátnej banky) alebo súkromnú banku (prípád Anglickej banky). Odmenou za finančnú pomoc poskytnutú touto bankou vláde bola často výhodná legislatívna úprava, zabezpečenie monopolnej výhody, napríklad práva emisie bankoviek v určitých oblastiach a pod. V niektorých prípadoch bolo úlohou centrálnych bánk obnoviť hodnotu národnej meny, osobitne keď došlo k menovému rozvratu v dôsledku inflačného financovania vojnových výdavkov. Niektoré centrálné banky (napr. v Nemecku, Švajčiarsku a Taliansku) boli zase založené preto, aby zjednotili (trocha) chaotický systém vydávania bankoviek, prípadne centralizovali, spravovali a chránili zlaté rezervy krajiny a zlepšili platobný systém. S tým boli, prirodzene, spojené určité výhody, napríklad podiel na zisku z razobného. Väčšina ekonomických analýz úlohy centrálnych bánk pred rokom 1900 sa koncentrovala na to, či vydávanie bankoviek a zlaté rezervy krajiny by mali byť centralizované, prípadne ako by túto centralizáciu kontrolovala centrálna banka.

Len čo také centrálné banky vznikli, ich kľúčové postavenie v rámci celého bankového systému, ich „politická“ moc ako bánk vlády, ich ovládanie väčšiny národných zlatých rezerv a – čo je najdôležitejšie – ich schopnosť poskytovať mimoriadnu hotovosť v podobe bankoviek reeskontovaním obchodných zmeniek – to všetko z nich urobilo *banky bánk*. Obchodné banky v nich nielen držali veľkú časť svojich (hotovostných) rezerv, ale sa aj spoliehali na to, že im centrálna banka zabezpečí mimoriadnu likviditu, keď sa dostanú do ťažkostí. Funkcie centrálnej banky ako banky bánk sa, prirodzene, rozvíjali postupne spolu so zmenami v celom bankovom systéme.

Spočiatku sa úloha centrálnej banky pri udržiavaní konvertibility jej bankoviek za zlato alebo striebro ničím neodlišovala od konvertibility zabezpečovanej každou

inou bankou. Jej privilegované zákonné postavenie ako bankára vlády a pri vydávaní bankoviek neskôr, prirodzene, viedlo k vysokému stupňu centralizácie rezerv celého bankového systému v rukách centrálnej banky, ktorá sa takto stala bankou bánk. S touto významnou funkciou bola, prirodzene, spojená zodpovednosť za zdravie celého bankového systému, ktorá centrálnu banku viedla k uplatňovaniu špecifickej formy zámerného monetárneho regulovania.

Toto regulovanie malo dva vzájomne spojené aspekty: a) makroekonomický, bezprostredne súvisiaci so zodpovednosťou centrálnej banky za celkové monetárne podmienky v ekonomike a b) mikroekonomický, vzťahujúci sa na zdravie a postavenie jednotlivých členov bankového systému. Až do roku 1914 toto regulovanie spočívalo v udržiavaní zvoleného kovového, zvyčajne zlatého štandardu, ktorý bol predpokladom stability a zdravia celého finančného systému a napokon celej ekonomiky. Neskôr, keď rôzne ťažkosti a poruchy v 20. storočí rozložili najskôr zlatý štandard a potom aj bretonwoodsky menový systém pevných (pegged) menových kurzov, zmenili sa aj makroekonomické ciele monetárneho regulovania.<sup>9</sup>

Napriek všetkým týmto zmenám (resp. spolu s týmito zmenami) sa ako hlavný princíp činnosti centrálnych bánk postupne presadzovala ***zodpovednosť za zdravie a stabilitu bankového systému***.

Pokiaľ ide o mikroekonomické funkcie centrálnej banky ako hlavného zdroja rezerv a likvidity pre ostatné banky prevláda názor, že tieto funkcie nemôže efektívne vykonávať súkromná banková inštitúcia konkurujúca ostatným, ktorá by bola v konflikte záujmov. Výhody spojené s existenciou inštitúcií zabezpečujúcich mikroekonomické funkcie centrálného bankovníctva sú také zrejmé, že dokonca aj v tých krajinách, kde pôvodne neboli centrálnu banku, vznikla prirodzená tendencia, aby sa tieto funkcie aspoň čiastočne zabezpečili v rámci súkromného sektora. Ako príklad môžu slúžiť klíringové banky (strediská) v USA alebo veľká obchodná banka zabezpečujúca funkcie kvázi centrálnej banky. V dôsledku konfliktu záujmov však nemožno tieto funkcie adekvátne zabezpečiť komerčnými inštitúciami, ktoré si vzájomne konkurujú.

---

<sup>9</sup> Významný podnet k prehodnoteniu makroekonomických cieľov monetárneho regulovania dala, prirodzene, Veľká depresia v 30. rokoch 20. storočia.

Niektoré centrálné banky, najmä tie, ktoré vznikli ako súkromné (napríklad Bank of England, Banca d' Italia, ale aj niektoré, ktoré boli subjektom politického dohľadu, napríklad Bank de France, Commonwealth Bank of Australia) si na dlhší čas uchovali veľkú úlohu v bežnom komerčnom bankovníctve. Napokon však došlo viacmenej prirodzeným spôsobom k tomu, že sa tieto banky prestali angažovať v komerčnom bankovníctve.

Tým, že sa centrálna banka stala konečným zdrojom likvidity a podpory pre súkromné obchodné banky, priniesla im aj určitý stupeň „poistenia“. Toto „poistenie“ však zahŕňa aj určité riziko morálneho hazardu: obchodné banky môžu totiž veriť, že ich centrálna banka bude chrániť pred dôsledkami ich vlastných omylov a preto môžu realizovať veľmi riskantné podnikateľské stratégie.

Táto obava viedla centrálné banky k tomu, že sa – v rôznej miere – angažovali v dohľade nad bankovým systémom a jeho regulácii. Centrálné banky majú teda určitú úlohu pri podpore obchodných bánk, iba centrálna banka môže poskytnúť pomoc ako „*veriteľ poslednej inštancie*“ (lender of last resort). Pomoc, dohľad a regulačné funkcie centrálnej banky pre bankový systém v užšom zmysle a pre širší finančný systém s vládou a súkromnými inštitúciami vytvorenými osobitne na tieto účely sa v jednotlivých krajinách odlišujú. K významným zmenám došlo najmä v 70. a 80. rokoch minulého storočia, keď sa v dôsledku štrukturálnych zmien prelomili bariéry medzi bankovým systémom na jednej strane a ostatnými finančnými sprostredkovateľmi na druhej strane. Vznikol problém ako na tomto poli rozdeliť zodpovednosť medzi centrálnu banku na jednej strane a ostatné vládne kontrolné inštitúcie a poisťovacie agentúry na strane druhej.<sup>10</sup> Súčasná globálna finančná kríza ukázala, že toto odstránenie

<sup>10</sup> V Spojenom kráľovstve sa napríklad vytvorila osobitná Autorita finančných služieb (Financial Services Authority, FSA), ktorá je zodpovedná za obozretný podnikateľský dohľad nad bankami, firmami obchodujúcimi s cennými papiermi, poisťovacími spoločnosťami a finančnými poradcami. FSA je teda zodpovedná za dohľad nad bankovým systémom, poisťovacím sektorom a finančným trhom jedného z najvýznamnejších svetových finančných centier. Vytvorenie FSA explicitne postavilo bankový dohľad mimo centrálnu banku. Na dosiahnutie systémovej stability bolo potrebné od samého začiatku vytvoriť transparentný a úzky vzťah medzi FSA, Anglickou bankou a ministerstvom financií. S týmto cieľom sa prijalo v roku 1997 Memorandum o porozumení medzi FSA, ministerstvom financií a Anglickou bankou. V tomto dokumente sa objasňuje, ako budú tieto tri inštitúcie spolupracovať pri dosiahnutí spoločného cieľa finančnej stability. Okrem iného sa vytvoril Stály výbor týchto troch organizácií, ktorý sa stretáva raz mesačne na úrovni zástupcov, aby prediskutoval jednotlivé prípady a dôležité otázky, ktoré by mohli ovplyvniť finančnú stabilitu Spojeného kráľovstva. V prípade krízy postihujúcej jednu alebo viac finančných spoločností má Stály výbor kľúčovú úlohu pri koordinácii jednotlivých opatrení. Memorandum explicitne vymedzuje každej inštitúcii špecifickú oblasť zodpovednosti. Pokiaľ ide o Anglickú banku, tá je zodpovedná „za celkovú stabilitu finančného systému vrátane monetárneho systému a tvorbu menovej politiky, za infraštruktúru finančného systému (vrátane platobných systémov) a za svoju pripravenosť podniknúť

bariér medzi komerčným a „investičným“ bankovníctvom nebolo veľmi šťastným riešením, pretože zvýšilo krehkosť celého úverového systému. Úspešné väčšinou nebolo ani riešenie funkcie dohľadu a regulovania.

S myšlienkou vymedziť zásady inštitúcie „veriteľa poslednej inštalácie“ prišiel ako prvý anglický bankár a ekonóm Henry Thorton (1760 – 1815). Azda najznámejším autorom týchto zásad sa stal anglický vydavateľ, literárny kritik, ako aj bankár a ekonóm Walter Bagehot (1826 – 1877), ktorého lord Bryce charakterizoval ako „najoriginálnejšieho ducha svojej generácie“. W. Bagehot vychádzal z toho, že funkcia „veriteľa poslednej inštalácie“ má predchádzať lavínovému efektu na finančnom trhu, ktorý môžu vyvolať platobné ťažkosti bánk, poisťovní alebo priemyselných podnikov. Walter Bagehot dáva vo svojom najslávnejšom diele *Lombard Street: A Description of the Money Market* z roku 1873 tento klasický recept: „Nebojte sa počas krízy **povzbudiť likviditu**“ (Dornbusch – Fischer, 1994).<sup>11</sup>

Potreba „veriteľa poslednej inštalácie“ úzko súvisí s charakterom úverového systému. Tento systém je totiž vo svojej podstate **nelikvidný**, aj keď nie **nesolventný**. Rozliční dlžníci totiž môžu v určitom čase splatiť svoje pôžičky, nemôžu to však urobiť na požiadanie. Veľa pasív – napríklad bankové vklady a veľké bežné účty bánk a korporácií – má však krátku dobu splatnosti. Keby všetci veritelia požadovali vo veľmi krátkom časovom intervale svoje aktíva, veľa dlžníkov by nebolo schopných svoje dlhy splatiť a dostalo by sa do platobnej neschopnosti. Ak sa do platobnej neschopnosti z hocijakých dôvodov dostane významná finančná inštitúcia (napríklad veľká banka alebo sporiteľňa) sú postihnutí aj jej veritelia (ďalšie banky, podniky, individuálni vkladatelia a pod.), vzniká panika, ktorá sa lavínovito šíri a začína tzv. run na banku, resp. banky. Výsledkom potom bude zamrznutie krátkodobých úverových kanálov a veľa bankových i nebankových inštitúcií sa stane nelikvidných. Vyústením týchto procesov môže byť napokon finančná (banková) kríza, ktorá, ak vhodne nezasiahne „veriteľ poslednej inštalácie“, by mohla nadobudnúť podobné črty ako finančná kríza v 30. rokoch 20. storočia. Svedkami takéhoto vývoja sme práve v súčasnosti.

---

za mimoriadnych okolností oficiálne podporné operácie, na ktorých sa dohodnú členovia Stáleho výboru“ (*Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe, 2005*).

<sup>11</sup> Americký FRS tento recept mimochodom široko (ale nie veľmi úspešne) využíva pri boji so súčasnou finančnou krízou. Počas Veľkej depresie bol FRS spočiatku pomerne pasívny, čo sa negatívne prejavilo v kríze bankového systému.

Inštitúcia „veriteľa poslednej inštalácie“ by mala byť podľa W. Bagehota založená na týchto zásadách:

1. Jediným veriteľom poslednej inštalácie v bankovom systéme by mala byť centrálna banka. Súčasná prax viacerých vyspelých krajín (uviedli sme príklad Spojeného kráľovstva) sa však odlišuje.
2. Centrálna banka by mala poskytnúť núdzový úver nelikvidnej banke iba dočasne. Úver musí byť krytý odkúpením alebo zástavou dostatočne kvalitných cenných papierov. Núdzový úver môže byť iba krátkodobý a nemal by obmedzovať bežné diskontné úverovanie bánk.
3. Tento núdzový úver sa musí úročiť sadzbou, ktorá je vyššia ako trhové úrokové sadzby. Sankčná sadzba musí byť taká vysoká, aby odradila tie banky, ktoré si môžu požičať na trhu.
4. Uvedené zásady sa musia oznámiť vopred a musia sa prísne dodržiavať aj počas bankovej krízy.
5. Nesolventné banky by sa mali predať za trhovú cenu alebo likvidovať. Straty musia byť predovšetkým akcionári.<sup>12</sup>

Okrem mikroekonomických funkcií zabezpečujú centrálny banky aj plnenie základnej makroekonomickej funkcie, realizujú makroekonomickú monetárnu (menovú) politiku. Hlavným cieľom tejto funkcie v normálnych časoch bolo udržať vnútornú a vonkajšiu hodnotu a tým aj dobrú povest' národnej meny. V časoch rozličných kríz (najmä počas vojen) však finančné potreby štátu všeobecne prevyšujú úroveň nevyhnutnú na udržiavanie finančnej stability, čo vedie k tomu, že menová politika je určovaná tým, ako čo najefektívnejšie<sup>13</sup> mobilizovať financie na podporu naliehavých potrieb štátu. Odhliadnuc od týchto mimoriadnych situácií v normálnych časoch (väčšina 19. storočia, začiatok 20. storočia) bolo dosiahnutie finančnej stability synonymom príslušnosti k zlatému štandardu.

Krach zlatého štandardu v období medzi dvoma svetovými vojnami sprevádzala v mnohých krajinách vysoká nezamestnanosť, klesajúca cenová hladina (deflácia),

---

<sup>12</sup> Pozri Revenda, 2001.

<sup>13</sup> V niektorých prípadoch hľadisko efektívnosti ustupuje celkom do pozadia.

medzinárodný obchod narušený protekcionizmom a rastúca štátna kontrola tokov kapitálu. Za týchto podmienok bola menová politika relatívne bezmocná. Úrokové miery sa podstatne znížili a menová politika strácala účinnosť (situácia pripomínala pascu likvidity). Regulovanie agregátneho dopytu tak pripadlo fiškálnej politike.

Situácia sa zmenila po druhej svetovej vojne. Brettonwoodsky menový systém pevných, ale prispôsobiteľných menových kurzov, povojnová hospodárska obnova Európy a Japonska a liberalizácia medzinárodného obchodu (GATT) uľahčili centrálnym bankám, aby sa postupne vrátili k svojej tradičnej politike udržiavania hodnoty svojich národných mien vo vzťahu k doláru a tým (až do konca 60. rokov) k zlatu. Brettonwoodsky menový systém priniesol spočiatku pozitívne výsledky pri stabilizácii ekonomík členských štátov, aj on však trpel chorobou všetkých systémov fixných menových kurzov. Tieto systémy totiž veľmi komplikujú prispôbovanie ekonomiky, keď sa ceny, obchod medzi krajinami a ich platobné bilancie dostanú do veľkého nesúladu. Vyspelé krajiny neboli v praxi schopné vyriešiť problém tzv. neuskutočniteľnej trojice (impossible trinity) spočívajúci v konfliktnosti trojice makroekonomických politík. Žiadna krajina totiž nemôže súčasne zabezpečiť tieto tri „ciele“: pevný menový kurz, nezávislú menovú politiku orientovanú na domáce ekonomické ciele a voľný pohyb kapitálu. Vždy existujú tri hospodársko-politické alternatívy, pričom každá predstavuje kombináciu dvoch „cieľov“.

Začiatkom 70. rokov sa zlatá konvertibilita dolára dostala v dôsledku globálnej nerovnováhy celého systému pod veľký tlak. K dramatickému vyvrcholeniu došlo napokon 15. augusta 1971, keď prezident R. Nixon oficiálne zrušil pevnú väzbu medzi dolárom a zlatom, čím ukončil brettonwoodsku etapu medzinárodného menového systému. Začal zložitý proces reformy tohto systému, ktorý vyústil do tzv. jamajskej (kingstonskej) dohody uzavretej v januári 1976. Podľa tejto dohody sa stabilita plávajúcich menových kurzov mala dosiahnuť prostredníctvom stability menovej a fiškálnej politiky, a nie fixovaním menového kurzu.

Jamajská dohoda odštartovala proces ďalekosiahlych zmien, ktorý vyústil do súčasného systému menových kurzov, ktorý možno označiť ako *hybridný* (Samuelson – Nordhaus, 1998). Medzinárodný menový fond od roku 1999 rozčleňuje systémy menových kurzov podľa stupňa pružnosti menového kurzu a podľa menovej stratégie.

Z hľadiska pružnosti sa systémy menových kurzov delia na 8 skupín, od systému bez domácej zákonnej meny (eurozóna) a systému tzv. bankovej rady (*currency board arrangement*), až po nezávislý *floating* (napr. Japonsko a USA). Súčasný medzinárodný menový systém teda zahŕňa viaceré systémy menových kurzov zodpovedajúce ekonomickým podmienkam jednotlivých krajín, resp. skupín krajín, čo vyhovuje potrebám vysokoliberalizovanej svetovej ekonomiky v ére globalizácie.

Práve tento hybridný medzinárodný menový systém vytvára pre centrálné banky medzinárodný rámec na realizáciu ich makroekonomických cieľov. Pri formulácii týchto cieľov zohrávajú, prirodzene, významnú úlohu spory hlavných makroekonomických koncepcií ovplyvňujúcich menovú politiku. Až do začiatku 70. rokov (teda do krachu brettonwoodskeho systému) malo vo väčšine vyspelých krajín rozhodujúci vplyv na hospodársku (a teda aj menovú) politiku keynesovstvo (resp. neokeynesovstvo). V USA sa to napríklad prejavilo prijatím Zákona o zamestnanosti (1946), podľa ktorého je federálna vláda zodpovedná za zabezpečenie „maxima zamestnanosti, výroby a kúpnej sily“. Z týchto cieľov v podstate vychádzal aj FRS pri formovaní svojej menovej politiky.

V 70. rokoch sa znova začalo diskutovať o cieľoch a nástrojoch menovej politiky, pričom s novou koncepciou menovej politiky vystúpili najmä monetaristi. Praktická realizácia monetaristického experimentu (nielen v USA, ale aj v Spojenom kráľovstve) však nepriniesla očakávané výsledky a diskusie, do ktorých sa zapojili aj noví keynesovci a postkeynesovci, pokračovali ďalej. Uskutočňovanie menovej politiky komplikovala rastúca nestabilita svetovej ekonomiky, čo sa v monetárnej oblasti prejavilo vo vzťahu medzi peniazmi a nominálnymi dôchodkami, nestabilnou rýchlosťou peňazí a tiež značným kolísaním menových kurzov a úrokových sadzieb. Zoslabla dôvera v tzv. pravidlá, pomocou ktorých možno usmerňovať menovú politiku, ktorá sa v centrálnych bankách väčšiny vyspelých krajín vrátila k „zámernosti“, ktorá systematicky hodnotí veľký súbor tak ekonomických, ako aj monetárnych ukazovateľov.<sup>14</sup>

V posledných rokoch sa vo vyspelých trhových ekonomikách čoraz viac presadzuje názor, že ***jediným hlavným cieľom menovej politiky je stabilita cenovej hladiny*** (vnútorná stabilita meny). Pri jednoznačnej prioritte tohto cieľa má menová politika

<sup>14</sup> K hodnoteniu súčasnej menovej politiky sa vrátíme v častiach venovaných FRS a Eurosystemu.



podporovať aj ďalšie, „vedľajšie“ ciele hospodárskej politiky (ekonomický rast, zamestnanosť, menový kurz), nie však na úkor svojho hlavného cieľa. Tento prístup k cieľom menovej politiky vychádza z poznatkov súčasnej makroekonómie, podľa ktorej základnou podmienkou ekonomického rastu, vysokej zamestnanosti a napokon aj stability menového kurzu v strednom a dlhom období je cenová stabilita.

Jednou z kľúčových otázok centrálného bankovníctva je *nezávislosť centrálnej banky*, t. j. nezávislosť od priameho politického, resp. vládneho vplyvu na uskutočňovanie menovej politiky. Problém nezávislosti centrálnej banky vo vyspelých krajinách naliehavo vystúpil v 70. rokoch a začiatkom 80. rokov 20. storočia. Rozsiahly empirický výskum dokázal, že priemernú infláciu rozhodujúcim spôsobom ovplyvňuje vzťah medzi centrálnou bankou a vládou.

Historický, právny a skutočný vzťah medzi vládou nejakej krajiny a jej centrálnou bankou je veľmi komplexný a má rôzne aspekty – predovšetkým úlohu vlády pri menovaní (a prepúšťaní) členov bankovej rady centrálnej banky, hlasovacie právo vlády (ak je vôbec nejaké) v rade, rozsah, v akom je centrálna banka predmetom rozpočtovej kontroly zo strany vlády, rozsah, v akom centrálna banka musí požičať vláde a či sú v charte centrálnej banky jasne definované ciele menovej politiky.

Najviac sa diskutovalo o dvoch hlavných črtách nezávislosti centrálnej banky. Prvá sa týka tých inštitucionálnych charakteristík, ktoré izolujú centrálnu banku od politického vplyvu pri definovaní jej menovopolitických cieľov. Druhá zahŕňa aspekty, ktoré umožňujú centrálnej banke slobodne uplatňovať svoje zásady pri sledovaní cieľov menovej politiky. Niekedy sa v tejto súvislosti rozlišuje „cieľová nezávislosť“ a „nástrojová nezávislosť“. Nezávislosť, pokiaľ ide o cieľ, sa vzťahuje na schopnosť centrálnej banky určovať ciele menovej politiky bez priameho vplyvu fiškálnej autority. V Spojenom kráľovstve Anglická banka nemá napríklad „cieľovú nezávislosť“, pretože inflačný cieľ určuje vláda. V Spojených štátoch sú ciele pre Federálnu rezervu zasa určené v jej zákonnej charte, tieto ciele sú však opísané v neurčitých pojmoch (napr. maximum zamestnanosti) a ponecháva sa na Federálnu rezervu, aby ich previedla do operačných cieľov. V dôsledku toho má Fed vysokú úroveň cieľovej nezávislosti. Cenová stabilita je určená ako primárny cieľ aj pre Európsku centrálnu banku, ale ECB si

môže slobodne zvoliť, ako tento cieľ interpretovať pomocou špecifického cenového indexu a kvantitatívnej definície cenovej stability.

Nástrojová nezávislosť sa vzťahuje iba na schopnosť centrálnej banky slobodne prispôbovať svoje menovopolitické nástroje pri sledovaní cieľov menovej politiky. Anglická banka nemá napríklad cieľovú nezávislosť, má však nástrojovú nezávislosť. Pri danom inflačnom ciele určenom vládou, si môže zvoliť svoje nástroje bez zasahovania vlády. Federálna rezerva i ECB majú úplnú nástrojovú nezávislosť.

Pri hodnotení nezávislosti centrálnej banky sa často využíva *index nezávislosti centrálnej banky* (Cukierman – Webb – Neyapti, 1992), ktorý vychádza zo štyroch zákonných charakteristík obsiahnutých v charte centrálnej banky. Po prvé, centrálna banka sa pokladá za viac nezávislú, ak jej prezident (guvernér) je menovaný Bankovou radou centrálnej banky a nie vládou, ak nemôže byť prepustený a ak je jeho funkčné obdobie dostatočne dlhé. Tieto aspekty pomáhajú izolovať centrálnu banku od politických tlakov. Po druhé, nezávislosť je tým väčšia, čím viac menovopolitických rozhodnutí sa robí nezávisle od vládneho zasahovania. Po tretie, centrálna banka je viac nezávislá, ak jej charta stanoví, že primárnym cieľom menovej politiky je cenová stabilita. Po štvrté, nezávislosť centrálnej banky je väčšia, ak je obmedzená možnosť vlády vypožičať si od centrálnej banky. Uvedení autori skombinovali tieto štyri charakteristiky do jediného meradla zákonnej nezávislosti. Na základe údajov z 80. rokov minulého storočia dospeli k záveru, že najvyšší stupeň nezávislosti malo vtedy Švajčiarsko, tesne nasledované Nemeckom. Na opačnom konci stupnice bolo Poľsko a bývalá Juhoslávia.

### 3. ANGLICKÁ BANKA

Prvé úvahy o založení centrálnej banky v Anglicku sa objavili v roku 1672 za vlády Karola II. Vlastný projekt centrálnej banky, ktorý sa stal súčasťou programu ekonomickej a politickej stabilizácie Anglicka, sa začal pripravovať až po roku 1688, keď na trón nastúpil Vilém III. Oranžský. Hlavným motívom k založeniu Anglickej banky bola potreba zvýšiť prostriedky na financovanie vojny s Francúzskom. Okrem toho sa pociťovala potreba pomôcť stabilizovať finančnú aktivitu v Londýne, ktorú oslabovali periodické výkyvy v dostupnosti obeživa a úveru. Z niekoľkých návrhov vybrali projekt škótskeho finančníka W. Patersona podporovaného vplyvnými obchodníkmi a finančníkmi z City. Štát na založenie banky získal pôžičku vo výške 1,2 mil. £, pričom veriteľom, ktorí sa stali akcionármi, udelil privilégium na emisiu bankoviek. Táto banka ako právnická osoba vznikla vo forme akciovej spoločnosti v roku 1694 na základe Kráľovskej výsadnej listiny a zákona schváleného parlamentom. Guvernér, jeho zástupca a 24 riaditeľov sa mali voliť účastinármi držiacimi účastiny v hodnote 500 £ a viac.

Zakladaciu listinu podpísali 27. júla 1694 a o niekoľko dní začala svoju činnosť banka s dlhým názvom The Governor and Company of the Bank of England, ktorú neskôr začali označovať kratším názvom Bank of England. (Pôvodný dlhší názov možno aj teraz nájsť na librových bankovkách.) Centrálne banka Spojeného kráľovstva sa na základe jednej karikatúry a neskôr podľa svojho sídla nazýva tiež *The Old Lady (of Threadneedle Street)*. Banka po svojom založení fungovala ako banka pre kráľovskú Korunu (neskôr vládu), viedla jej účty a poskytovala úvery emisiou nových bankoviek (Faltus 1986, Revenda, 2001, Schumpeter, 1967, Goodhart, 2008).

#### 3. 1. Vývoj cieľov a funkcií banky v rokoch 1694 – 1914

Na základe svojej pôvodnej charty banka mohla vydávať bankovky splatné v strieborných minciach, ako aj obchodovať so zmenkami a drahými kovmi. Bankovky centrálnej banky konkurovali iným papierovým prostriedkom výmeny vydávanými ministerstvom financií a súkromnými finančnými spoločnosťami. Okrem toho zákazníci

mohli mať u banky účty, ktoré sa mohli previesť na iných účastníkov prostredníctvom bankoviek vydaných proti depozitným príjmom (známym ako *accomptable notes*), predstavujúcim pôvodnú formu šeku. Jedným z prvých zákazníkov banky bola Kráľovská škótska banka (*Royal Bank of Scotland*), ktorá uzavrela dohodu, že bude v centrálnej banke držať hotovosť od svojho vzniku v roku 1727. Rozšírili sa pôžičky jednotlivcom a spoločnostiam, hlavne vo forme eskontovania zmeniek a Banka poskytla napríklad veľkú pôžičku Holandskej východoindickej spoločnosti.

V roku 1697 bola charta Banky predĺžená na ďalších desať rokov, pričom do nej zahrnuli druhý Bankový zákon (Bank Act), ktorý zvýšil kapitál Banky a zakázal, aby ktorákoľvek iná banka dostala výsady centrálnej banky v Anglicku a Walese. Tento monopol bol ešte zosilnený pri ďalšom predĺžení charty v roku 1708. Postavenie Anglickej banky ako bankára vlády sa konsolidovalo v roku 1715, keď sa rozhodlo, že upísaný vládny dlh sa bude splácať Banke, ktorá má tento dlh spravovať (*the Ways and Means Act*). Banka potom fungovala ako správca dlhu až do roku 1997.

Banka podnecovala využívanie svojich vlastných bankoviek, pričom presvedčila ministerstvo financií, aby zvýšilo denomináciu pokladničných poukážok. Hoci počet súkromných bánk sa do roku 1750 tak v Londýne, ako aj mimo Londýna zvýšil, žiadna z nich nemohla Banke pri vydávaní bankoviek vážne konkurovať. Do roku 1770 sa situácia s vydávaním bankoviek podstatne zmenila. Väčšina londýnskych bankárov prestala bankovky vydávať a na vyrovnávanie vzájomných platieb začala využívať bankovky (a šeky) Anglickej banky, čo viedlo k vzniku klíringového systému.

V Škótsku neexistoval monopol na vydávanie bankoviek. Banky mohli slobodne vydávať bankovky, pričom dominovali dve banky – Škótska banka (*Bank of Scotland*) a Kráľovská škótska banka (*Royal Bank of Scotland*). Niekoľko súkromných bánk vydávalo bankovky v Írsku, kde vznikla v roku 1783 Írska banka (*Bank of Ireland*). Tieto banky sa opierali pri nákupoch striebra a zlata, osobitne v časoch finančných ťažkostí, v rokoch 1783 a 1793 o Anglickú banku.

V 18. storočí a začiatkom 19. storočia vzrástol počet menších bánk v Anglicku a vo Walese, pričom mnohé z nich vydávali vlastné bankovky. Vzhľadom na zákaz akciového podnikania v anglickom bankovníctve kapitál týchto bánk bol spravidla malý a tieto banky sa často dostávali do platobnej neschopnosti, osobitne, keď sa viac

zvýšil dopyt po hotovosti (minciach). Iná bola situácia v Škótsku, kde bolo povolené akciové bankovníctvo a systém bankových pobočiek, čo prispelo k menšiemu počtu úpadkov bánk. Po veľkej bankovej kríze v roku 1825, počas ktorej skrachovalo veľa vidieckych bánk, nový zákon (1826) predlžujúci platnosť bankovej charty zrušil obmedzenia bankovej činnosti do vzdialenosti viac ako 65 míl od Londýna. To viedlo k vzniku niekoľkých akciových bánk, čomu Anglická banka čelila otvorením niekoľkých pobočiek v celom Anglicku.

Vonkajšia podoba bankového systému v Anglicku sa tak začala formovať okolo roku 1830 s Anglickou bankou ako „centrálnou“ bankou. V roku 1833 získali akciové banky konečne povolenie pôsobiť v Londýne, aj keď nemohli vydávať bankovky. Zákon špecifikoval, že bankovky Anglickej banky sú zákonným platidlom a že centrálna banka môže slobodne zvýšiť svoju diskontnú sadzbu (dovtedy zákony o úžere stanovili strop pre úrokové sadzby) ako reakciu na odlev hotovosti. Reakcia centrálnej banky na prílevy a odlevy peňažnej hotovosti, ktorá sa uskutočňovala zmenami jej úrokovej sadzby (a bola známa ako Palmerovo pravidlo), bola vlastne prvou podobou reakčnej funkcie.

Postavenie bankoviek Anglickej banky sa konsolidovalo v dôležitom zákone prijatom v roku 1844, ktorý sa stal známy ako Zákon o bankovej charte (*Bank Charter Act*). Tento zákon zabráňoval všetkým emitentom bankoviek rozširovať vydávanie bankoviek nad existujúce úrovne a zakazoval vznik nových bánk vydávajúcich bankovky.

Zákony z rokov 1844 (Zákon o bankovej charte) a 1845 (tzv. Peelove zákony) sa stali dôležitým medzníkom v histórii Anglickej banky, ktorá na ich základe ako prvá banka na svete získala a začala uplatňovať **emisný monopol** na území Anglicka a Škótska, pravda, na území Škótska mali pri emisii formálnu úlohu tri škótske banky vrátane Kráľovskej banky Škótska. Na území Škótska aj v súčasnosti môžu obiehať libry týchto bánk, ktoré sa vydávajú na základe odkúpenia libier Anglickej banky v pomere 1 : 1, ich množstvo je však obmedzené úrovňou z roku 1845, takže z hľadiska celkovej emisie táto skutočnosť nemá praktický význam. Zákon z roku 1844 tiež rozdelil Anglickú banku na dve samostatné, nezávislé oddelenia – emisné (*Issue Department*) a bankové (*Banking Department*), ktoré disponovali osobitnými fondmi hotových peňazí. Bankové oddelenie vykonávalo čisto bankové operácie a emisné oddelenie

bolo poverené vydávaním bankoviek. Bankovky museli mať solídne krytie v podobe osobitného zlatého fondu, ktorý musel byť stále k dispozícii. Vydávanie bankoviek nekrytých zlatom bolo obmedzené na 14 miliónov £. Množstvo bankoviek v obehu však v rozpore s bankovým zákonom z roku 1844 fakticky nezáviselo od fondu, ktorým boli tieto bankovky kryté, ale od dopytu vo sfére obehu. Počas kríz, v ktorých bol obzvlášť veľký nedostatok peňazí, anglická vláda suspendovala zákon z roku 1844 a zvyšovala sumu bankoviek nekrytých zlatom.

Nie všetci súčasníci súhlasili s rozdelením Anglickej banky na dve oddelenia. Ku kritikom patrili okrem iných T. Tooke (1774 – 1864) a W. Newmarch (1820 – 1882), ktorý v roku 1857 pred výborom Dolnej snemovne o pôsobení bankových zákonov z roku 1844 a 1845 vypovedal: „Prvý nepriaznivý účinok ... tohto odlúčenia obidvoch oddelení“ (banky)“ a rozdvojenia zlatej rezervy, ktoré z neho nevyhnutne vyplývalo, spočíval v tom, že bankové podnikanie Anglickej banky, teda celé odvetvie jej operácií, ktoré ju privádza do priameho styku s obchodom krajiny, sa vykonávalo iba s polovicou predchádzajúcej rezervy. Týmto rozštiepením rezervy došlo k tomu, že len čo sa rezerva bankového oddelenia hoci len trocha zmenšila, bola banka nútená zvýšiť svoju diskontnú mieru. Táto zmenšená rezerva vyvolala teda mnoho náhlych zmien diskontnej miery.“ „... Takýchto zmien bolo od roku 1844“ (do júna 1857) „asi 60, kým pred rokom 1844 ich za také isté obdobie nebol ani tucet“.

Mimoriadne zaujímavá bola aj výpoveď, ktorú pred výborom lordov v roku 1848 predniesol J. H. Palmer (1779 – 1858), člen direktória (1811 až 1857) a guvernér Anglickej banky (1830 – 1833).<sup>15</sup> „V decembri 1825 mala banka už len asi 1 100 000 £ v zlate. Keby bol platil tento zákon“ (z roku 1844), „bola by musela nepochybne vyhlásiť úplný bankrot. Myslím, že v decembri vydala za týždeň bankovky asi za 5 alebo 6 miliónov, a to značne zmiernilo vtedajšiu paniku“. Práve takéto „epizódy“ zrejme ovplyvnili W. Bagehota pri formulovaní už citovaného odporúčania o potrebe stimulovať počas krízy likviditu.

Anglická banka vykonávala v druhej polovici 19. storočia pre štát pokladničnú službu, bola správcom štátneho dlhu a obchodovala so štátnymi obligáciami a pokladničnými

---

<sup>15</sup> Publikované až roku 1858, lebo v roku 1848 bola táto výpoveď považovaná za príliš kompromitujúcu (Pozri Marx, 1987).

poukážkami. Neskôr narastal význam jej vzťahov s obchodníkmi, vlastníkmi manufaktúr a súkromnými bankami. Dôležitou súčasťou transakcií Anglickej banky boli zmenárnické operácie, obchod so zlatom a striebrom, eskont zmeniek a s ním spojená emisia bankoviek. Anglická banka teda postupne vykonávala všetky bežné bankové operácie, ako prvá centrálna banka rozvinula obeh bankoviek, stala sa bankárom bánk a veriteľom poslednej inštancie.<sup>16</sup>

Ako veriteľ poslednej inštancie Anglická banka v roku 1890 organizovala pomoc spoločnosti *Baring Brothers and Co.*, ktorá sa dostala na okraj krachu. Už predtým, v roku 1866 krach diskontného domu *Overend, Gurney and Co.* (OGC) vyvolal finančnú paniku, počas ktorej Anglická banka diskontovala veľké množstvo zmeniek a poskytla značné pôžičky. Napriek tomu sa nevyhla kritike, že nerobila viac, aby sa predišlo panike. Jedným z kritikov bol aj W. Bagehot vo svojej slávnej knihe *Lombard Street*. Krach OGC bol pre Anglickú banku zrejme podnetom k stanoveniu základných zásad pre poskytovanie svojej pomoci ako veriteľa poslednej inštancie.

Až do prvej svetovej vojny Anglická banka sledovala diskontnú politiku, ktorá bola zameraná predovšetkým na udržanie jej zlatých rezerv, pričom konala v podstate nezávisle od vlády. Počas prvej svetovej vojny však vznikli medzi vládou a Anglickou bankou spory, pričom vláda dala jasne najavo, že konečnú zodpovednosť za menovú politiku má ona, a že sa od Anglickej banky očakáva, že bude konať v smere vytýčenom vládou.

### 3.2. Roky 1914 – 1992: podriadenosť Anglickej banky

Prvá svetová vojna sa stala dôležitým medzníkom v dejinách Anglickej banky, ktorá sa musela čoraz viac podriaďovať vláde, resp. ministerstvu financií.

Prvý kľúčový problém, ktorý sa po vojne musel riešiť, bola voľba systému menového kurzu. V Spojenom kráľovstve prevládalo želanie vrátiť sa k predchádzajúcemu systému – zlatému štandardu, pravda, ekonomické podmienky sa v porovnaní s predvojnovými podstatne zmenili, na čo upozorňoval vo svojich kritických prácach

---

<sup>16</sup> Anglická banka sa považuje za historicky prvého veriteľa poslednej inštancie. V súčasnosti môže uskutočňovať oficiálne podporné operácie po diskusií v Stáлом výbore, ktorý tvoria delegáti FSA, ministerstva financií a Anglickej banky.

najmä J. M. Keynes (1883 – 1946). Sporné bolo najmä rozhodnutie vrátiť sa k predvojnovovej parite libry (vo vzťahu k zlatu) napriek tomu, že Spojené kráľovstvo stratilo v dôsledku vojny dôležité trhy i konkurenčnú schopnosť. Nepriaznivý stav platobnej bilancie, vysoká inflácia a nárast štátneho dlhu nevytvárali priaznivé podmienky na obnovu zlatého štandardu.

Po skončení vojny nastúpil extrémne prudký, ale krátky ekonomický boom vystriedaný takisto prudkým poklesom, počas ktorého sa pristúpilo k prísnej menovej politike podnecujúcej defláciu. Situáciu ďalej skomplikoval návrat libry k zlatu pri predvojnovovej parite 4,86 \$ za libru. V porovnaní s podobnými krajinami (nehovoriac o USA) tempo ekonomického rastu v Spojenom kráľovstve v 20. rokoch 20. storočia bolo nízke a nezamestnanosť vysoká, čo súviselo so špecifickými povojnovými problémami (rozpad Rakúsko-Uhorska, nemecké reparácie a pod.).

Ekonomická situácia sa ďalej skomplikovala začiatkom 30. rokov počas Veľkej depresie, ktorá postihla prakticky celý svet. Zlatý štandard, ktorý sa vo všetkých vyspelých krajinách nepodarilo celkom obnoviť, sa ukázal ako životaneschopný menový systém, komplikujúci prechod k oživeniu. Vláda Spojeného kráľovstva sa rozhodla opustiť zlatý štandard v septembri 1931.<sup>17</sup> Od tohto dátumu až do mája 1997 prešlo rozhodovanie o zmenách diskontnej sadzby do rúk vlády pri rozhodujúcej úlohe ministra financií. Banka, prirodzene, mohla predkladať návrhy a hrala dôležitú úlohu vo všetkých diskusiách, rozhodnutia však prijímal minister financií. Od júna 1932 až do novembra 1951 sa uplatňovala politika lacných peňazí, pričom diskontná sadzba sa udržiavala stále na 2 %. M. Norman v roku 1937 vyhlásil: „Som nástroj ministra financií“ (Goodhart, 2008).

Nemenila sa len menová politika, ale aj sama Anglická banka, ktorá sa viac profesionalizovala. Starý systém riadenia, pri ktorom guvernérska stolička cirkulovala medzi riaditeľmi banky, bola nahradená systémom, v ktorom stále vykonával funkciu guvernéra Montagu Norman (1920 – 1944). Aj keď k tomu došlo viac-menej zhodou okolností, Anglická banka získala vysoko profesionálne, aj keď zároveň aj veľmi autoritatívne vedenie.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Guvernér Anglickej banky Montagu Norman sa tohto zasadania vlády nezúčastnil.

<sup>18</sup> V Anglickej banke kolovala nepotvrdená správa, že guvernér Norman v rozhovore s jedným z ekonómov banky vyhlásil: „Vy tu nie ste na to, aby ste mi hovorili, čo mám robiť, ale na to, aby ste vysvetlili, prečo som urobil to, čo som sa už rozhodol urobiť“ (Goodhart, 2008).



V marci 1946 bola Anglická banka znárodnená, pravda, v podstate formálny akt neprinesol podstatné zmeny v jej činnosti s výnimkou toho, že guvernéra a jeho zástupcu menovala vláda na päť rokov s možnosťou jedného predĺženia tohto mandátu.

Vzhľadom na to, že rozhodovanie o menovej politike vrátane stanovenia diskontnej sadzby prešlo na vládu, Anglická banka bola zodpovedná za tri hlavné oblasti. Prvou bolo regulovanie trhov – peňažného, kapitálového a devízového. S tým bola úzko spojená správa štátneho dlhu, ktorý sa počas vojny (vo vzťahu k HDP) podstatne zvýšil.

Ďalšou kľúčovou funkciou banky bola správa devízových rezerv a intervencie na devízovom trhu až do roku 1992, keď bolo Spojené kráľovstvo nútené opustiť ERM (Mechanizmus výmenných kurzov). Banka považovala tieto operácie, ktoré mali trhový charakter, za veľmi dôležité a (na rozdiel od ministerstva financií) sa nazdávala, že vyžadujú špeciálne profesionálne znalosti. Ministerstvo financií však malo iný názor a stavalo sa k týmto operáciám skepticky. Preto je prirodzené, že rôzne návrhy devízových operácií predkladané Anglickou bankou narážali na odpor ministerstva financií. Banka pri týchto sporoch postupovala takticky a jej hlavnou zbraňou bol argument o rozhodujúcej úlohe trhu. Väčšinu diskusií končil predstaviteľ banky vetou: „Ľutujem, pán minister, ale trh takú politiku (t. j. návrhy ministerstva) nebude akceptovať“ (Goodhart, 2008).

Pokiaľ ide o vzťah menovej a fiškálnej politiky, pre Spojené kráľovstvo bolo dlho charakteristické podceňovanie možností menovej politiky. Dokonca aj po opustení politiky ultralacných peňazí v roku 1951 konzervatívnou vládou, ktorá sa dostala k moci, menová politika vrátane diskontnej politiky sa stále považovala za neefektívnu a neistú, pokiaľ ide o jej vplyv na domáci dopyt. Za hlavný hospodárskopolitický nástroj sa preto stále považovala fiškálna politika. V dôsledku toho sa fiškálna politika využívala na regulovanie domáceho dopytu, zatiaľ čo úrokové sadzby sa zvyšovali pri potrebe chrániť platobnú bilanciu počas v podstate pravidelných porúch vonkajšej rovnováhy, pričom inak sa udržiavali na nízkej úrovni s cieľom podporovať investície a uľahčiť vládne financovanie. Výsledkom takej politiky bol systém, v ktorom inflačné tlaky pravidelne ohrozovali tak vnútornú, ako aj vonkajšiu hodnotu (kúpnu silu) meny. Riešením, ktoré presadzovalo ministerstvo financií, bolo doplnenie trhových opatrení

priamymi intervenciami, v prípade vonkajšieho tlaku prostredníctvom devízových kontrol, v prípade monetárnej expanzie zasa prostredníctvom kontrol bankových pôžičiek súkromnému sektoru. V oboch prípadoch potom Anglická banka konala ako administratívny agent ministerstva financií. Banka sa týmto priamym kontrolám bránila, usilovala o ich odstránenie a napokon bola s liberalizačnou reformou úspešná (*Bank of England*, 1971).

Druhotná banková kríza začiatkom 70. rokov dala jasný signál, že Anglická banka musí dať väčší dôraz na svoju tretiu hlavnú funkciu – bankový dohľad a reguláciu. Bezprostredným dôsledkom bola reorganizácia Anglickej banky, ktorá okrem rôznych organizačných zmien viedla k prijatiu Bankového zákona (1979). Tento zákon dával Anglickej banke formálnu právomoc poverovať, monitorovať a kontrolovať banky, uskutočňovať dohľad a za určitých okolností bankám aj zrušiť pôvodné povolenie, čo sa rovnalo jej zatvoreniu. Takéto právomoci predtým banka nikdy nemala.

V bankovníctve medzitým dochádzalo k viacerým dôležitým zmenám - pokračovala liberalizácia (odstránenie priamych kontrol, osobitne devízových v roku 1979) a rozvoj informačných technológií viedol k rastúcej internacionalizácii a napokon globalizácii finančného podnikania. Z viacerých dôvodov, vzťahujúcich sa najmä na rozvoj a inovácie na európskom kapitálovom trhu, osobitne na eurodolárovom trhu, Londýn znovu získal svoje postavenie medzinárodného finančného centra, v dôsledku čoho medzinárodné menové problémy nadobudli pre Anglickú banku osobitný význam.

V polovici 70. rokov sa tak pociťovala potreba zdokonaľiť bankový dohľad tak na domácej, ako aj medzinárodnej úrovni. Bolo potrebné vyjasniť, kde vlastne leží zodpovednosť za dohľad nad medzinárodnými bankami, ako v krehkom, rizikovom a často aj k podvodom náchylnom bankovom podnikaní (najmä pri poskytovaní úverov) predchádzať úpadkom a potenciálnym systémovým krízam.<sup>19</sup>

Hlavným problémom nielen anglickej, ale aj svetovej ekonomiky v 70. a 80. rokoch minulého storočia sa stal boj s infláciou, ktorá dosiahla v mierových časoch nevídanú úroveň. Odzrkadlilo sa to aj v ekonomickej teórii, kde sa objavili nové prístupy k inflácii, ktoré neskôr ovplyvnili aj menovú politiku. Pokiaľ ide o Spojené kráľovstvo,

---

<sup>19</sup> Na tomto poli sa nielen v Spojenom kráľovstve, ale aj v európskom a širšom medzinárodnom meradle dosiahli len čiastkové výsledky. O vážnych medzerách a nedostatkoch celého medzinárodného systému bankového dohľadu najnovšie názorne svedčí súčasná globálna finančná kríza.

obidve hlavné politické strany, labouristická a konzervatívna, Anglická banka i ministerstvo financií dlho zotrúvali na starých prístupoch k inflácii. Neskôr (najmä v súvislosti s rekordnou infláciou v rokoch 1973 – 1975) došlo u niektorých vedúcich konzervatívnych politikov k obratu smerom k monetarizmu.

Keď sa napokon konzervatívna strana dostala v roku 1979 k moci, usilovali sa jej predstavitelia uplatniť v menovej politike (podobne to bolo aj v USA) monetaristický prístup sledovania širokého monetárneho agregátu prostredníctvom Strednodobej finančnej stratégie. Anglická banka s radosťou prijala ukončenie devízových kontrol i priamych kontrol bankových pôžičiek, nikdy však nezdieľala monetaristickú vieru vlády v stanovenie a prísne dodržiavanie cieľov pre rast (rôznych) monetárnych agregátov. Vládnu vieru v monetaristické pravidlo začiatkom 80. rokov oslabili empirické dôkazy o nemožnosti predpovedať vzťah medzi (širokým) monetárnym agregátom a vývojom nominálneho dôchodku. Vláda napokon túto stratégiu (*monetary targetry*) opustila v roku 1986.

### 3.3. Nezávislosť a inflačné cielenie: 1992

Keď Spojené kráľovstvo opustilo v septembri 1992 ERM, vláda a ministerstvo financií znova stáli pred problémom ako regulovať, ako „ukotviť“ (to *anchor*) menovú politiku. Predchádzajúce pokusy zamerané na monetárne agregáty, prípadne na stanovenie cieľov pre menový kurz neboli veľmi uspokojujúce. Medzitým sa v Novom Zélande objavil nový prístup, pri ktorom centrálna banka mohla slobodne meniť úrokové miery s cieľom dosiahnuť mieru inflácie stanovenú spoločne vládou a centrálnou bankou. Tak sa zrodila **stratégia inflačného cielenia** (*inflation targeting*). Tým sa odstránil jeden z hlavných nedostatkov monetaristickej stratégie zameranej na monetárne agregáty, totiž nemožnosť spoľahlivo predpovedať rýchlosť obehu peňazí. Všeobecná stratégia, stanovenie cieľov menovej politiky, zostala v rukách vlády, možnosť meniť úrokové sadzby sa však presunula do rúk centrálnej banky. Táto stratégia potom získala značnú podporu v akademických kruhoch.

Hoci konzervatívni ministri financií v Spojenom kráľovstve sa pohrávali s myšlienkou dať Anglickej banke operatívnu nezávislosť, ministerskí predsedovia (Thatcherová

a Major) to z politických dôvodov odmietli. Proces, v ktorom sa Anglickej banke postupne odovzdávala väčšia nezávislosť pri stanovení menovej politiky, však pokračoval. Inflačné cielenie a operačnú nezávislosť napokon získali aj podporu neskoršieho ministra financií Gordona Browna, ktorý túto strategickú zmenu presadil. To bolo nesporne veľké víťazstvo Anglickej banky, ktoré však neprišlo zadarmo. V tom istom mesiaci, keď sa operatívna nezávislosť dostala do rúk Anglickej banky, tak správa dlhu ako aj bankový dohľad sa oddelili a prešli do osobitného Úradu pre správu dlhu (*Debt Management Office* – DMO) a do už spomínanej Autority pre finančné služby (*Financial Services Authority* – FSA). Tým vznikla nová situácia, v ktorej Anglická banka, FSA a ministerstvo financií ako konečný zdroj každej nevyhnutnej finančnej pomoci musia veľmi úzko spolupracovať – najmä v prípade krízového manažmentu.

## 4. FEDERÁLNY REZERVNÝ SYSTÉM

### 4.1. Náčrt histórie

V histórii USA existuje dlhá tradícia nedôvery k centralizácii moci, s ktorou sa možno stretnúť už u Thomasa Jeffersona. Tretí prezident USA (1801 – 1809) argumentoval nielen proti všeobecným princípom centralizácie moci, ale podobne ako jeho nástupca James Madison (1809 – 1817) kritizoval aj prvé pokusy o založenie centrálnej banky v USA.

Vzhľadom na to, že ústava Spojených štátov neobsahovala explicitné ustanovenie o vytvorení centrálnej banky, je prirodzené, že snaha o založenie centralizovanej národnej emisnej banky v USA sa stala predmetom dlhotrvajúcich sporov. Prvý pokus viedol v roku 1791 k založeniu prvej centrálnej banky – Prvej banky Spojených štátov (*First Bank of the United States*). Proti návrhu, ktorý presadzoval minister financií Alexander Hamilton a ktorý napokon schválil Kongres, kriticky vystupovali práve T. Jefferson a J. Madison. Charta prvej centrálnej banky nebola v roku 1811 obnovená, a Spojené štáty tak ostali bez centrálnej banky, ktorá mala stabilizovať súkromný bankový systém.

Táto situácia netrvala dlho a už päť rokov po skončení činnosti prvej centrálnej banky, t. j. v roku 1816 začala svoju činnosť Druhá banka Spojených štátov (1816 – 1836), v ktorej charte znova ožili Hamiltonove myšlienky, pravda, nie nadhlo. Ani jej licenciu po uplynutí dvadsiatich rokov neobnovili. Pôvodná charta Druhej banky Spojených štátov stanovila, že jej kapitál mal byť 35 miliónov USD, z ktorých jednu pätinu mala upísať federálna vláda. Účastníci mali zvoliť 20 riaditeľov banky a prezident USA mal menovať päť. Nová inštitúcia mala vydávať bankovky v denomináciách nie menších ako 5 USD, ktoré by vláda prijímala na zaplatenie daní; celková hodnota bankoviek nemala prevýšiť 35 miliónov USA, teda kapitál banky. Federálna vláda mala dostať od banky nazad 1,5 milióna USD za udelenie licencie. Po vypršaní charty platnej pre USA si banka zabezpečila novú chartu zo štátu Pennsylvánia (hoci jej sídlo bolo vo Philadelphii) a pokračovala v podnikaní ako štátna banka až do roku 1841, keď musela ísť do likvidácie (Apel, 2003).

Podľa J. Apela charta Druhej banky Spojených štátov nebola obnovená pre politickú nedôveru východného finančného kapitálu a pre požiadavky západných farmárov na zabezpečenie lacného úveru. Boj o predĺženie charty Druhej banky Spojených štátov, ktorý sprevádzal ostrý spor medzi prezidentom banky Nicholasom Biddlom a prezidentom Andrewom Jacksonom (1829 – 1837), zosilnil nedôveru k centrálnemu bankovníctvu a Spojené štáty sa na dlhé desaťročia stali suverénnym štátom bez centrálnej banky. Vo svojej správe zdôvodňujúcej veto (veto message) návrhu na obnovenie charty Druhej banky prezident Jackson vyhlásil banku za neústavnú a odsúdil ju ako nástroj, ktorý dáva finančné výhody a moc malej, nezodpovednej skupine bohatých ľudí žijúcich vo východných mestách a dokonca v cudzích štátoch.<sup>20</sup>

Od 40. rokov 19. storočia až do začiatku 20. storočia v Spojených štátoch na rozdiel od väčšiny európskych krajín neexistovala centrálna banka. Nezávislý pokladničný systém federálnej vlády, ktorý bol vytvorený v roku 1846, bol v podstate iba nástrojom ministerstva financií slúžiacim na prijímanie peňažných prostriedkov a na uskutočňovanie platieb. Naliehavá potreba finančných prostriedkov počas Občianskej vojny (1861 – 1865) viedla v roku 1864 k prijatiu Zákona o národnom bankovníctve (*National Banking Act*) a k vytvoreniu Národného bankového systému. Na základe tohto systému mali „vidiecke banky“ (country banks) držať svoje rezervy vo väčších bankách, nazývaných „rezervné mestské banky“ (*reserve city banks*), ktoré zasa mali držať rezervy v „centrálnych rezervných mestských bankách“ (*central reserve city banks*). Ministerstvo financií sa usilovalo o určitú kontrolu ponuky peňazí tým, že

<sup>20</sup> Pozadie sporov o druhú centrálnu banku v USA zaujímavo opisuje Winston S. Churchill vo svojom historickom diele Veľké demokracie. Píše, že po urovaní sporov federálnej vlády s Južnou Karolínou „nasledoval spor o Federálnu banku, ktorej licencia sa mala obnoviť v roku 1836. Národní republikáni, resp. whigovia, vedení Clayom, by jej udelenie najradšej presadili ešte pred prezidentskými voľbami roku 1832. Od Jacksona sa totiž už dávno očakávalo, že zaútočí na moc bohatých v politike. Postavenie banky zreteľne vypovedalo o ekonomických tlakoch, ktoré trápili americkú republiku. 'Bol to hospodársky konflikt', napísal Charles Beard, 'ktorý sa tváril ako konflikt regionálny; ľudia z poľnohospodárskeho Západu museli platiť východným kapitalistom vysoké úroky za peniaze, ktoré si od nich požičiavali na nákup pôdy a neobozretne špekulovali'. Tento problém sa stal dôležitou predvolebnou témou. Jacksonov triumfálny návrat k moci znamenal v skutočnosti hlasovanie proti *Bank of the United States* (ide o Druhú banku Spojených štátov – J. I.). Márne si banka za svojho poradcu vybrala Daniela Webstera (ktorý mal povest' najimpozantnejšieho rečníka v Senáte – J. I.). Jackson jej prezidentovi (J. Biddleovi – J. I.) oznámil: 'Vašu banku nemám rád rovnako ako všetky ostatné finančné ústavy, ale od chvíle, keď som čítal históriu škandálu okolo *South Sea Bubble* (bublíny Juhopacifickej spoločnosti) mám z bánk vyslovený 'strach'. Odmietol súhlasiť so schválením zákona o obnovení licencie a bez toho, aby počkal do roku 1836 na prirodzený zánik banky, rozhodol sa z nej s okamžitou platnosťou stiahnuť všetky štátne vklady a nechať ich rozoslať lokálnym finančným inštitúciám po celej krajine. Keď potom licencia skutočne vypršala, nikdy ju už neobnovili a v Spojených štátoch takmer tridsať rokov neexistoval centralizovaný bankový systém. Únia západných a južanských politikov sa tak pomstila Severu“. (Churchill, 2006).

zväčšovalo alebo zmenšovalo fondy, ktoré držalo ako vklady v centrálnych rezervných mestských bankách. Na základe Zákona o národnom bankovníctve ministerstvo financií tiež poskytovalo koncesie národným bankám, t. j. bankám s federálnou pôsobnosťou. Roku 1880 viac ako 2 000 národných bánk vydávalo bankovky, v roku 1905 ich bolo viac ako 56 000.

Viaceré finančné otrasy vrcholiace v roku 1907 bankovou krízou, ktorá donútila 243 bánk (vrátane 31 národných) suspendovať svoje platby, znova oživilí návrhy na vytvorenie centrálnej banky. Aj keď túto bankovú paniku dostali pod kontrolu akcie skupiny obchodných bánk vedených J. Pierpontom Morganom, Kongres vytvoril Národnú monetárnu komisiu, ktorá mala mandát navrhnúť zmeny v už existujúcom bankovom systéme.<sup>21</sup>

Pôvodný legislatívny rámec Federálneho rezervného systému sa zakladal na dvoch starých amerických princípoch: nedôvere v centralizovanú moc a rozpornom prístupe k vytváraniu nových vládnych inštitúcií na riešenie nedostatkov súkromného trhového systému. Po niekoľkých rokoch štúdia návrhov predložených komisiou a inými autoritami Kongres prijal 23. decembra 1913 Zákon o Federálnej rezerve, ktorý zahŕňal obidva spomínané princípy, a to vytvorenie regionálneho systému centrálnych bánk kontrolovaných tak súkromným podnikateľským sektorom, ako aj federálnou vládou. Vytvorenie jednej centrálnej banky, ktoré sa navrhovalo v Aldrichovom pláne z roku 1912 (nazvanom podľa republikánskeho senátora zo štátu Rhode Island), bolo predmetom diskusie aj v prezidentských voľbách v roku 1912, kde tento návrh nezískal podporu.<sup>22</sup> Podľa prijatého návrhu vlastníkom oblastných Federálnych rezervných bánk mali byť súkromné obchodné banky, pričom Washington a Federálne rezervné banky mali spoločne spravovať menový systém tak, aby sa vyhol finančným krízam, ktoré by viedli ku kolapsu súkromných obchodných bánk. Na rozdiel od „starej“

---

<sup>21</sup> Vytvorenie Národnej monetárnej komisie, zloženej z obidvoch kongresových strán, obsahoval Aldrichov-Vreelandov zákon (Aldrich – Vreeland Act) z mája 1908. Komisia navrhla vytvorenie Národnej rezervnej asociácie s 15 lokálne kontrolovanými pobočkami, ktoré by „zabezpečovali pružnú emisiu bankoviek založenú na zlate a cenných papieroch“ (Hester, 2008). Tento návrh nebol uzákonený, podobne ako ďalší návrh na zriadenie centrálnej banky s asi 20 pobočkami, ktoré by kontroloval centralizovaný Federálny rezervný úrad zložený hlavne z komerčných bankárov. V diskusii, ktorá predchádzala prijatiu Zákona o Federálnej rezerve, bola dominancia komerčných bankárov odmietnutá v prospech úradu, ktorý mal päť členov menovaných prezidentom a dvoch ex officio členov – ministra financií a kontrolóra obeživa (*Comptroller of the Currency*). Zloženie úradu a jeho vzťah k federálnym rezervným bankám sa podstatne zmenili v roku 1935.

<sup>22</sup> Vo voľbách kandidovali demokrat W. Wilson, ktorý bol zvolený za prezidenta, a republikán W. H. Taft.

nemeckej Spolkovej banky a Európskej centrálnej banky, ktoré boli zriadené, aby vykonávali menovú politiku s primárnym cieľom udržať cenovú stabilitu, Federálny rezervný systém bol vytvorený, aby zabránil *bankovým panikám*. Pri svojom vzniku teda FRS nesledoval ako jeden zo svojich cieľov „cenovú stabilitu“.

FRS sa skladal (a aj v súčasnosti sa skladá) z 12 Federálnych rezervných bánk (New York, Atlanta, Boston, Chicago, Cleveland, Dallas, Kansas City, Minneapolis, Philadelphia, Richmond, San Francisco, St. Louis) koordinovaných Federálnym rezervným výborom vo Washingtone, D. C. Zákon o Federálnej rezerve stanovil, že všetky národné banky sa stanú členmi nového systému a účastníkmi Federálnych rezervných bánk.

Vzhľadom na to, že rezervy boli koncentrované v 12 Federálnych rezervných bankách, zákon podstatne obmedzil povinné rezervy v národných bankách. Prvý FRB bol zriadený 10. augusta 1914 a systém bol otvorený pre bankové operácie 16. novembra 1914.

#### **4.2. Začiatky FRS: hľadanie optimálnej organizačnej štruktúry**

Na základe zákona z roku 1913 bol FRB výlučne verejnou inštitúciou, nie však nezávislou od vlády. Minister financií bol napríklad ex-officio predsedom Výboru, zatiaľ čo jeden z piatich členov vymenovaných prezidentom bol designovaný za guvernéra FRB. Opačne to bolo s oblastnými Federálnymi rezervnými bankami, ktoré neboli verejnými inštitúciami, v každej oblasti ich totiž vlastnili členské (národné) banky (t. j. súkromné obchodné banky). Zákon stanovil, že záležitosti každej Federálnej rezervnej banky spravuje výbor skladajúci sa z deviatich riaditeľov – šiestich zvolených členskými (národnými) bankami a troch vymenovaných Federálnym rezervným výborom vo Washingtone, D. C. Každá z 12 oblastných Federálnych rezervných bánk mala právomoc uskutočňovať operácie na voľnom trhu, reeskontovať cenné papiere z členských bánk a – po preskúmaní a súhlase Federálneho rezervného úradu – stanoviť diskontnú sadzbu.

Prvé roky existencie FRS sa vyznačovali bojom o rozdelenie moci medzi Federálnymi rezervnými bankami a FRB, pričom tieto banky pomerne rýchlo získali značný



stupeň nezávislosti od FRB, ktorý trval na rozdelení právomocí definovaných zákonom o centrálnej banke. Federálne rezervné banky začali dokonca vytvárať administratívnu štruktúru, ktorá nezodpovedala Zákonom o Federálnej rezerve z roku 1913. Litere tohto zákona nezodpovedalo ani to, že každá Federálna rezervná banka menovala vedúceho výkonného úradníka s titulom „guvernér Federálnej rezervnej banky“. Týchto 12 guvernérov potom vytvorilo dôležitú administratívnu jednotku (výbor), tzv. Konferenciu guvernérov Federálnych rezervných bánk. Tento výbor súperil s Federálnym rezervným úradom o kontrolu operácií systému, pričom rýchlo získal významnú úlohu aj pri rozhodovaní o štruktúre a funkciách FRS.

Od samého začiatku každá Federálna banka nakupovala na svoj účet štátne obligácie a bankové akcepty. Tieto decentralizované operácie na voľnom trhu však slúžili viac ako zdroj príjmov než ako nástroj na kontrolu ponuky peňazí v každej oblasti Federálnej rezervy. Zmeny diskontnej sadzby, ktoré musel schvaľovať FRB vo Washingtone, boli hlavným nástrojom ovplyvňujúcim dostupnosť úveru. Tento systém však v praxi fungoval tak, že diskontné sadzby sa odlišovali od jednej oblasti Federálnej rezervy k druhej. Na začiatku 20. rokov 20. storočia Benjamin Strong, vplyvný guvernér Federálnej rezervnej banky New York, tvrdil, že operácie na voľnom trhu by sa mohli využívať na stabilizáciu ekonomiky, museli by sa však koordinovať medzi oblasťami Federálnymi rezervnými bankami pri rozhodujúcej úlohe Federálnej rezervnej banky New York.<sup>23</sup> To viedlo k tomu, že v roku 1923 sa vytvoril Výbor pre investovanie na voľnom trhu (*Open Market Investment Committee – OMIC*), zložený z guvernérov Federálnych rezervných bánk New York, Boston, Philadelphia, Cleveland a Chicago. Guvernéri zvyšných siedmich Federálnych rezervných bánk a členovia FRB vo Washingtone boli z neho teda vylúčení. Tento výbor, vedený samotným

---

<sup>23</sup> Strong mal pomerne jasnú predstavu o tom, ako fungujú operácie na voľnom trhu. Analyzoval tiež menovú politiku a dokazoval, že reštriktívnu menovú politiku by mali vždy uviesť predaje na voľnom trhu nasledované zvýšením diskontnej sadzby. Tu je pravdepodobne pôvod chápania výpožičiek členských bánk a nominálnych úrokových sadzieb ako indikátorov menovej politiky. Nástrojmi menovej politiky sa tak stali operácie na voľnom trhu a diskontná sadzba. Pravda, bol tu pomerne závažný problém, pretože návrhy na zmenu diskontných sadzieb, ktoré požadovali Federálne rezervné banky, vyžadovali súhlas FRB. To zrejme môže vysvetľovať, prečo Strong dával prednosť tomu, aby sa začínalo s operáciami na voľnom trhu. Strong si uvedomoval, že menová politika ovplyvňuje ceny, odmietol však, aby sa nejako legislatívne stanovil cieľ v podobe kvantitatívnej úrovne cien (*targeting of prices*). Jeho analýza však nebola úplná, pretože nezahŕňala prípad, keď banky nie sú čistými vypožičiavateľmi od Federálnej rezervy. Strong zomrel v roku 1928, teda predtým, ako takéto okolnosti vznikli (Hester, 2008).

Strongom, však nemal výlučnú právomoc schvaľovať operácie na voľnom trhu oblasťných rezervných bánk. Federálna rezervná banka New York jednoducho uskutočňovala tieto operácie pre všetky Federálne rezervné banky, teda aj pre seba.

V roku 1930 sa pomer síl medzi piatimi veľkými Federálnymi rezervnými bankami a Washingtonom zmenil. OMIC bol nahradený Konferenciou pre politiku na voľnom trhu (*Open Market Policy Conference – OMPC*) zloženou z guvernérov všetkých 12 Federálnych rezervných bánk a členov FRB. Začiatkom 30. rokov FRB spolu s ministerstvom financií argumentovali v prospech proticyklických opatrení na voľnom trhu, ktoré sa mali využívať pri zhoršovaní ekonomickej situácie. Až do marca 1933, keď vrcholila Veľká depresia a keď sa ujala moci Rooseveltova administratíva spolu s demokratickým Kongresom, sa však neuskutočnili žiadne významnejšie zmeny v organizácii a v operačnom mechanizme FRS. To, prirodzene, napomáhalo ďalšiemu zhoršovaniu ekonomickej situácie a Spojené štáty sa stali jednou z vyspelých krajín najviac postihnutých Veľkou depresiou.

Nové politické sily, ktoré sa v roku 1933 dostali k moci, presadili viaceré dôležité zmeny v bankovníctve všeobecne a vo Federálnom rezervnom systéme osobitne. Išlo o tieto hlavné zmeny:

a) Na základe Bankového zákona (Banking Act), z roku 1933:

- Na poistenie bankových vkladov sa k 1. júlu vytvorila Federálna korporácia na poistenie vkladov (*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*). Všetky banky, ktoré sú súčasťou FRS, musia mať svoje vklady poistené v FDIC.

b) Na základe Bankového zákona z roku 1933:

- Názov Federálny rezervný výbor sa zmenil na Výbor guvernérov Federálneho rezervného systému (*Board of Governors of the Federal Reserve System*) zložený zo siedmich členov, ktorí majú titul guvernér a môžu vykonávať svoju funkciu maximálne 14 rokov. Ak je guvernér raz menovaný, nemôže ho prezident prepustiť. Jeden z guvernérov výboru je menovaný a ustanovený za predsedu Výboru guvernérov na štvorročné obdobie, ktoré sa môže predlžovať, pokiaľ nevyprší jeho celé funkčné obdobie ako regulárneho člena výboru, Minister financií a Kontrolór obeživa už nemôžu byť členmi výboru a nemôžu sa ani zúčastňovať na jeho zasadaniach.

- Konferencia pre politiku na voľnom trhu sa na základe Bankového zákona z roku 1933 premenovala na Federálny výbor pre voľný trh (*Federal Open Market Committee* – FOMC), ktorý sa stal najdôležitejšou zložkou FRS pri formovaní menovej politiky.
- Oblastné Federálne rezervné banky stratili právomoc nakupovať a predávať štátne cenné papiere s výnimkou explicitného povolenia FOMC. Odvtedy iba Federálna rezervná banka New York je poverená FOMC vykonávať v jeho mene operácie na voľnom trhu.

V súčasnosti má Federálny rezervný systém túto štruktúru:

- Výbor guvernérov;
- Dvanásť Federálnych rezervných bánk s 25 pobočkami.<sup>24</sup>
- Federálny výbor pre voľný trh
- Členské (národné) banky

Do FRS sa ďalej zahŕňajú tri poradné orgány – Federálna poradná rada (*Federal Advisory Council*, zal. 1913), Poradná rada klientov bánk (*Consumer Advisory Board*, zal. 1976) a Poradná rada sporiteľní (*Thrift Institutions Advisory Council*, zal. 1980).

Za hlavné zložky FRS možno pokladať Výbor guvernérov, Federálny výbor pre voľný trh a Federálne rezervné banky.

#### 4.2.1. Výbor guvernérov

Strategickým centrom FRS je sedemčlenný Výbor guvernérov (predtým Federálny rezervný výbor), ktorého každý člen musí pochádzať z inej Federálnej rezervnej oblasti. Ako sme už uviedli, členovia výboru sú menovaní prezidentom a schválení Kongresom na jedno štrnásťročné obdobie, pričom sa uplatňuje tzv. rotačný princíp tak, aby sa každé dva roky jeden člen výboru vymenil, čím sa zabezpečuje tak kontinuita,

---

<sup>24</sup> Každá Federálna rezervná banka pôsobí v jednej oblasti zahŕňajúcej niekoľko štátov alebo častí štátov Únie. V oblasti č. 1 napríklad pôsobí Federálna rezervná banka Boston, v oblasti č. 2 Federálna rezervná banka New York a v poslednej oblasti č. 12 Federálna rezervná banka San Francisco. Na čele každej Federálnej rezervnej banky je Výbor riaditeľov (*Board of Directors*), ktorý má 9 členov. Výbor riaditeľov každej rezervnej banky volí prezidenta. Osobitné postavenie má Federálna rezervná banka New York, ktorá ako jediná uskutočňuje aj devízové intervencie (*The Federal Reserve System*, 1939).

ako aj zmena. Člen výboru môže vykonávať svoju funkciu aj dlhšie ako 14 rokov, ak bol znovu menovaný (*reappointed*) po svojom prvom menovaní, ktorým sa iba dovriesilo neukončené funkčné obdobie člena, ktorý rezignoval, alebo zomrel. Rekordérom v dĺžke členstva vo Výbore guvernérov sa stal Alan Greenspan (Muchová – Táncošová, 2004), ktorý bol prvýkrát menovaný za člena Výboru guvernérov v roku 1987, aby dovriesil neukončené funkčné obdobie končiace v roku 1992. A. Greenspan bol potom znova menovaný za člena výboru v roku 1992 na obdobie končiace v roku 2006. Funkciu predsedu Výboru guvernérov A. Greenspan vykonával v rokoch 1987 – 2006 (Goodfriend, 2007).

K hlavným úlohám Výboru guvernérov patrí formovanie menovej politiky, stanovenie základnej výšky diskontnej sadzby a sadzieb povinných minimálnych rezerv, stanovenie pravidiel dohľadu členských bánk a niektoré ďalšie úlohy. Prestíž Federálneho rezervného systému podľa niektorých menových expertov zvýšil Alan Greenspan, ktorý sa počas svojej činnosti vo FRS zaslúžil o modernizáciu menovej politiky v USA. Pod jeho vedením menová politika FRS reagovala na viaceré negatívne šoky - napríklad burzový krach v roku 1987, menové krízy v 90. rokoch minulého storočia (ázijská a ruská menová kríza, latinskoamerické menové krízy), ktoré mali charakter nákazy (*contagion*),<sup>25</sup> a teroristický útok v roku 2001. Pravda, ani A. Greenspan nebol neomylný a nevyhol sa chybám, ktoré sa čoraz viac pripomínajú po vydaní jeho pamätí.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Fenomén nákazy sa chápe ako situácia, pri ktorej menová kríza v jednej krajine zvyšuje pravdepodobnosť menovej krízy v ďalšej krajine (Knoop, 2008). Svedkami podobného procesu sme napokon aj v súčasnosti, keď sa dôsledky hypotekárnej krízy v USA prenášajú do Európy.

<sup>26</sup> Greenspanova povest' veľmi utrpela počas globálnej finančnej krízy, keď viacerí experti poukazujú na to, že podobne ako terajší minister financií USA H. Paulson aj Greenspan v Kongrese často argumentoval proti zavedeniu akejkoľvek kontroly nad tzv. CDS (*credit default swaps*), ktoré slúžili na zaistenie cenných papierov podložených hypotékami. Ukázalo sa však, že CDS nemajú nič spoločné s poistením. Uvoľnená lavína krachujúcich hypoték a na ne viazaných toxických cenných papierov poistených CDS sa rúti do údolia skazy a katastrofy. Renomované finančné inštitúcie (napr. *American International Group* – AIG) neboli zrazu schopné poskytnúť náhradu klientom zaisteným svojimi CDS. Pritom AIG bola skvelá poisťovňa s výnimkou oddelenia špecializovaného na CDS, ktoré katastrofu spôsobilo. Vláda musela AIG zachrániť pôžičkou 85 miliárd USD. CDS sa stal v posledných 10 rokoch nesmierne populárny. Nominálna hodnota CDS kontraktov sa od roku 2001 každý rok zdvojnásobovala a koncom roku 2007 dosiahla závažnú sumu 681 bilióna dolárov, čo predstavuje HDP celého sveta za ostatný rok. Poznámka: Swap predstavuje dohodu medzi dvoma stranami na výmenu dvoch odlišných foriem platobných dlhopisov. Rozlišujú sa dva základné typy swapov: 1. úrokové swapy a 2. menové swapy. Pri úrokovom swape výmena zahŕňa platby denominované v tej istej mene, zatiaľ čo pri menovom swape výmena zahŕňa dve rôzne meny (Pilbeam, 2006).

#### 4.2.2. Federálne rezervné banky

Federálny rezervný systém nemá jednu centrálnu banku (ako je ECB v prípade Eurosystemu), ktorá by bola jadrom celého systému. FRS – tak ako to zodpovedá už jeho názvu – je skutočne **systemom**, ktorého dôležitou súčasťou sú Federálne rezervné banky pôsobiace v jednotlivých oblastiach USA. Spomínali sme už, že tieto banky sú účastinnými spoločnosťami vo vlastníctve členských (národných) bánk. Prijímajú vklady od ďalších bánk, poskytujú im úvery, emitujú bankovky, zabezpečujú medzi-bankový klíring a spravujú štátny dlh. Majú právo stanoviť diskontnú sadzbu odlišnú od iných rezervných bánk, resp. od základnej výšky stanovenej Výborom guvernérov, toto právo však nevyužívajú a postupujú jednotne.

Federálne rezervné banky dosahujú značné zisky a majú nárok na dividendu vo výške 6 %, ako aj na podiel na tzv. razobnom (*seigniorage*). Spomínali sme, že osobitné postavenie má Federálna rezervná banka New York, ktorá pod vedením FOMC od roku 1935 uskutočňuje v rámci Federálneho rezervného systému všetky operácie na voľnom trhu. Aktíva získané z týchto operácií sa držia na účte nazvanom Účet systému voľného trhu (*System Open Market Account – SOMA*). Tieto aktíva vrátane úrokových príjmov sa pridelujú každej z 12 Federálnych rezervných bánk podľa jej podielu na hodnote emitovaných bankoviek.<sup>27</sup>

Na základe alokačnej formuly používanej vo FRS sa odhaduje, že Federálna rezervná banka New York má nárok na 39 % celkovej sumy SOMA bilancii zložených predovšetkým z cenných papierov vlády USA a federálnych agentúr. Toto usporiadanie zabezpečuje, že všetky operácie na voľnom trhu sú centralizované, zároveň však tento systém umožňuje, aby každá oblastná Federálna rezervná banka sa podieľala na úrokoch získaných z aktív odvodených z týchto operácií (tzv. *seigniorage income* – dôchodok z razobného).

#### 4.2.3. Federálny výbor pre voľný trh

Najdôležitejšou zložkou FRS pri formovaní menovej politiky je Federálny výbor pre voľný trh, ktorého členmi sú siedmi členovia Výboru guvernérov (vrátane

<sup>27</sup> Vzorec pre rozdeľovanie úrokových príjmov v rámci Eurosystemu sa odlišuje v tom, že vychádza z podielu jednotlivých národných centrálnych bánk na kapitáli splatenom Európskej centrálnej banke.

predsedu výboru, ktorý je zároveň predsedom FOMC), prezident Federálnej rezervnej banky New York (ktorý je tiež podpredsedom výboru) a prezidenti štyroch ďalších Federálnych rezervných bánk, ktorí rotujú na jednoročnej báze. Prezidenti Federálnych rezervných bánk Cleveland a Chicago sa v členstve vo FOMC vzájomne striedajú a každý z prezidentov ďalších 9 Federálnych rezervných bánk sa stáva členom FOMC raz za tri roky. Všetci prezidenti Federálnych rezervných bánk sa zúčastňujú na diskusiách výboru, ale iba päť z nich má právo hlasovať. Rozhodnutia sa prijímajú jednoduchou väčšinou, pričom každý člen má jeden hlas. V prípade rovnosti hlasov má predseda aj rozhodujúci hlas. Aj keď členovia výkonnej moci federálnej vlády sa nezúčastňujú na zasadnutiach FOMC, existujú pravidelné regulárne informačné kontakty predsedu a ďalších členov Výboru guvernérov FRS na jednej strane s ministrom financií a predsedom Rady ekonomických poradcov prezidenta na druhej strane, pri ktorých si vymieňajú názory na makroekonomické otázky a diskutujú o menovej a fiškálnej politike.

Na ilustráciu uvádzame zloženie FOMC v roku 2002 (Box 1).

#### **B o x 1**

#### **Zloženie Federálneho výboru pre voľný trh (január 2002)**

V januári 2002 sa FOMC skladal z týchto 12 hlasujúcich členov:<sup>28</sup>

Alan Greenspan, Výbor guvernérov, predseda

William J. McDonough, prezident, Federálna rezervná banka New York, podpredseda

Susan Schmidt Bies, Výbor guvernérov

Roger W. Ferguson, Výbor guvernérov

Edward M. Gramlich, Výbor guvernérov

Jerry L. Jordan, prezident, Federálna rezervná banka, Cleveland

Robert D. McFeer, prezident, Federálna rezervná banka, Dallas

Mark W. Olson, Výbor guvernérov

Anthony M. Santomero, prezident, Federálna rezervná banka, Philadelphia

Gry H. Stern, prezident Federálnej rezervnej banky, Minneapolis

Donald Kohn (menovanie predložené Senátu v máji 2002), Výbor guvernérov

Ben Bernanke (menovanie predložené Senátu v máji), Výbor guvernérov

Prameň: Apel, E. (2003): Central Banking Systems Compared.

<sup>28</sup> K „rotujúcim“ členom v tomto prípade patrili McFeer (Dallas), Santomero (Philadelphia), Stern (Minneapolis) a Jordan (Cleveland), ktorý sa strieda s prezidentom Federálnej rezervnej banky Chicago. Ben Bernanke, ktorý v roku 2006 vystriedal vo funkcii predsedu Výboru guvernérov A. Greenspana, je zároveň súčasným predsedom FOMC.

Federálny výbor pre voľný trh uskutočňuje operácie na voľnom trhu s cennými papiermi federálnej vlády a vládnych agentúr a koordinuje devízové operácie. Operácie na voľnom trhu sa uskutočňujú najmä prostredníctvom Federálnej rezervnej banky New York, na ktorú pripadá 90 % emisie peňazí.

Je zaujímavé, že operácie na voľnom trhu, ktoré sú hlavným nástrojom menovej politiky Fed-u, boli vlastne objavené náhodne v 20. rokoch minulého storočia. Ekonomický pokles po prvej svetovej vojne viedol k tomu, že niektorým oblastným Federálnym rezervným bankám (osobitne v poľnohospodárskych oblastiach) hrozil nedostatok peňažných prostriedkov na normálne poskytovanie úveru členským bankám, ktoré súrne potrebovali prostriedky na krytie svojich výdavkov. Preto začali Federálne rezervné banky nakupovať vládne cenné papiere na voľnom trhu, aby tak zvýšili svoje zdroje na poskytovanie úverov. Ukázalo sa, že takto možno pomerne účinne ovplyvňovať podmienky na úverovom trhu. Na základe týchto praktických poznatkov sa nákup a predaj vládnych cenných papierov stal dôležitým stabilizačným nástrojom menovej politiky FRS. Neskôr sa tieto operácie centralizovali vo Federálnej rezervnej banke New York a začiatkom 30. rokov vznikol FOMC (*Cecchetti - O'Sullivan, 2003*). Takto vznikli kľúčové prvky menovej politiky, ktoré sa využívajú aj v súčasnosti.

### 4.3. Veľká depresia

Dôležitým medzníkom vo vývoji amerického centrálného bankovníctva sa stali 30. roky minulého storočia, osobitne Veľká depresia, ktorá odhalila mnohé nedostatky tak v štruktúre FRS, ako aj v menovej politike Fed-u.

Už v roku 1928 sa rozvinula nebývalá špekulácia na burze cenných papierov (sprevádzaná rýchlym rastom priemyselnej výroby trvajúcim až do júla 1929), na čo Federálna rezerva reagovala zvýšením diskontnej sadzby. Tento rast pokračoval a diskontná sadzba dosiahla v októbri 1929 až 6 %, keď došlo k historickému krachu na newyorskej burze cenných papierov.<sup>29</sup> Federálna rezerva, vedená newyorskou Federálnou

<sup>29</sup> Tento krach ohlásil nielen nástup najhlbšej a najničivejšej ekonomickej depresie v dejinách, ale bol zároveň predzvesťou definitívneho krachu zlatého štandardu, o obnovu ktorého sa usilovali predstavitelia anglického a amerického centrálného bankovníctva. V roku 1927 vyvinula napríklad Federálna rezerva úsilie, aby znížením diskontnej sadzby pomohla Spojenému kráľovstvu udržať predaje zlata pri predvojnovom kurze libry. Guvernér FRB New York B. Strong a guvernér Anglickej banky Montagu Norman sa snažili obnoviť zlatý štandard, od

rezervnou bankou zaplnila peňažný trh hotovosťou, čo jej umožnili robustné nákupy vládnych cenných papierov. Výpožičky členských bánk prostredníctvom tzv. diskontného okienka (*discount window*) sa napriek tomu znížili z viac ako jednej miliardy \$ v júni 1929 na 632 miliónov \$ v decembri 1929 a 271 miliónov \$ v júni 1930. Rýchlo sa znižovali diskontné sadzby Federálnych rezervných bánk; newyorská napríklad znížila svoju diskontnú sadzbu zo 6 % v októbri 1929 na 2,5 % v júni 1930. Akciový index Standard and Poor sa síce začínal stabilizovať, ale index priemyselnej výroby pokračoval v poklese a (čo bolo osobitne znepokojujúce) značne sa znížil aj index veľkoobchodných cien.

V polovici roku 1930 Federálne rezervné banky prudko znížili svoje nákupy vládnych cenných papierov, lebo boli presvedčené, že menová politika je dostatočne expanzívna. Viacerí kritici vtedajšej menovej politiky sa nazdávajú, že rezervné banky mali (pri boji so zhoršením konjunktúry) pokračovať v nákupe cenných papierov a ďalej dodávať na trh likviditu.<sup>30</sup> Sú však aj opačné názory, ktoré argumentujú tým, že rýchla expanzia rezerv a vkladov v členských bankách, ku ktorej došlo koncom 30. rokov, mala iba malý efekt na reálnu ekonomickú činnosť. Z toho potom analogicky usudzujú, že aj keby sa stimulačné operácie na voľnom trhu uskutočnili v prvej polovici 30. rokov, neprinieslo by to významnejší efekt. Keďže sa však tieto operácie v uvedenom období neuskutočnili, ťažko ex post uvažovať, aké by boli ich dôsledky. Ponúka sa napríklad myšlienka, že pokračovanie v nákupoch cenných papierov by konjunktúrnú situáciu nezhoršilo a prinieslo by aspoň určitý pozitívny efekt. Pri úvahách o možnostiach menovej politiky Federálnej rezervy v 30. rokoch treba brať zrejme do úvahy aj ďalšie faktory – katastrofálnu situáciu svetového obchodu (ktorá vylučovala, aby USA zvýšili svoj vývoz) a najmä defláciu, ktorá zhoršovala konjunktúrnú situáciu a oslabovala účinnosť menovej politiky. Neprekvapuje, že názory kľúčových inštitúcií zodpovedných v USA za menovú politiku sa vtedy rozchádzali. Zatiaľ čo

---

ktorého očakávali obnovenie poriadku v medzinárodných financiách. Už v roku 1925 newyorská FRB poskytla Anglickej banke zlatý úver v sume 200 miliónov \$ a pokúšala sa udržať v New Yorku nízke úrokové sadzby na podobnej úrovni, ako boli v Londýne. Veľká Británia v roku 1925 revalvovala libru o 10 %, čo malo ničivé ekonomické dôsledky.

<sup>30</sup> Tak mimochodom, Federálna rezerva začala postupovať aj v roku 2007, čím sa usilovala čeliť vážnej hypotekárnej kríze.



Federálna rezervná banka New York chcela pokračovať v predajoch na voľnom trhu, OPMC bola proti tomu, a tak sa urobilo veľmi málo.

Britské opustenie zlatého štandardu (21. septembra 1931) viedlo k rozsiahlemu sťahovaniu zlata a obeživa zo Spojených štátov, ktoré bolo spočiatku sčasti kompenzované nákupmi zmeniek a zvýšenými výpožičkami prostredníctvom diskontného okienka, pravda, za podstatne vyššie úrokové sadzby, čo napokon zodpovedalo spomínaným Bagehotovým odporúčaniam (1873). Úvery Federálnych rezervných bánk však klesli z 2,2 miliardy \$ v októbri 1931 na 1,6 miliardy v marci 1932. V tomto období sa zvyšoval počet bankových úpadkov, rýchlo klesala ekonomická aktivita a pokračoval pokles cien, čím sa ekonomika dostávala do deflačnej pasce. Vo februári 1932 Federálne rezervné banky začali uskutočňovať robustné nákupy vládnych cenných papierov, ktoré viac ako kompenzovali pokračujúce straty zlata a umožnili, aby výpožičky členských bánk klesli do augusta 1932 asi o 50 %. Diskontné sadzby vo Federálnych rezervných bankách New York a Chicago sa znížili na 2,5 % v júni 1932, ale všetky ostatné banky udržiavali svoje sadzby na úrovni 3,5 % až do „prázdnin“ národného bankovníctva (*national banking "holiday"*), ktoré začali 6. marca 1933, keď prezident Roosevelt zavrel všetky banky.

Ide o mimoriadne významnú etapu nielen vo vývoji amerického hospodárstva, ale aj ďalších stránok americkej spoločnosti, ktorá je známa ako New Deal (Nový údel). Je prirodzené, že New Deal sa stal predmetom záujmu mnohých historikov – vrátane tých, ktorí sa zaoberajú hospodárskymi dejinami. Jedným z najvýznamnejších je profesor Harold Underwood Faulkner, ktorý opisuje dramatické udalosti v roku 1933 vo svojej Americkej ekonomickej histórii takto:

Keď sa Franklin D. Roosevelt stal 4. marca 1933 32. prezidentom Spojených štátov v celej krajine prevládala obrovská pesimizmus. Zdalo sa, že nevídaný kolaps, ktorý zasiahol všetky zložky americkej ekonomiky, nemá východisko. Osobitne znepokojujúci bol rozklad úverovej a bankovej infraštruktúry. Viac ako 1 400 bánk v roku 1932 skrachovalo a situácia sa začiatkom roku 1933 ďalej zhoršovala. Tento proces vyvrcholil 14. februára, keď boli zavreté vedúce banky v Detroite a štát Michigan vyhlásil osemdňové bankové moratórium. Rýchlo nasledovali ďalšie štáty a k 2. marcu už bolo v 21 štátoch a obvode Columbia (D. C.) vyhlásené alebo moratórium, alebo

banky fungovali na základe osobitnej regulácie. V deň Rooseveltovej inaugurácie New York a Illinois vyhlásili bankové prázdniny a v najväčších finančných centrách krajiny prestali fungovať burzy cenných papierov a komoditné burzy.

F. D. Roosevelt, ktorý svoje predstavy a plány ako prekonať ekonomickú depresiu formuloval počas prezidentskej kampane iba veľmi všeobecne, začal po svojom nastúpení do úradu prezidenta konať s nevídanou rýchlosťou. Okamžite zvolal Kongres na osobitné zasadanie a 6. marca vyhlásil celonárodné bankové moratórium a dal embargo na vyzdvihovanie a prepravu zlata. Keď sa Kongres 9. marca stretol, prijal Zákon o núdzovom bankovníctve (*The Emergency Banking Act*), ktorý potvrdil vyhlásenie prezidenta a dal mu osobitné právomoci regulovať transakcie v oblasti úveru, obeživa, zlata, striebra a devíz. Splnomocnil tiež ministra financií, aby požadoval uloženie všetkého zlata a zlatých certifikátov v bankách a poveril Kontrolóra obeživa, aby menoval pre každú národnú banku v ťažkostiach správcu, ktorý mal zabezpečiť reorganizáciu takých bánk. Zákon tiež prikazoval, aby národné a štátne banky, ktoré boli členmi Federálneho rezervného systému a boli hodnotené ako zdravé, mohli dostať licenciu a byť znova otvorené. Mnohé znovuotvorené banky získali kapitálové injekcie tak, že mohli predávať prioritné akcie Korporácii pre finančnú rekonštrukciu (*Reconstruction Finance Corporation*). Slepú uličku, do ktorej sa dostalo poskytovanie úveru, pomáhalo prekonať aj rozšírenie právomoci Federálnych rezervných bánk vydávať bankovky. Bankové moratórium oficiálne skončilo 13. marca 1933, keď sa znova otvorili banky, ktoré dostali licenciu (Faulkner, 1960).

Veľká depresia jasne odhalila úplnú neefektívnosť Federálneho rezervného systému, ktorý bol bezmocný pred totálnym kolapsom bankovníctva a zlyhal aj pri svojich opatrných pokusoch o stabilizáciu ekonomiky. Federálna rezerva i celý bankový systém sa museli zásadne reštrukturalizovať a upevniť. Prvým krokom k tomu boli zákony o bankovníctve z rokov 1933 a 1935, na ktoré sme poukázali v predchádzajúcej časti. Hlboká reštrukturalizácia FRS i celého bankového systému boli dôležitou súčasťou Rooseveltovho programu reforiem, ktoré podľa prezidentových slov smerovali k „rovnováhe ekonomického systému“.

D. Roosevelt vyhlásil: „To, čo hľadáme, je rovnováha v našom ekonomickom systéme – rovnováha medzi poľnohospodárstvom a priemyslom a rovnováha medzi

príjemcom mzdy, zamestnávateľom a spotrebiteľom. Hľadáme tiež rovnováhu, ktorá by udržala naše vnútorné trhy bohaté a rozsiahle a umožnila, aby sa náš obchod s inými národmi vzájomne zvýšil“ (Faulkner, 1960).

#### 4.4. Ciele, nezávislosť a zodpovednosť FRS

Federálny rezervný systém nikdy nemal a ani teraz nemá ako svoj jediný *zákonný cieľ* „cenovú stabilitu“. Jeho pôvodný mandát dokonca ani „cenovú stabilitu“ nespomínal. Federálny rezervný systém bol založený v roku 1913, aby zabezpečil zriadenie Federálnych rezervných bánk, pružne dodával obeživo, zabezpečil prostriedky na reeskontovanie komerčných cenných papierov, vytvoril efektívnejší dohľad nad bankovníctvom v Spojených štátoch a na iné ciele (Preambula k Zákonu o Federálnej rezerve z roku 1913.)<sup>31</sup>

Formulácia „pružne dodávať obeživo“ znamenala, že Federálne rezervné banky mali mandát zabezpečovať rezervy, ktoré by sa prispôbovali bežným zmenám v potrebe úveru na financovanie obchodu tak, aby sa predišlo finančným panikám. Inak povedané, oblastné Federálne rezervné banky museli uskutočňovať procyklickú menovú politiku. Počas expanzie, keď bol dopyt po peniazoch vyšší, FRS mal poskytovať viac úveru obchodným bankám a tak zvyšovať ponuku peňazí. Naopak, pri poklese ekonomickej činnosti sa dopyt po peniazoch znížil, systém zabezpečoval menej úveru obchodným bankám, čím znižoval ponuku peňazí. Federálny rezervný systém teda nemal pôvodne mandát na udržiavanie cenovej stability. Jeho tvorcovia sa neznepokojovali inflačným (resp. deflačným) potenciálom akomodačného zabezpečovania úveru, pretože medzinárodný menový systém, založený na zlatom štandarde s voľným pohybom zlata, by podľa ich predpokladu obmedzil inflačné /deflačné/ tendencie.

Všetky pokusy Kongresu v 20. a začiatkom 30. rokov minulého storočia zaviesť „cenovú stabilitu“ ako oficiálny mandát FRS boli zmarené. Proti týmto návrhom vystupovali rôzni predstavitelia FRS tak z Federálnych rezervných bánk, ako aj z Federálneho rezervného výboru. Situácia sa začala meniť až po prijatí Zákona o zamestnanosti

---

<sup>31</sup> Pozri Federal Reserve System (1994): Purpose and Functions, 8th edition. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

z roku 1946.<sup>32</sup> Tento zákon vychádza zo skúsenosti Veľkej depresie, ktorá podkopala dôveru v schopnosť ekonomiky automaticky dosiahnuť rovnováhu na úrovni alebo blízko úrovne plnej zamestnanosti. Kongres sa neobával ani tak inflačných tlakov z nadmerného dopytu, ako skôr opakovania ekonomickej depresie, ktorú by mohol vyvolať pokles vojnových výdavkov po skončení druhej svetovej vojny. Zákon o zamestnanosti explicitne nevyžadoval, aby zákonným cieľom bola cenová stabilita, obsahoval ju však implicitne vo formulácii „maximum kúpnej sily“.<sup>33</sup> Menová politika bola v povojnových rokoch zameraná na podporu cien vládnych obligácií a nemohla sa využívať na boj s infláciou, pretože ministerstvo financií sa nechcelo vzdať možnosti lacného financovania štátneho dlhu. Až v marci 1951 sa dosiahla dohoda, ktorá umožňovala Federálnej rezerve uskutočňovať aktívnu a nezávislú menovú politiku. Pravda, menová politika musela brať do úvahy aj ďalšie dva ciele obsiahnuté v Zákone o zamestnanosti, t. j. „maximum zamestnanosti a výroby“.

V povojnovom období, až do 70. rokov, americkú ekonomiku osobitne netrápili dva hlavné makroekonomické problémy, ktoré sprevádzali prvú polovicu 20. storočia. Situácia sa podstatne zmenila začiatkom 70. rokov, keď Nixonova administratíva musela v auguste 1971 prijať niektoré mimoriadne opatrenia – 90-dňové zmrazenie miezd a cien, suspendovanie predajov zlata, zavedenie dovoznej prirážky a ďalšie.<sup>34</sup> Pozastavenie predajov zlata, vyvolané veľkým odlevom zlata z USA, viedlo k systému plávajúcich menových kurzov, devalváciám dolára a prudkému rastu v dolároch denominovaných cien na medzinárodných trhoch. Prechod od fixných k plávajúcim menovým kurzom bol významným faktorom pri zvýšení úlohy menovej politiky.

Je prirodzené, že na meniace sa ekonomické podmienky reagoval Kongres, ktorý prijal dva nové zákony, jeden (1977) na objasnenie cieľov Federálneho rezervného systému a druhý (1978) na posilnenie Zákona o zamestnanosti (1946). Zákon o reforme

<sup>32</sup> Návrh tohoto zákona predložil senátor James E. Murray už 22. januára 1945, pravda, v jeho formulácii to mal byť Zákon o plnej zamestnanosti (Full Employment Bill). Po dlhých diskusiách, ktoré sa týkali najmä vymedzenia pojmu „plná zamestnanosť“ sa napokon dosiahla dohoda o kompromisnej formulácii, v ktorej sa konštatuje, že „trvalou politikou a zodpovednosťou federálnej vlády je využívať všetky praktické prostriedky... na zabezpečenie maxima zamestnanosti, výroby a kúpnej sily“. (The Employment Act of February 20, 1946, Section 2.)

<sup>33</sup> Pojem kúpna sila má však dva aspekty – vnútorný a vonkajší. V prvom prípade meriame kúpnu silu pomocou cenového indexu, v druhom pomocou menového kurzu.

<sup>34</sup> Ekonomický vývoj sa ďalej skomplikoval v rokoch 1973/1974, keď vypukla ekonomická recesia sprevádzaná stagfláciou, ktorá bola viac-menej odolná voči tradičným formám hospodárskej politiky. Pokiaľ ide o menovú politiku, k jej neúspechu prispeli aj pokračujúcej inovácie na finančnom trhu.

Federálnej rezervy (*The Federal Reserve Reform Act of 1977*) prvýkrát upresnil, že Fed má „efektívne zabezpečiť ciele maxima zamestnanosti, stabilných cien a miernych (*moderate*) dlhodobých úrokových sadzieb“. (*Federal Reserve Reform Act, Section 2A, November 16, 1977*).<sup>35</sup> Zákon o plnej zamestnanosti a rovnovážnom raste z roku 1978 (*The Full Employment and Balanced Growth Act of 1978*) ako ciele národnej hospodárskej politiky zasa stanoví „plnú zamestnanosť a výrobu, rast reálneho dôchodku, rovnovážny rast, vyrovnaný federálny rozpočet<sup>36</sup>... a rozumnú cenovú stabilitu“ (*Federal Reserve System, 1978*). Vzhľadom na to, že FRS musí fungovať v rámci všeobecných cieľov národnej hospodárskej politiky určovanej Kongresom, tento zákon, známy tiež podľa svojich navrhovateľov ako Humprey-Hawkins Act, potvrdzuje existenciu viacerých zákonných cieľov Federálneho rezervného systému. Identifikuje národné ekonomické priority a ciele, orientuje prezidenta na presadenie a Kongres na sformovanie politiky, ktorá by eliminovala zápornú medzeru outputu ako aj infláciu.

Ďalším základným predpokladom efektívneho fungovania moderného centrálného bankovníctva je *inštitucionálna, operatívna a osobná nezávislosť centrálnej banky*.

Federálny rezervný systém formálne získal *inštitucionálnu nezávislosť* od vlády USA, keď po prijatí nového bankového zákona v roku 1935 minister financií a Kontrolór obeživa prestali byť členmi FOMC. Federálna rezerva však nemá zabezpečenú „inštitucionálnu nezávislosť“ od Kongresu. Podľa ústavy USA má totiž Kongres zákonnú právomoc regulovať množstvo a hodnotu peňazí. Prijatím Zákona o Federálnej rezerve v roku 1913 Kongres túto právomoc síce delegoval na Federálny rezervný systém, ponechal si však zodpovednosť za dohľad nad činnosťou FRS, v rámci ktorej môže od predsedu Výboru guvernérov vyžadovať, aby podával svedectvo (*testimony*) na zasadaniach príslušného výboru Kongresu. Kongresový dohľad nad Fedom sa formalizoval pri aplikácii Zákona o plnej zamestnanosti a rovnovážnom raste z roku 1978. Na základe týchto ustanovení FRB musí Kongresu predkladať dvakrát ročne správu obsahujúcu analýzu a prognózu hlavných makroekonomických premenných spolu s rozborom menovej politiky. Analýza menovej politiky má zahŕňať činnosť,

<sup>35</sup> V Kongrese došlo k viacerým pokusom (1989, 1991, 1993, 1995, 1997 a 1999) uzákoniť cenovú stabilitu ako primárny cieľ Federálneho rezervného systému. Ani jedna z týchto iniciatív sa však nedostala z výboru ďalej.

<sup>36</sup> Najmä požiadavka vyrovnaného rozpočtu, ktorú vedela zatiaľ uspokojiť iba Clintonova administratíva, bola viac zbožným želaním ako o modernú makroekonómiu sa opierajúcim cieľom hospodárskej politiky.

ciele a plány FRB a FOMC, od roku 2000 však už neobsahuje ročné cieľové pásma tempa rastu menových agregátov.<sup>37</sup>

Aj keď Kongres pokladá Fed za inštitúciu nezávislú od vlády USA, a nedáva jej osobitné inštrukcie, predsa len určuje rozsah autonómie Fedu a na základe ústavy si udržuje konečnú právomoc riadiť Federálnu rezervu zákonom. Tým sa vytvárajú podmienky pre nenápadnú formu politického tlaku na Fed. Týka sa to hlavne preferencie jednotlivých cieľov menovej politiky – osobitne, keď sa členom príslušného kongresového výboru zdá, že politika udržiavania cenovej stability sa dostáva do rozporu s politikou udržiavania vysokej zamestnanosti. To, prirodzene, nie je možné medzi ECB a Európskym parlamentom, kde správy (*hearings*) podávané Európskou centrálnou bankou príslušnému parlamentnému výboru slúžia iba ako prostriedok na informovanie parlamentu. ECB môže okrem toho vždy argumentovať tým, že jej jediným primárnym cieľom je udržanie cenovej stability, ktorý nemožno nahradiť inými cieľmi.

Ďalším aspektom nezávislosti centrálnej banky je jej **operačná nezávislosť**, ktorej stupeň závisí od toho, či centrálna banka:

- má výhradné zákonné právo operačne definovať obsah svojho mandátu;
- má zákonné právo rozhodovať o stratégii menovej politiky a stanoviť ciele pre nástroje menovej politiky, ako sú krátkodobé úrokové sadzby a operácie na voľnom trhu;
- spolu s vládou využíva svoje rozhodovacie právomoci v oblasti kurzovej politiky, ktorá môže byť v konflikte s menovou politikou centrálnej banky;
- má zákonom stanovenú zodpovednosť za zabezpečenie stability finančného systému, ktorý môže byť v konflikte s jej menovou politikou.

V porovnaní s vysokým stupňom operačnej nezávislosti, ktorým v súčasnosti disponuje ECB, zákonná operačná nezávislosť Federálneho rezervného systému je obmedzená jednak stanovením viacerých menovopolitických cieľov pre činnosť Fed-u a jednak dohľadom zo strany Kongresu. FOMC sa zdráha prijať numerickú definíciu cenovej stability z obavy, že by mohol byť vystavený kritike Kongresu vždy, keď sa môže zdať, že cieľ „cenovej stability“ sa v krátkom období dostáva do konfliktu s cieľom

---

<sup>37</sup> Vývoju týchto agregátov ako sprievodcu menovej politiky sa v skutočnosti venovala malá pozornosť už od konca 80. rokov 20. storočia.

udržať „maximálnu úroveň zamestnanosti“. Namiesto toho sa Federálna rezerva rozhodla operačne definovať cenovú stabilitu nepriamo. A. Greenspan, bývalý predseda Výboru guvernérov FRS, vyhlásil, že cenová stabilita by sa mohla široko chápať tak, „že očakávané zmeny v priemernej úrovni cenovej hladiny sú dostatočne malé a dostatočne postupné, v dôsledku čoho materiálne nevstupujú do finančných rozhodnutí podnikov a domácností“ (Greenspan, 1989). Podobne postupoval aj FOMC, ktorý interpretoval cieľ zabezpečenia „maximálnej zamestnanosti“ ako ekvivalent zabezpečenia dlhodobého „udržateľného rastu“, čo sa zrejme vzťahuje na stav, keď je agregátny dopyt v dlhom období blízko potenciálnej úrovne agregátneho outputu. Na rozdiel od ECB, ktorá definuje dlhodobý udržateľný ekonomický rast eurozóny približne v pásme 2 až 2,5 % ročne, Federálna rezerva tento údaj oficiálne neoznamuje.<sup>38</sup>

Federálna rezerva má však zabezpečenú operačnú nezávislosť pri rozhodovaní o nástrojoch menovej politiky, čo zahŕňa operácie na voľnom trhu, diskontnú sadzbu a cieľ pre úrokovú sadzbu z federálnych fondov (jednodňovú medzibankovú sadzbu), ktorá je jej hlavným nástrojom na usmerňovanie krátkodobých, trhom určených úrokových sadzieb.<sup>39</sup> Do polovice roku 2000 sa uplatňovala odlišná – monetaristická stratégia menovej politiky, na základe ktorej Výbor guvernérov FRS a FOMC udržiavali dlhodobý rast menových a úverových agregátov v súlade s dlhodobým potenciálnym rastom výroby tak, aby sa efektívne zabezpečili ciele maxima zamestnanosti, stabilné ceny a primerané (moderate) dlhodobé úrokové sadzby.<sup>40</sup> K závažnej zmene došlo v roku 2000, keď sa na základe nových zákonných úprav prestalo od FOMC vyžadovať, aby stanovil ciele pre pásma menových agregátov. Tým vlastne oficiálne skončila „zlatá éra monetarizmu“ v menovej politike Federálnej rezervy, čoho predzvesťou bola

<sup>38</sup> A. Greenspan neoficiálne oznámil, že toto číslo by malo byť okolo 4 % ročne, pričom vychádzal z technologických zmien, ku ktorým v USA došlo od polovice 90. rokov minulého storočia.

<sup>39</sup> Zákon o monetárnej kontrole z roku 1980 dal Výboru guvernérov právo rozhodovať o uvalení povinných rezerv na všetky depozitné inštitúcie a o stanovení, resp. zmene ich podielu. Kongres zároveň od Fed-u v období od roku 1978 do polovice roku 2000 vyžadoval, aby stanovil ročný cieľ pre tempá rastu menových agregátov ako súčasť svojej menovej stratégie a aby vysvetlil všetky odchýlky menových agregátov od vyhlásených cieľov. Táto povinnosť vyplývala zo Zákona o plnej zamestnanosti a rovnovážnom raste z roku 1928.

<sup>40</sup> V Humphreyovom – Hawkinsovom zákone sa Výboru guvernérov FRS konkrétne ukladalo, aby Kongresu dvakrát ročne (nie neskôr ako 20. februára a 20. júla) oznámil ciele a plány (tak svoje, ako aj Federálneho výboru pre voľný trh), pokiaľ ide o pásma rastu alebo poklesu menových a úverových agregátov na príslušný kalendárny rok.

malá pozornosť, ktorá sa týmto agregátom ako kľúčovým nástrojom menovej politiky venovala už od konca 80. rokov.<sup>41</sup>

Inštitucionálna nezávislosť centrálnej banky by nemala veľký význam, ak by vláda, resp. jej orgány, ktoré ustanovujú, alebo navrhujú členov riadiacich orgánov centrálnej banky, mohli vykonávať nepriamy politický tlak na týchto členov. Právo týchto vládnych orgánov ľubovoľne prepúšťať člena riadiacich orgánov centrálnej banky, alebo neobnovovať mu funkčné obdobie, je jednou z ciest ako možno nepriamo politicky ovplyvňovať jednotlivých členov riadiacich orgánov banky. Tomu má zabrániť *osobná nezávislosť* členov rozhodovacích orgánov centrálnej banky, ktorú možno zabezpečiť najmä stanovením doby výkonu funkcie. Pokiaľ ide o FRS, platí tu princíp, že členov Výboru guvernérov Federálnej rezervy nemôže odvolať prezident USA, ktorý ich so súhlasom Senátu ustanovil. Iba Kongres má právo dať podnet k prepusteniu člena Výboru guvernérov a tento proces dokončiť, pravda, Kongres toto právo doteraz nikdy nevyužil. Prezidenta Federálnej rezervnej banky, ktorého ustanovil deväťčlenný výbor riaditeľov banky so súhlasom Výboru guvernérov FRS, možno prepustiť na želanie jej výboru riaditeľov, pričom dôvody tohto rozhodnutia sa oznamujú v liste Výboru guvernérov FRS. Od roku 1935 však dôvody na prepustenie nemožno spájať s názormi prezidenta Federálnej rezervnej banky na menovú politiku, ktoré zastáva vo svojej funkcii ako člen FOMC. Podľa Bankového zákona z roku 1935 však prezident Federálnej rezervnej banky ako člen FOMC nesmie konať ako predstaviteľ banky, ktorá ho do tejto funkcie ustanovila a nesmie od nej prijímať inštrukcie. Pri publikovaní správ zo zasadania FOMC, ktoré obsahujú hlasovanie každého člena výboru a argumenty každého nesúhlasiaceho člena, členovia FOMC majú menší stupeň zákonnej osobnej nezávislosti ako členovia vedúcich orgánov ECB.

K ďalším dôležitým črtám efektívneho fungovania centrálnej banky patrí *transparentnosť a zodpovednosť*. Stupeň transparentnosti centrálnej banky sa vzťahuje na počet cieľov stanovených banke, na presnosť operačnej definície týchto cieľov, zrozumiteľnosť stratégie menovej politiky využívanej centrálnou bankou na dosiahnutie definovaných cieľov, jednoduchosť nástrojov používaných na realizáciu menovopolitickej

---

<sup>41</sup> K týmto otázkam sa vrátíme v časti o stratégii menovej politiky Fed-u.



stratégie banky a na množstvo, aktuálnosť a kvalitu informácií poskytovaných verejnosti o tom, ako sa realizovali rozhodnutia o menovej politike.

Až do roku 1967 FOMC neinformoval verejnosť o svojich menovopolitických opatreniach. Jedinou požiadavkou na Federálnu rezervu, obsiahnutou v Bankovom zákone z 23. augusta 1935, bolo publikovanie menovopolitických opatrení FOMC uskutočnených počas predchádzajúcich 12 mesiacov v Ročnej správe Výboru guvernérov Kongresu. Situácia sa zmenila v roku 1967 v súvislosti s prijatím Zákona o slobode a informáciách. FOMC sa rozhodol zmeniť pravidlá o dostupnosti informácií a od polovice roku 1967 poskytoval verejnosti informácie o svojich zasadaniach, pravda, s určitým oneskorením. Tento systém sa postupne zlepšoval, ale používaná terminológia nebola vždy veľmi transparentná. Správy o zasadaniach FOMC zahŕňajú podrobné hodnotenie amerických a medzinárodných ekonomických a finančných podmienok založené na všetkých informáciách dostupných v čase zasadania FOMC. Správy informujú, ako sa na zasadaní hlasovalo, a zhŕňajú diskusiu, ktorá viedla k rozhodnutiam. Uvádzajú sa tu aj členovia výboru, ktorí nesúhlasili s prijatým rozhodnutím, pričom sa uvádzajú ich argumenty. Od marca 2002 informácia vydaná bezprostredne po každom zasadaní obsahuje okrem mien nesúhlasiacich aj nimi navrhovanú cieľovú sadzbu z federálnych fondov (*target federal funds rate*). Pravda, rozhodnutia výboru sa zvyčajne prijímajú jednohlasne. Tieto správy vydávané bezprostredne po zasadaní FOMC na tlačovej konferencii nesprevádzajú žiadne komentáre.

V demokratických krajinách centrálna banka podobne ako všetky vládne inštitúcie musí byť zodpovedná ľudu buď priamo alebo nepriamo – prostredníctvom svojich predstaviteľov. Výbor guvernérov FRS (na rozdiel od ECB, resp. nemeckej Spolkovej banky pred vznikom eurozóny), ktorý je objektom dohľadu Kongresu a ktorého inštitucionálna nezávislosť je preto obmedzená, je zodpovedný ľudu nepriamo prostredníctvom Kongresu. V prípade Spolkovej banky pred vznikom eurozóny a v podstate aj v prípade ECB – vzhľadom na vysoký stupeň inštitucionálnej nezávislosti – možno hovoriť o priamej zodpovednosti.

#### 4.5. Monetárna politika FRS

Každá centrálna banka vo svojej činnosti vychádza zo stanoveného cieľa, resp. (v prípade Federálnej rezervy) cieľov, ktoré má dosiahnuť a zabezpečiť. Na dosiahnutie tohto cieľa (cieľov) vedenie centrálnej banky spravidla definuje súhrn postupov, ktorými sa jej činnosť má riadiť. Tieto postupy tvoria *stratégiu menovej politiky* (menovú stratégiu).

Od polovice 70. rokov do konca 80. rokov minulého storočia FRS využíval na dosiahnutie svojich dvoch základných cieľov – cenovej stability a udržateľnej miery rastu outputu – modifikovanú formu menového cielenia (*monetary targeting*).<sup>42</sup> Táto stratégia nemala nikdy podobu jednoduchého stanovenia samotného menového cieľa (*monetary target*). Spájal sa v nej menový cieľ (menové agregáty) s cieľovou hodnotou pre operatívny nástroj, ako je sadzba z federálnych fondov a vypožičané alebo nevypožičané rezervy. Od roku 1975 do roku 1978 menová politika využívala menové ciele spolu s cieľovou sadzbou z federálnych fondov (jednodňovou medzibankovou sadzbou); od roku 1979 do roku 1989 sa využívali menové ciele (menové agregáty) najskôr spolu s cieľovou hodnotou pre nevypožičanú rezervu a neskôr pre vypožičanú rezervu. Od roku 1990 až do súčasnosti sa v menovej stratégii prestala zdôrazňovať rozhodujúca úloha menových agregátov, ktorú nahradila analýza širokého okruhu ekonomických a finančných ukazovateľov, ktorá slúži na stanovenie sadzby z federálnych fondov ako operatívneho nástroja. Inak povedané, skončila sa zlatá éra monetarizmu, ktorú ohlásila rezolúcia Kongresu v marci 1975.<sup>43</sup>

V dôsledku rastúcej neistoty prejavujúcej sa vo vzťahu medzi úzkou definíciou peňazí a „nominálnou“ ekonomickou aktivitou Federálna rezerva prestala od roku 1986 určovať menový agregát  $M_1$  a rozšírila ročné pásma rastu  $M_2$  a  $M_3$ . Od začiatku 90. rokov tiež viac reagovala na signály vzťahujúce sa na očakávaný budúci vývoj outputu vo vzťahu k jeho potenciálnej úrovni ako na signály týkajúce sa menových

<sup>42</sup> Menové cielenie je jednou z foriem transmisného mechanizmu menovej politiky, a to menovým transmisným mechanizmom. Okrem menového transmisného mechanizmu existuje aj úverový a kurzový transmisný mechanizmus, ako aj ich modifikácie. Každý transmisný mechanizmus menovej politiky charakterizujú (pri daných nástrojoch a konečných cieľoch menovej politiky centrálnej banky) operatívne kritériá a sprostredkujúce kritériá (strednodobé medziciele). (Revenda, 2001.)

<sup>43</sup> Nie náhodou práve v roku 1976 dostal Nobelovu cenu za ekonómiu profesor Milton Friedman „za svoj príspevok k analýze spotreby, k peňažnej histórii a teórii, ako aj za svoje skúmanie komplexnosti stabilizačnej politiky“ (Jonáš a kol., 1994).

agregátov. Na základe zákona prijatého Kongresom v roku 1995<sup>44</sup> sa od polovice roku 2000 prestali uplatňovať niektoré časti Zákona o plnej zamestnanosti a rovnovážnom raste. Od FOMC sa už nevyžadovalo, aby stanovil ročné ciele pre široké menové agregáty a povinne ich prezentoval na zasadaniach orgánov Kongresu. Podobne od júla 2000 Federálna rezerva už nedefinuje monetárne agregáty ako súčasť svojej monetárnej stratégie, pričom Výbor guvernérov argumentoval tým, že „tieto pásma počas mnohých rokov neposkytovali užitočné kritériá na realizáciu menovej politiky. Napriek tomu FOMC verí, že správanie peňažných a úverových agregátov bude mať naďalej význam pri hodnotení ekonomických a finančných podmienok“ (*Federal Reserve System*, 2000).

Začiatkom 90. rokov sa zmenil hlavný operačný nástroj Fed-u. Namiesto vypožičaných rezerv sa dôraz preniesol na cieľové regulovanie **sadzby z federálnych fondov**.<sup>45</sup> Vzťah medzi vypožičanými rezervami a sadzbou z federálnych fondov sa oslabil v dôsledku podstatného obmedzenia povinných minimálnych rezerv, odstránenia diskontného okienka a obáv verejnosti o finančné zdravie depozitných inštitúcií. Fed už nemohol kontrolovať sadzbu z federálnych fondov stanovením cieľových pásiem pre vypožičané rezervy. V tomto novom prostredí Federálna rezerva postupne prešla ku kontrole sadzby z federálnych fondov namiesto stanovenia cieľových pásiem pre množstvo vypožičaných rezerv.

Menová stratégia Fed-u vcelku vychádza z tzv. Taylorovho pravidla<sup>46</sup> a reguluje krátkodobú nominálnu úrokovú sadzbu tak, aby sa zvyšovala alebo znižovala premenná

<sup>44</sup> Federal Reports Elimination a Sunset Act.

<sup>45</sup> Trh federálnych fondov (federal funds market) predstavuje neformálny trh, na ktorom sa obchoduje s rezervami bánk FRS. Banka, ktorá má prebytok vkladov v regionálnej Federálnej rezervnej banke nad svojimi zákonnými rezervami (*legal requirements*) môže predávať (požičiavať) časť týchto vkladov, spravidla na jeden deň inej banke, ktorá má deficit rezerv. Peniaze požičané jednou bankou druhej sa nazývajú federálne fondy, pretože právne sú v rukách Federálneho rezervného systému, takže sa iba prevádzajú z účtu jednej komerčnej banky na účet druhej banky (*The McGraw-Hill Dictionary of Modern Economics*, 1965). Sadzba z federálnych fondov (*federal funds rate*) predstavuje priemernú krátkodobú úrokovú sadzbu na medzibankovom trhu z nezaistených „ceznočných“ (teda jednodňových) pôžičiek poskytovaných medzi bankami navzájom alebo priamo Federálnymi rezervnými bankami (Reveda, 2001).

<sup>46</sup> Taylorovo pravidlo možno písať takto:

$$r_t = r^* + \alpha (y_t - y^*) + \beta (\pi_t - \pi^x)$$

kde

$r_t$  je bežná úroková sadzba definovaná ako nominálna reálna úroková sadzba mínus cieľová miera inflácie, t. j.  $(i_t - \pi^x)$ , kde  $i_t$  je nominálna úroková sadzba, ktorá je menovopolitickým nástrojom Fed-u;

$r^x$  je dlhodobá rovnovážna hodnota reálnej úrokovej sadzby („neutrálna sadzba“);

$y_t$  je bežná reálna hodnota agregátneho dopytu;

reálnej úrokovej sadzby nad alebo pod jej neutrálnu mieru v závislosti od toho, či je medzera outputu a inflačná medzera (meraná príslušným koeficientom) kladná alebo záporná.

Všetky menovo-politické nástroje Fed-u sa centralizujú v rukách Obchodnej sekcie (*Trading Desk*) Federálnej rezervnej banky New York, pričom všetky operácie na voľnom trhu uskutočňované hlavnými obchodníkmi s cennými papiermi v New Yorku sa dostávajú do Systému účtov voľného trhu (SOMA) takisto zabezpečeného newyorskou FRB. Táto prax sa odlišuje od existujúcej organizácie Eurosystemu, kde všetky národné banky eurozóny sa podieľajú na výkone operácií na voľnom trhu.

Sadzba z federálnych fondov sa ako hlavný operačný nástroj Federálnej rezervy<sup>47</sup> využíva na regulovanie fondov, ktoré si navzájom požičiavajú, resp. vypožičiavajú depozitné inštitúcie na udržanie tak povinných rezerv, ako aj odčerpanie prebytočných rezerv. Od prijatia Zákona o monetárnej kontrole v roku 1980 Výbor guvernérov FRS vyžaduje od všetkých depozitných inštitúcií (komerčných bánk, sporiteľní, úverových združení, družstevných úverových jednôt, pobočiek a agentúr zahraničných bánk), aby držali určitý podiel svojich vkladov ako *povinné rezervy*. Federálna rezerva neplatí úrok ani z povinných rezerv ani z prebytočných rezerv, ktoré majú depozitné inštitúcie na účtoch v obvodných Federálnych rezervných bankách.

Ďalším nástrojom FRS bola *diskontná sadzba*, ktorú stanovil Výbor guvernérov na požiadanie každej obvodnej Federálnej rezervnej banky. Diskontná sadzba uľahčovala prispôsobovanie bilancií jednotlivých bánk, ktoré čelili dočasným, nepredvídateľným

$y^x$  je potenciálna úroveň outputu;

$\pi_1$  je bežná miera inflácie;

$\pi^x$  je cieľová miera inflácie Fed-u;

$\alpha$  a  $\beta$  sú koeficienty predstavujúce váhy kladené FOMC na jeho dva menovopolitické ciele, totiž na udržateľný rast outputu a cenovú stabilitu (t. j. nízku mieru inflácie  $\pi^x$ ).

<sup>47</sup> Sadzba z federálnych fondov je trhovo determinovaná krátkodobá úroková sadzba. Vždy keď sa zvýši nad, alebo klesne pod cieľovú sadzbu (*target rate*) oznámenú FOMC, Federálny rezervný systém uskutočňuje operácie na voľnom trhu, ktoré nepriamo zabezpečujú likviditu depozitným inštitúciám, alebo ju odčerpávajú. Federálna rezervná banka v New Yorku je obvodná banka, ktorú FOMC poveril, aby vykonávala tieto operácie. Keď FRS chce zabezpečiť likviditu depozitným inštitúciám, Obchodná sekcia Federálnej rezervnej banky v New Yorku sa zaoberá krátkodobými dohodami o spätnom odkúpení (*repurchase agreements* –  $RP_s$ ) s autorizovanými partnermi, ktorými sú hlavní obchodníci s cennými papiermi federálnej vlády a Federálnej agentúry. SOMA nakupuje cenné papiere od obchodníkov, ktorí súhlasia s ich spätným odkúpením k určitému dátumu za určitú cenu. Celý systém funguje tak, že určuje celkovú sumu  $RP_s$  potrebnú na zabezpečenie takého rozsahu rezerv, ktorý je nevyhnutný na udržanie cieľovej sadzby z federálnych fondov (*target federal funds rate*). Aukcia  $RP_s$  je rozhodnutie prijaté Federálnym rezervným systémom (uskutočňovanej vo FRB New York) na dennej báze, pričom sa vychádza z trhových podmienok a všeobecných menovo-politických smerníc FOMC. Tieto operácie sa zvyčajne uskutočňujú niekoľkokrát v týždni.

zmenám v štruktúre svojich aktív a pasív. Diskontná sadzba sa odvodzovala od úrokovej sadzby z federálnych fondov. Objem výpožičiek pri diskontnom okienku bol však pomerne malý – napríklad v roku 1998 sa pôžičky Federálnej rezervy na konci jednotlivých mesiacov pohybovali medzi 13 miliónmi a 1 miliardou dolárov.

Úloha diskontnej politiky sa v minulosti menila. Pôžičky regionálnych Federálnych rezervných bánk po dlhé roky predstavovali značnú časť bankových rezerv a diskontná sadzba bola hlavným nástrojom menovej politiky. Keď napríklad Federálny rezervný systém v roku 1965 chcel trhom signalizovať, že rozmach počas vietnamskej vojny hrozí stať sa inflačným, zvýšil diskontnú sadzbu. Tento signál bol taký silný, že prezident Johnson, ktorý sa obával, že vyššia diskontná sadzba spomalí ekonomiku, pozval predsedu Federálneho rezervného systému Martina na svoj ranč „na koberec“ (Samuelson – Nordhaus, 2000). Diskontná sadzba sa neskôr stala relatívne málo významným, možno povedať doplnkovým nástrojom menovej politiky FRS a napokon bola zrušená.

Menovú politiku centrálnych bánk, prirodzene, ovplyvňujú poznatky ekonomickej teórie všeobecne a poznatky monetárnej, resp. finančnej makroekonómie osobitne, čo sa prejavilo aj v USA. V Spojených štátoch mal na formovanie hospodárskej a osobitne menovej politiky FRS v poslednej tretine 20. storočia silný vplyv *monetarizmus*, ktorý najmä v 80. rokoch prežíval spomínanú „zlatú éru“.

Monetaristi vychádzali z predpokladu, že kapitalistická ekonomika je vnútorne stabilná, obhajovali slobodné trhy a laissez – faire. Ich najvýznamnejším príspevkom k makroekonomickej politike však bolo odporúčanie, aby menová politika vychádzala z fixného *monetárneho pravidla*. Optimálnou menovou politikou je podľa nich stanovenie fixného tempa rastu ponuky (zásoby) peňazí a uplatňovanie tohto pravidla za všetkých ekonomických podmienok.

Monetaristické názory získali veľkú popularitu koncom 70. rokov. Paul Volcker, predseda Výboru guvernérov FRS, využil na boj s infláciou monetaristickú menovú politiku. Monetaristická politika bola síce úspešná pri oslabení inflácie (a pri spomalení ekonomického rastu), ale ani zďaleka nefungovala tak ako sľubovali monetaristi. Zmeny na finančných trhoch viedli k zmenám v správaní niektorých premenných (vzťahu medzi množstvom peňazí v obehú, rýchlosťou obratu peňažnej jednotky,

dynamikou cien a nominálnych dôchodkom), čo podkopalo monetaristický experiment a FRS zmenil svoju monetárnu stratégiu.

Federálna rezerva uskutočnila aj ďalšie zmeny, a to tak v menovo-politických nástrojoch, ako aj inštitucionálneho charakteru. V novembri 1999 prezident Clinton napríklad podpísal Zákon o modernizácii finančných služieb (*Financial Services Modernization Act Gramm Leach Bliley*), ktorý zrušil Glassov – Stegallov zákon (1933) zakazujúci spájanie komerčného a investičného bankovníctva.<sup>48</sup> V decembri 2002 Federálna rezerva zasa zrušila diskontnú sadzbu ako nástroj menovej politiky tým, že ju nahradila úrokovou sadzbou z primárneho úveru rozšírenou diskontným okienkom, ktorá je jedno percento nad cieľovou sadzbou z federálnych fondov stanovenou FOMC.<sup>49</sup>

Tieto zmeny svedčia o tom, že Federálny rezervný systém je stále inštitúciou, ktorá sa vyvíja a prispôsobuje novým podmienkam, pravda, nie všetky „inovácie“ sú krokom vpred. To sa napokon prejavuje v súčasnej finančnej kríze.

---

<sup>48</sup> K tomuto zákonu sa vrátíme v záverečnej časti, kde poukážeme na súvislosť bankového dohľadu s finančnou krízou, ktorá sa z USA rozširuje do ďalších svetových regiónov.

<sup>49</sup> Primárne úvery sú kolaterálne pôžičky bankám v dobrej finančnej kondícii.

## 5. EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

Myšlienka vytvoriť jednotnú európsku menu s jednou Európskou centrálnou bankou (ECB) vznikla skôr ako Maastrichtská zmluva (1992), ktorá načrtla organizáciu, právomoci a úlohy ECB.<sup>50</sup> V povojnovom období hlavy štátov a predsedovia vlád šiestich pôvodných členských štátov Spoločenstva už v decembri 1969 na haagskom sumite vyhlásili, že Spoločenstvo by sa malo usilovať vytvoriť postupne, v štádiách Ekonomickú a menovú úniu (EMÚ). O splnenie tejto náročnej úlohy sa zaslúžila Wernerova (1970) a najmä Delorsova komisia (1989), ktorej závery slúžili ako základ pre Maastrichtskú zmluvu (1992).<sup>51</sup>

Na základe odporúčaní Delorsovej komisie sa mala prijať jednotná mena s Európskym systémom centrálnych bánk zodpovedných za formulovanie a implementáciu menovej politiky v oblasti s jednotnou menou (Delors Committee, 1989). Nová centrálna banka mala mať federalistickú štruktúru, čo v podstate zodpovedalo modelu amerického FRS.<sup>52</sup> Výsledná podoba ECB bola napokon určitou kombináciou modelu nemeckej Bundesbanky a amerického FRS.

Nemožno pochybovať, že rozhodnutie Európskej rady o vytvorení európskej menovej únie bolo motivované predovšetkým *politickými* úvahami, ktoré v menovej únii videli stavebný kameň na ceste k užšej politickej a ekonomickej integrácii členských štátov EÚ. Európsku geografickú oblasť spojenú spoločnou menou však mala určovať predovšetkým jej ekonomická podobnosť. Preto Delorsova správa kládla hlavný dôraz na dosiahnutie určitej ekonomickej konvergenie tejto menovej oblasti

<sup>50</sup> Kľúčový význam monetárnej oblasti pre dovŕšenie európskej ekonomickej integrácie výstižne charakterizoval už v roku 1950 francúzsky ekonóm Jacques Rueff: „L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas“ („Európa sa vytvorí pomocou peňazí, alebo sa nevytvorí vôbec“) (Weber, 1991).

<sup>51</sup> Na samom začiatku rokovaní britská konzervatívna vláda vedená Johnom Majorom, ktorý odmietal myšlienku vytvoriť jednotnú európsku menu nahrádzajúcu aj britskú libru, predložila návrh na vytvorenie „silného ECU“, ktoré by sa stalo spoločnou menou Európy, spravovanou novou inštitúciou, Európskym menovým fondom. „Silné ECU“ by koexistovalo s ostatnými národnými menami, ktoré nemalo nahradiť. Ostatné členské štáty tento návrh odmietli a britská vláda (aby mohla súhlasiť s Maastrichtskou zmluvou) dohodla podpísanie osobitného protokolu, na základe ktorého si britská vláda ponechala svoje právomoci v oblasti menovej politiky a nevstúpila do tretieho štádia Ekonomickej a menovej únie.

<sup>52</sup> Wernerova komisia vo svojich záveroch z roku 1970 navrhla: „Vytvorenie systému centrálnych bánk Spoločenstva by sa mohlo zakladať na inštitúciách typu Federálneho rezervného systému, ktorý funguje v Spojených štátoch. Táto inštitúcia bude mať právomoc prijímať podľa požiadaviek ekonomickej situácie rozhodnutia o vnútornej menovej politike týkajúce sa likvidity, úrokových sadzieb a zabezpečenia pôžičiek verejnému a súkromnému sektoru“ (Werner Committee, 1970).

pred vytvorením jedinej Európskej centrálnej banky. Európska menová únia sa mala uskutočniť v troch etapách charakterizovaných týmito procesmi:

- Prvá etapa (1. júl 1990): zlepšenie ekonomickej konvergenzie; zrušenie obmedzení pohybu kapitálu; posilnenie nezávislosti národných centrálnych bánk a prehĺbenie ich vzájomnej spolupráce.<sup>53</sup>
- Druhá etapa (1. január 1994): posilnenie ekonomickej konvergenzie; vytvorenie Európskeho menového inštitútu (EMI) ako predchodcu ECB, ktorého úlohou bolo pripraviť vznik ECB, posilniť spoluprácu medzi národnými členskými bankami a zvýšiť koordináciu menovej politiky.
- Tretia etapa (1. január 1999): dokončenie nevyhnutnej ekonomickej konvergenzie; neodvolateľné fixovanie konverzných menových kurzov,<sup>54</sup> jednotná menová politika, ktorú bude uskutočňovať Európsky systém centrálnych bánk (ESCB).

Začiatok tretej etapy vytvárania európskej menovej únie nebol Maastrichtskou zmluvou stanovený presne. V zmluve sa uvádzalo, že menová únia má vzniknúť k 1. januáru 1997, najneskorší dátum vzniku mal byť 1. január 1999. Vstup jednotlivých členských štátov EÚ do tretej etapy EMÚ bol podmienený splnením kritérií ekonomického zblížovania (konvergenzie) definovaných v Maastrichtskej zmluve a v príslušnom protokole. Plnenie kritérií ekonomickej konvergenzie malo prispieť k zabezpečeniu cenovej stability (inflačné kritérium), fiškálnej stability (rozpočtové a dlhové kritérium), kurzovej stability (stabilita menového kurzu) a stability na kapitálových trhoch<sup>55</sup> (stabilita dlhodobej nominálnej úrokovej sadzby).

Tretia etapa sa podľa tzv. *Zelenej knihy*, ktorou sa zaoberala Rada ministrov EÚ v júni 1995, mala uskutočniť v troch fázach. V prvej fáze sa mal schváliť zoznam krajín, ktoré spĺňajú maastrichtské konvergenčné kritériá a chcú vstúpiť do európskej menovej únie. Okrem toho sa mal stanoviť konečný termín prechodu k jednotnej mene a mala sa založiť Európska centrálna banka. Počas prvej fázy, ktorá mala trvať maximálne

<sup>53</sup> Na zasadaní Rady ministrov v Ríme v októbri 1990 sa stanovil koniec prvej etapy na 31. 12. 1993 za predpokladu, že sa dovedy vytvorí jednotný vnútorný trh a bude ratifikovaná Zmluva o Európskej únii.

<sup>54</sup> Medzi jednotnou menou a fixovaním (aj neodvolateľným) menových kurzov existuje závažný rozdiel, ktorý spočíva v tom, že pri fixovaní menových kurzov existuje tzv. úniková doložka umožňujúca zmenu výmenného pomeru.

<sup>55</sup> Marková, 2006. Stabilitu na kapitálových trhoch, prirodzene, ovplyvňuje aj vývoj ďalších maastrichtských kritérií, nehovoriac už o viacerých ďalších faktoroch, ako nás o tom presviedča súčasná globálna finančná kríza.



jeden rok, sa vlády členských štátov EÚ mohli rozhodnúť, či sa budú podieľať na vytvorení európskej menovej únie. Na konci prvej fázy sa mali zafixovať vzájomné kurzy národných mien. V druhej fáze sa už mali kurzy národných mien neodvolateľne zafixovať a menová politika mala prejsť z národných centrálnych bánk na Európsky systém centrálnych bánk. V tretej fáze sa mali stiahnuť z obehu národné bankovky a mince a jednotná mena sa mala stať zákonným platidlom vo všetkých členských krajinách. Postup pri zavádzaní jednotnej meny sa mal upresniť na zasadaní Rady ministrov EÚ v Madride v decembri 1995, k čomu však nedošlo. Dohodlo sa iba, že budúca jednotná mena sa bude nazývať *euro*, čo bolo určitým prekvapením, pretože viacerí očakávali názov *ecu*.

Scenár prechodu k európskej menovej únii načrtnutý v Zelenej knihe sa stretol s viacerými kritickými výhradami, vcelku však slúžil ako východisko postupu pri zavádzaní eura.

K ďalšiemu upresneniu postupu pri prechode členských štátov EÚ k menovej únii došlo na zasadaní Rady ministrov v júni 1997 v Amsterdame, kde bolo schválené revidované znenie Zmluvy o Európskej únii (tzv. Amsterdamská zmluva).

*Prvá fáza* tretej etapy vytvárania európskej menovej únie sa začala realizovať už počas roku 1998. V marci Rada ministrov dostala od Komisie zoznam štátov spĺňajúcich konvergenčné kritériá a v máji 1998 vyslovila súhlas s tým, aby 11 štátov (Belgicko, Fínsko, Francúzsko, Írsko, Luxembursko, Nemecko, Holandsko, Portugalsko, Rakúsko, Španielsko a Taliansko) sa stalo členmi Ekonomickej a menovej únie a od 1. januára zaviedlo jednotnú menu euro.<sup>56</sup> Rozhodujúcim rokom pre plnenie maastrichských kritérií bol rok 1997. Grécko vtedy nesplnilo ani jedno z požadovaných konvergenčných kritérií a členom eurozóny sa stalo až 1. januára 2001. Ďalšími členmi sa stali Slovinsko (1. 1. 2007), Cyprus a Malta (1. 1. 2008). Od 1. januára 2009 vstúpi do európskej menovej únie aj Slovensko, čím sa počet jej členov zvýši na 16.<sup>57</sup>

<sup>56</sup> Veľká Británia a Dánsko si v príslušných protokoloch vyhradili, že sa na tretej etape EMÚ nezúčastnia (tzv. opt-out clause). Iný je prípad Švédska, ktoré nemôže mať doložku o neúčasti. Švédsko, ktoré zatiaľ nechce vstúpiť do eurozóny, preto nevstúpilo do ERM II, kde musí každý člen EÚ dva roky zotrvať, ak sa chce uchádzať o členstvo v EMÚ. Svoju „taktiku“ Švédsko odvtedy nezmenilo a stále neprejavuje ochotu stať sa členom európskej menovej únie napriek tomu, že potrebné kritériá plní.

<sup>57</sup> Hodnotením ekonomického vývoja Slovinska, Cypru a Malty po zavedení eura sa zaoberá I. Šikulová (Wor-  
kie, M., 2008).

Všetky maastrichtské konvergenčné kritériá splnili v roku 1997 iba tri členské štáty EÚ – Fínsko, Francúzsko a Luxembursko. Veľká Británia síce „splnila“ až štyri kritériá, nebola však členom ERM II, takže kritérium kurzovej stability ani nemohla splniť. Osobitne náročným bolo plnenie druhého fiškálneho kritéria, t. j. podielu verejného dlhu na HDP. Na rozdiel od kritéria rozpočtového deficitu splnenie tohto kritéria zaberá (pri väčšej odchýlke skutočnej hodnoty dlhového podielu od referenčnej hodnoty) pomerne dlhý časový úsek.<sup>58</sup> Osobitne znepokojené bolo Belgicko, jedna z krajín, ktoré v roku 1957 založili Spoločný trh. Práve na žiadosť Belgicka sa toto kritérium napokon definovalo „miernejšie“, t. j. podiel verejného dlhu na HDP mal byť alebo nižší ako 60 % (maastrichtské kritérium), alebo „sa mal pohybovať týmto smerom“.<sup>59</sup> „Belgická doložka“ tak zachránila nielen Belgicko, ale aj ďalšie krajiny s podielom verejného dlhu na HDP prevyšujúcim 60 % (Írsko - 66,3 %; Taliansko – 121,6 %; Nemecko – 61,3 %; Nizozemsko – 72,1 %; Portugalsko – 62,0 %; Rakúsko – 66,1 % a Španielsko – 68,8 %). Zmienku azda zasluhuje aj spôsob, akým sa dospelo ku kvantifikácii dlhového kritéria. Maximálna hodnota (60 % HDP) sa v danom prípade jednoducho odvodila od priemernej úrovne dlhu (v krajinách Európskej únie) v čase, keď sa rokovalo o Maastrichtskej zmluve, t. j. v roku 1991. (Baldwin – Wyplosz, 2006).

V máji 1998 (teda počas prvej fázy tretej etapy formovania EMÚ, keď bol známy okruh krajín, ktoré zavedú euro), sa tiež zafixovali vzájomné kurzy mien. Jedným z dôvodov tohto kroku bola snaha predísť možným špekulačným útokom na jednotlivé národné meny pred štartom menovej únie. Menová politika v tomto období sa koordinovala na nadnárodnej úrovni, ale stále zostávala v kompetencii národných centrálnych bánk. ***Európska centrálna banka začala svoju činnosť 1. júla 1998***, pričom jej prvým prezidentom sa stal Wim F. Duisenberg (dovtedy prezident EMI).

<sup>58</sup> Pri plnení kritéria rozpočtového deficitu použili niektoré členské štáty (Nemecko, Belgicko, Španielsko, Rakúsko, Taliansko a Grécko) rozličné „tvorivé“ rozpočtové úpravy, ktoré pomohli zlepšiť ich obraz pred rozhodujúcim hodnotením. Osobitne vynaliezavá bola napodiv nemecká vláda, ktorá dokonca uvažovala s predajom zlata, aby splatila svoj dlh, zabránila tomu však Bundesbanka, ktorá túto myšlienku verejne kritizovala, čo bol isto postoj hodný obdivu. (Podobne „tvorivo“ zrejme už dlhšie pristupujú k svojmu účtovníctvu nielen mnohé európske – a iné – investičné spoločnosti a komerčné banky, čo nepochybne prekvapuje vzhľadom na inštitút bankového dohľadu. Aj tento moment zrejme zohral nie bezvýznamnú úlohu pri vzniku súčasnej globálnej finančnej krízy).

<sup>59</sup> Belgicko bolo v roku 1997 s podielom verejného dlhu na HDP prevyšujúcim 122 % (presnejšie 122,2 %) „rekordérom“ v celej EÚ. Na druhom mieste bolo Taliansko (121,6 %) a až na treťom mieste bol v roku 1997 jediný neúspešný kandidát na členstvo v menovej únii – Grécko (108,7 %).

Druhá fáza tretej etapy budovania EMÚ začala **1. januára 1999**. K tomuto dátumu sa uskutočnili viaceré zásadné zmeny umožňujúce, aby 11 členských štátov EÚ fungovalo ako menová únia.

- Neodvolateľne sa zafixovali kurzy národných mien voči sebe navzájom i voči euru. Tieto zafixované kurzy zároveň slúžili ako prepočítacie koeficienty na vyjadrenie hodnoty eura v národných menách členských štátov EMÚ.

**T a b u ľ k a 1**  
**Prepočítacie koeficienty vyjadrujúce hodnotu eura**  
**v národných menách členov eurozóny**

Krajina	Prepočítacie koeficienty
	<b>1 EUR =</b>
Belgicko	40,3399 BEF
Fínsko	5,94573 FIM
Francúzsko	6,55957 FRF
Holandsko	2,20371 NLG
Írsko	0,787564 IEP
Luxembursko	40,3399 LUF
Nemecko	1,95583 DEM
Portugalsko	200,482 PTE
Rakúsko	13,7603 ATS
Španielsko	166,386 ESP
Taliansko	1 936,27 ITL

*Prameň:* Scheller Hanspeter K.: Die Europäische Zentralbank (2004).

- ECU bolo nahradené eurom v pomere 1 : 1.
- Menová politika členských štátov európskej menovej únie prešla na ECB.
- Prestal existovať devízový trh s národnými menami štátov menovej únie a kótovanie (burzové záznamy) ich mien sa nahradili kótovaním eura.
- Euro sa stalo zákonným, nie však jediným platidlom na území EMÚ. Euro sa využívalo iba na bezhotovostné platby. Hotovostné platby sa uskutočňovali naďalej v národných menách.
- Referenčné úrokové sadzby na medzibankovom trhu depozít boli nahradené jednotnou úrokovou sadzbou EURIBOR (*European Interbank Offered Rate*).

Neodvolateľne fixované konverzné kurzy k euru boli vyhlásené na základe smernice ES č. 2866/98. Tieto kurzy majú šesť číslic (nula pred desatinnou čiarkou sa nepočíta). V okamihu fixovania platilo 1 ECU = 1 EUR. Na základe takto vypočítaných

kurzov sa vypočítal aj kurz oficiálneho ECU (EUR) v dolároch. Výsledný kurz bol 1,1667521 USD = 1 ECU (EUR).

Neskôr sa takto určil aj konverzný kurz gréckej drachmy – 1 EUR = 340,750 GRD (1. 1. 2001), slovinského tolaru – 1 EUR = 239,640 SIT (1. 1. 2007), maltskej líry – 1 EUR = 0,429300 MTL (1. 1. 2008), cyperskej libry – 1 EUR = 0,585274 CYP (1. 1. 2008) a napokon aj slovenskej koruny – 1 EUR = 30,1260 SKK.

V tretej fáze záverečnej etapy formovania Ekonomickej a menovej únie, ktorá začala **1. januára 2002**, sa euro konečne objavilo aj v hotovostnom obeh, kde kratší čas (väčšinou do 27. 2. 2002) obiehala spolu s národnými menami.<sup>60</sup>

### 5.1. Európska centrálna banka, Európsky systém centrálnych bánk a Eurosystem

Jedna mena predpokladá iba jednu úrokovú sadzbu, jeden menový kurz a jednu menovú politiku. To spravidla implikuje existenciu jednej centrálnej banky, čo však celkom nezodpovedá modelu, na ktorom je vybudovaná európska menová únia. Každý člen eurozóny si totiž uchoval svoju vlastnú centrálnu banku, ktorá zostala posledným pozostatkom stratenej menovej suverenity.<sup>61</sup> V Európskej únii nevytvorili jednu centrálnu banku, ktorá by „pohltila“ existujúce národné centrálné banky.

Riešenie, ktoré sa zvolilo v európskej menovej únii bolo podľa Baldwina a Wyplosza inšpirované federálnymi štátmi ako Nemecko a USA, kde regionálne centrálné

<sup>60</sup> Menová jednotka euro sa oficiálne označuje medzinárodnou skratkou EUR. Ako symbol sa používa štylizované grécke písmeno epsilon, ktoré symbolizuje jednak kolísku civilizácie Grécko a jednak prvé písmeno názvu európskeho kontinentu. Dvojitá vodorovná čiara vnútri tohto písmena symbolizuje stabilitu a silu novej meny (Marková, 2006). Eurobankovky sú pre všetky členské krajiny rovnaké. Na jednotlivých bankovkách je postupne zobrazený vývoj architektonických slohov od antiky až po súčasnosť. Názov meny euro je v latinskej a gréckej abecede. Na lícovej strane bankoviek sú zobrazené okná a brány symbolizujúce európskeho ducha otvorenosti a spolupráce. Dynamiku a harmóniu na každej bankovke predstavuje symbol Európskej únie – dvanásť hviezd v kruhu. Na lícovej strane je okrem vlajky EÚ skratka Európskej centrálnej banky v 5 jazykových variantoch (BCE, ECB, EZB, EKT, EKP). Most na rubovej strane symbolizuje jednak spoluprácu európskych národov, jednak spoluprácu Európy s ostatným svetom. Európske symboly sú znázornené nielen na eurobankovkách, ale aj na eurominciach (Scheller, 2004). Krajiny, ktoré zavádzajú euro si na rubovú stranu môžu vybrať vlastné – národné motívy, ktoré ich v celej eurozóne reprezentujú. Rubová (národná) strana má v prípade slovenských euromincí tri motívy – dvojkríž na trojvrší, ktorý je v štátnom znaku (1, 2 eurá), Bratislavský hrad (10, 20, 50 centov) a Kriváň (1, 2, 5 centov). Lícová strana mincí, na ktorej je vyrazená alebo mapa Európy alebo postavenie Európskej únie na zemeguli, je pre všetky členské krajiny spoločná.

<sup>61</sup> Počet pracovníkov týchto národných centrálnych bánk sa pritom po vzniku menovej únie veľmi neznižil a vo väčšine členských krajín eurozóny bol dokonca vyšší ako v ECB. Počet pracovníkov ECB bol v roku 2002 1 094, zatiaľ čo v Rakúsku 1 153, Belgicku 2 316, vo Francúzsku 15 216, v Nemecku 15 834, Grécku 3 090, Holandsku 1 826, Portugalsku 1 814, Španielsku 3 050 a Taliansku 8 482. Počet pracovníkov v rokoch 1997 – 2002 sa naproti tomu znížil v Dánsku (o 5,5 % na 611) a v Spojenom kráľovstve (o 34,6 % na 2 242, čo bolo napríklad menej ako v Belgicku alebo v Grécku) (Baldwin – Wyplosz, 2006).

banky existovali spolu s federálnou spolkovou rezervnou bankou.<sup>62</sup> Európska centrálna banka koexistuje spolu s národnými centrálnymi bankami, z ktorých jedna (luxemburská) dokonca pred rokom 1999 ani neexistovala, pretože Luxembursko dlho tvorilo s Belgickom menovú úniu. Luxembursko vytvorilo vlastnú centrálnu banku až pri vzniku EMÚ, aby bolo v súlade s novým inštitucionálnym usporiadaním.

Konečnú podobu európskej menovej únie značne ovplyvnil vzor nemeckého centrálného bankovníctva. Napokon aj euro malo byť pokračovateľom najúspešnejšej európskej meny – nemeckej marky. Nemecká „inšpirácia“ sa prejavila aj v cieľoch menovej politiky ECB, v štruktúre centrálného bankového systému eurozóny a koniec-koncov aj v tom, že sídlom ECB sa stal Frankfurt nad Mohanom, ktorý už bol sídlom Bundesbanky.

Zodpovednosť za menovú politiku v eurozóne má ECB ako jadro novozriadeného Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB), ktorý je podľa Zmluvy o EÚ poverený plnením úloh centrálnej banky pre oblasť eura. Vzhľadom na to, že ESCB nemá právnu subjektivitu (právnickou osobou je ECB a národné centrálné banky), vlastnými aktérmi menovej politiky sú ECB a NCB eurozóny, ktoré sa na základe rozhodnutia Rady guvernérov ECB z novembra 1998 nazývajú **Eurosystém**. Vcelku existujú tri hospodárskopolitické dôvody, pre ktoré sa vykonávanie funkcií centrálnej banky v eurozóne prenieslo na systém centrálnych bánk a nie na jedinú centrálnu banku:

1. Založenie jedinej centrálnej banky pre celú eurozónu (a možná koncentrácia všetkých činností centrálnej banky na jedno miesto) by sa nedalo politicky presadiť.
2. Koncepcia Eurosystému buduje na skúsenostiach NCB, ktorých inštitucionálna štruktúra, operačné kapacity, ako aj skúsenosti sa zachovávajú; okrem toho NCB vykonávajú niektoré úlohy, ktoré nesúvisia s Eurosystémom.
3. Vzhľadom na značné geografické rozšírenie územia eurozóny je potrebné umožniť úverovým inštitúciám členských štátov prístup k centrálnym bankám.

Každá národná centrálna banka Eurosystému je v rámci národného právneho poriadku svojej domovskej krajiny právnickou osobou. Zároveň však je integrálnou

---

<sup>62</sup> V prípade USA však toto prirovnanie nie je celkom presné, pretože tu neexistuje jedna klasická centrálna banka. Na čele FRS sú dva vrcholné orgány (Výbor guvernérov a Federálny výbor pre voľný trh) a medzi Federálnymi rezervnými bankami má osobitné postavenie FRB New York.

súčasťou Eurosystemu a plní jeho úlohy, ktoré na ňu v súlade s princípom decentralizácie prenáša ECB. Zároveň sú prezidenti národných centrálnych bánk Eurosystemu z titulu svojej funkcie členmi Rady guvernérov (Riadiacej rady). Ako „vlastníci podielov“ ECB dávajú NCB Eurosystemu (Európskej centrálnej banke) k dispozícii kapitál a menové rezervy a podieľajú sa na jej finančnom výnose (*seigniorage*). Aby sa NCB integrovali do Eurosystemu, museli svoje právne predpisy uviesť do súladu s právom Spoločenstva. Osobitne to platí o princípe nezávislosti NCB a ich rozhodovacích orgánov od orgánov príslušných členských štátov.

Národné centrálné banky členských štátov EÚ, ktoré nepatria do eurozóny, sú súčasťou Európskeho systému národných bánk a majú svoju menovú politiku orientovať na cenovú stabilitu. Ako členovia ESCB sú povinní s Eurosystemom v rôznych oblastiach úzko spolupracovať. Ich prezidenti (guvernéri) sú členmi Generálnej rady, čo takúto spoluprácu inštitucionálne uľahčuje a podporuje.

Na základe Zmluvy o Európskej únii a Štatútu ESCB a ECB plní Európska centrálna banka tieto základné úlohy:

- formovanie a realizácie jednotnej menovej politiky eurozóny;
- uskutočňovanie devízových operácií po dohode s ministrami financií členských štátov;
- držba a správa oficiálnych menových rezerv členov eurozóny;
- zabezpečenie plynulého platobného styku;
- emisia eurobankoviek, ktoré sú jedinými bankovkami platnými v eurozóne;
- zhromažďovanie štatistických údajov, ktoré sú nevyhnutné k plneniu úloh Eurosystemu;
- poradenská činnosť pre národné centrálné banky a vlády v záležitostiach spadajúcich do jej kompetencie.

Pri plnení svojej jasne definovanej primárnej úlohy (cenovej stability v eurozóne) má ECB podporovať aj všeobecnú hospodársku politiku v Spoločenstve, pravda, túto úlohu nesmie plniť na úkor cenovej stability. Vychádza sa pritom z toho, že ECB môže najlepšie prispieť k „udržateľnému neinflačnému rastu“ a „vysokej úrovni nezamestnanosti“ tým, že sleduje menovú politiku zameranú na cenovú stabilitu. Tým, že Zmluva o Európskej únii požaduje, aby ECB podporovala všeobecnú hospodársku politiku v eurozóne, neprenáša na ECB priamu zodpovednosť za realizáciu týchto ďalších

cieľov. Požiadavka podporovať všeobecnú hospodársku politiku v Spoločenstve tiež neznamená, že ECB musí svoju politiku dávať do súladu s politikou Spoločenstva. Problém vzťahu medzi hospodárskou politikou Spoločenstva a menovou politikou ECB je však jedným z dôvodov na dialóg medzi ECB a orgánmi EÚ rozhodujúcimi o hospodárskej politike (napríklad Rada ECOFIN, Európska komisia, Hospodársky a finančný výbor a pod.).

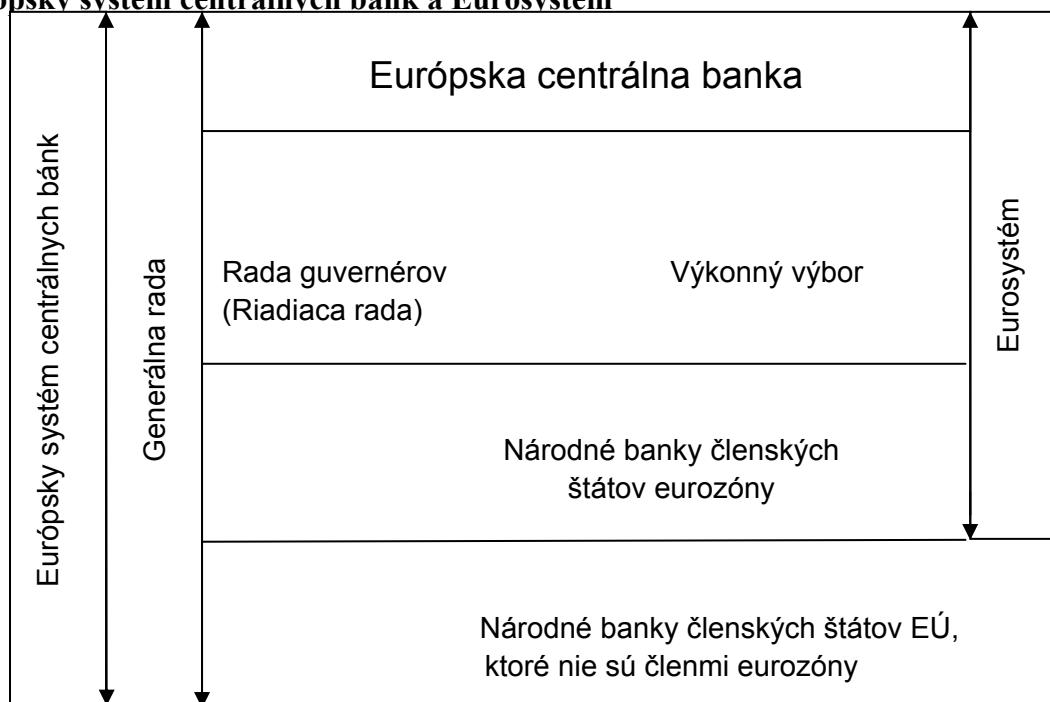
Z ďalších úloh si zasluhuje osobitnú pozornosť oblasť *bankového dohľadu*. Eurosystem má prispievať k „obozretnému dohľadu“ nad úverovými a inými finančnými inštitúciami. V čl. 25 Protokolu o štatúte Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky sa uvádza:

- 25.1 ECB môže ponúkať radu a konzultácie prostredníctvom Rady, Komisie a príslušných autorít členských štátov o rozsahu a implementácii legislatívy Spoločenstva vzťahujúcej sa na dohľad nad úverovými inštitúciami a nad stabilitou finančného systému.
- 25.2 V súlade s akýmkoľvek rozhodnutím Rady podľa čl. 105 (6) tejto zmluvy môže ECB plniť špecifické úlohy týkajúce sa politiky vzťahujúcej sa na obozretný dozor nad úverovými inštitúciami a inými finančnými inštitúciami s výnimkou podnikania v poisťovníctve.

Článok zaoberajúci sa „obozretným dohľadom“ a najmä jeho praktická realizácia sa ukázali vo svetle súčasnej globálnej finančnej krízy ako absolútne nevyhovujúce a neúčinné. K bankovému dohľadu ECB sa vrátíme v osobitnej časti.

## Box 2

## Európsky systém centrálnych bánk a Eurosystem



Jadrom ESCB, ako aj Eurosystemu je Európska centrálna banka, ktorej najvyšším rozhodovacím orgánom je **Rada guvernérov** (Governing Council), zložená zo šiestich členov Výkonného výboru a guvernérov centrálnych bánk členských štátov eurozóny (v súčasnosti ich je pätnásť). Najvyšším výkonným orgánom ECB je **Výkonný výbor** (*Executive Board*) zložený z prezidenta a viceprezidenta ECB, ako aj štyroch ďalších členov menovaných na základe dohody vlád členských štátov eurozóny na odporúčanie Rady EÚ a po konzultácii s Európskym parlamentom a Radou guvernérov ECB.

Rada guvernérov ECB, ktorej každý člen má jeden hlas, je zodpovedná za menovú politiku eurozóny, kým Výkonný výbor ECB je zodpovedný za implementáciu menovej politiky v súlade s rozhodnutiami prijatými Radou guvernérov.<sup>63</sup> Pre fungovanie

<sup>63</sup> Zasadnutia Rady guvernérov sa konajú dvakrát mesačne, pričom bez hlasovacieho práva sa ich môže zúčastniť aj predseda rady ECOFIN a člen Európskej komisie. Každý člen Rady guvernérov má jeden hlas a v prípade rovnosti hlasov rozhoduje hlas prezidenta ECB. Podobne sa rozhoduje aj vo Výkonnom výbore, ktorý je zodpovedný za všetky rozhodnutia, ktoré sa musia prijímať každý deň. Menová politika ECB si vyžaduje schopnosť rýchlej reakcie na meniace sa podmienky na peňažných a kapitálových trhoch, riešenie rôznych mimoriadnych udalostí a naliehavých problémov. To môže vykonávať iba orgán, ktorého členovia sa neustále a výlučne zaoberajú každodennou realizáciou menovej politiky ECB. Funkčné obdobie prezidenta, viceprezidenta, ako aj ostatných



Eurosystému je dôležitý princíp *decentralizácie*. Tento princíp garantuje, že ECB vyžaduje, aby NCB eurozóny vykonávali operácie, ktoré tvoria dôležitú časť úloh Eurosystému. Zatiaľ čo princíp decentralizácie sa vzťahuje iba na operácie (t. j. na základné operácie na voľnom trhu, nazývané „hlavné refinančné operácie“, ktoré vykonáva každá NCB eurozóny pri svojich vzťahoch s úverovými inštitúciami na svojom národnom území), vlastné menovopolitické rozhodnutia zostávajú centralizované (t. j. úrokovú sadzbu hlavných refinančných operácií určuje Rada guvernérov ECB a o celkovej sume krátkodobej likvidity poskytovanej úverovým inštitúciám v Eurosystéme zasa rozhoduje Výkonný výbor ECB).

**Generálna rada** zložená z prezidenta a viceprezidenta ECB, ako aj z guvernérov všetkých 27 NCB Európskej únie bola vytvorená na prechodné obdobie, keď niektoré národné centrálné banky nie sú ešte členmi Eurosystému. Generálna rada koordinuje menovú politiku medzi Eurosystémom a NCB mimo eurozóny, spolupracuje pri obozretnom dohľade nad úverovými inštitúciami v EÚ a pripravuje vstup nečlenov eurozóny (v prípade, že podajú formálnu žiadosť) na členstvo v menovej únii. Keď sa všetky členské štáty EÚ stanú aj členmi eurozóny, splynie Eurosystém s Európskym systémom centrálnych bánk, ktorý má v súčasnosti 27 členov. Rozšírenie eurozóny ovplyvní aj hlasovanie v Rade guvernérov ECB (Box 3).

### B o x 3

#### **Rozšírenie Európskej únie a nové pravidlá hlasovania v rozšírenej eurozóne**

Po rozšírení Európskej únie na 27 členských štátov môže mať Rada guvernérov až 33 členov ak všetkých 12 terajších nečlenov eurozóny vstúpi do európskej menovej únie. Taká veľká Rada guvernérov by však značne zmenila rovnováhu sily v prospech guvernérov NCB a na úkor šiestich členov Výkonného výboru, čím by sa Rada guvernérov, ktorá je hlavným orgánom Eurosystému, stala veľmi ťažkopádnu. Zmluva z Nice (2001) otvorila cestu k zmene rozhodovacích procedúr v ECB bez toho, aby bola potrebná ďalšie medzivládna konferencia. Zmluva z Nice, ktorú ratifikovalo všetkých 15 členov EÚ koncom roku 2002, umožnila Rade EÚ stretnúť sa v zložení hláv štátov alebo vlád a konajúc jednomyselne doporučiť členským štátom novelizáciu čl. 10 Štatútu ECB týkajúceho sa

členov Výkonného výboru je osemročné bez možnosti znovuzvolenia. Výkonný výbor je osobitne zodpovedný za prípravu zasadnutí Rady guvernérov, za uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne podľa smerníc a záverov Rady guvernérov, za oznamovanie príslušných nariadení národným centrálnym bankám eurozóny a za vedenie bežných záležitostí ECB. Rada guvernérov tiež prenáša na Výkonný výbor určité právomoci vrátane niektorých právomocí normatívnej povahy.

všeobecných hlasovacích pravidiel Rady guvernérov ECB. Táto novela, ktorá sa inšpirovala systémom hlasovania vo Federálnom výbore pre voľný trh amerického FRS, vstúpila do platnosti 1. mája 2004, keď ju ratifikovali všetky členské štáty EÚ.<sup>64</sup>

Podľa nového znenia článku 10.2 Rada guvernérov ECB rozhoduje ako kolégium v súlade so zásadou „jeden člen, jeden hlas“, pokiaľ počet členských štátov eurozóny neprekročí pätnásť. Pri väčšom počte členských štátov tento princíp prestane platiť a počet guvernérov NCB oprávnených hlasovať sa obmedzí na pätnásť. Aj po novelizácii čl. 10.2 platí, že všetci členovia Rady guvernérov ECB sa osobne zúčastňujú na zasadaniach a poradách. Šesť členov Výkonného výboru si naďalej uchováva hlasovacie právo, zatiaľ čo guvernéri NCB budú vykonávať svoje hlasovacie právo na základe vopred určeného rotačného systému. To, ako často má ten-ktorý guvernér hlasovacie právo, sa riadi podľa vopred stanovených objektívnych kritérií. Guvernéri NCB sa členia do rôznych skupín podľa relatívnej ekonomickej sily svojich krajín. Členenie vychádza zo súhrnného indikátora, ktorý sa skladá z dvoch zložiek:

1. podielu danej krajiny na agregátnom hrubom domácom produkte v trhových cenách;
2. podielu aktív daného štátu na celkovej agregátnej bilancii menových finančných inštitúcií.<sup>65</sup>

Relatívna váha obidvoch zložiek predstavuje 1/6 pre HDP a 1/6 pre CABMFI.

Keď počet krajín eurozóny prevýši 15, začína rotácia s dvoma skupinami. V prvej je päť, resp. štyria guvernéri centrálnych bánk, ktoré majú vedúce pozície v eurozóne. V druhej skupine je 10, resp. 11 guvernérov zvyšných NCB. Ak bude mať eurozóna 22 a viac členov (počíta sa až s 27 členmi), rotačný systém sa rozšíri na tri skupiny (Scheller, 2004).

## 5.2. Nezávislosť Európskej centrálnej banky

Zákonný vzťah medzi ECB (resp. Eurosystemom) a všetkými ostatnými vládnyimi inštitúciami sa jasne a jednoznačne formuluje priamo v Zmluve o EÚ, ako aj v Štatúte ESCB a ECB:

„Ani ECB ani národná centrálna banka ani žiadny člen ich rozhodovacích orgánov nebudú pri uplatňovaní právomocí a plnení úloh a povinností, udelených im touto Zmluvou a týmto Štatútom, žiadať ani prijímať inštrukcie od inštitúcií alebo orgánov Spoločenstva, od žiadnej vlády členského štátu alebo od nejakého iného orgánu. Inštitúcie a orgány Spoločenstva a vlády členských štátov sa zaručia, že budú tento princíp

<sup>64</sup> Uznesenie 2003/223 ES Rady v zložení šéfov štátov a vlád z 21. marca 2003 o zmene článku 10.2 Štatútu Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky (Scheller, 2004).

<sup>65</sup> Patria sem ECB, NCB eurozóny, ako aj v eurozóne pôsobiace úverové inštitúcie a fondy peňažného trhu.

rešpektovať a nebudú sa snažiť ovplyvňovať členov rozhodovacích orgánov ECB alebo národných centrálnych bánk pri plnení ich úloh“. (Článok 108 Zmluvy a článok 7 Štatútu.)

**Inštitucionálna nezávislosť** ECB neznamena, že táto monetárna autorita nekomunikuje s ostatnými orgánmi EÚ zodpovednými za hospodársku politiku eurozóny, ako je Rada EÚ zložená z ministrov financií alebo Európsky parlament. Pri všetkých formálnych kontaktoch medzi ECB a ostatnými orgánmi Európskej únie, ktoré slúžia na výmenu informácií a názorov, sa však musí rešpektovať inštitucionálna nezávislosť Európskej centrálnej banky.

Naviac, vzhľadom na to, že ECB dostala ako jediný primárny zákonný cieľ cenovú stabilitu, jej fungovanie ako inštitúcie možno formálne hodnotiť iba na základe toho, či udržuje definovanú cenovú stabilitu v strednom období. ECB má povinnosť sústrediť sa na iné ciele iba potiaľ, pokiaľ neohrozujú jej primárny zákonný mandát.

Inštitucionálna nezávislosť ECB je teda logickým dôsledkom jej primárneho cieľa, ako aj jej výlučnej zodpovednosti za jednotnú menovú politiku a s tým súvisiace úlohy v eurozóne. ECB musí byť chránená proti všetkým zásahom, ktoré by prekážali dosiahnutiu jej primárneho cieľa. Nezávislá centrálna banka nemá len lepšie predpoklady na dosiahnutie a udržanie cenovej stability, ale je aj v očiach verejnosti dôveryhodnejšia ako centrálna banka, ktorej činnosť ovplyvňuje, alebo dokonca určuje vláda. Problém je aj v tom, že vláda, ktorá sleduje viaceré hospodárskopolitické ciele často uprednostňuje pri vzniku konfliktu cieľov názory širokej verejnosti, prípadne „nálady“ finančných trhov, pre ktoré cenová stabilita nie je primárnym cieľom. Presadeniu týchto hľadísk, ktoré môžu byť v rozpore s dlhodobým udržateľným neinflačným rastom, má zabrániť práve silná inštitucionálna nezávislosť ECB.

Ďalším aspektom nezávislosti ECB je jej **právna nezávislosť**. ECB a podobne aj NCB sú právnickými osobami, čo je predpoklad nezávislosti členov Eurosystemu. Pokiaľ ide o ECB, znamená to, že môže podať žalobu u Európskeho súdu, aby chránila svoje práva, ak by boli ohrozené nejakým orgánom Spoločenstva alebo členským štátom.

Na posilnenie inštitucionálnej nezávislosti definuje Štatút aj **osobnú nezávislosť** členov rozhodovacích orgánov ECB. Štatút ECB predovšetkým stanoví relatívne dlhé funkčné obdobia:

- funkčné obdobie najmenej päť rokov pre guvernérov NCB, pričom je možné menovanie na ďalšie funkčné obdobie;
- funkčné obdobie osem rokov pre členov Výkonného výboru, pričom nie je možné menovanie na ďalšie funkčné obdobie.

Maastrichtská zmluva a vnútorné pravidlá ECB zabezpečujú vysoký stupeň osobnej nezávislosti pre členov Rady guvernérov ECB, ak rozhodujú o menovej politike. Príslušné dokumenty presne vymedzujú podmienky, za ktorých môžu byť prepustení členovia vrcholných orgánov Eurosystemu. Ak napríklad člen Výkonného výboru nespĺňa podmienky požadované na vykonávanie svojich povinností, alebo ak zavinil vážne pochybenie, môže ho Súdny dvor na žiadosť Rady guvernérov alebo Výkonného výboru dať nútene do výslužby.

***Funkčnú a operatívnu nezávislosť*** ECB konkretizujú rôzne ustanovenia Štatútu ESCB a ECB. V záujme zabezpečenia týchto foriem nezávislosti boli na ECB prenesené všetky potrebné právomoci a náležitosti, ktoré sú potrebné na dosiahnutie jej primárneho cieľa – cenovej stability. ECB má napríklad úplnú kontrolu nad menovou bázou a proti jej vôli nemožno vydať žiadny zákonný platobný prostriedok.

ECB má aj ***finančnú a organizačnú nezávislosť***. ECB a NCB disponujú vlastnými finančnými prostriedkami a príjmami, ECB má vlastný rozpočet, ktorý nezávisí od žiadneho orgánu EÚ. Pokiaľ ide o nezávislosť NCB vo finančných a rozpočtových otázkach, ako aj personálnych záležitostiach, majú členské štáty ako vlastníci NCB a ako národné zákonodarné orgány určitý vplyv na rozpočty NCB, rozdelenie ziskov a personálne otázky. Ich právomoci v týchto otázkach sú však obmedzené, aby NCB mohli plniť svoje povinnosti v rámci Eurosystemu.

### **5.3. Monetárna stratégia ECB**

Európska centrálna banka má k dispozícii všetky potrebné menovopolitické nástroje na dosiahnutie svojho hlavného cieľa – cenovej stability. V roku 1998 formulovala Banková rada ECB tento cieľ „ako vzostup harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v euro-menovej oblasti o menej ako 2 % proti predchádzajúcemu roku“. Po zásadnom prehodnotení Banková rada svoj cieľ upresnila v tom zmysle, že

jeho definícia sa vzťahuje na strednodobý vzostup cenovej hladiny pod 2 %-nú hranicu, pritom však blízko tejto hranice. Podľa tejto definície s cenovou stabilitou nie je zlučiteľná nielen inflácia nad 2 %, ale aj deflácia, ktorá je spojená s nákladmi podobne ako inflácia.<sup>66</sup> Niektorí ekonómovia sa nazdávajú, že Rada guvernérov ECB mala spresniť aj obsah pojmu „stredné obdobie“.

Cenová stabilita je podľa článku 105 (1) Zmluvy o Európskej únii primárnym cieľom ESCB. Tento systém má však okrem toho ešte podporovať (pravda, nie na úkor cenovej stability!) ďalšie ciele hospodárskej politiky v Spoločenstve. Tieto „sekundárne“ ciele sa však uvádzajú pomerne nejasne (ekonomický a sociálny pokrok, vysoká úroveň zamestnanosti). Cenová stabilita má, prirodzene, prednosť pred týmito „sekundárnymi“ cieľmi, jej definícia však teoreticky ponecháva Eurosystemu určitú voľnosť rozhodovať o svojej monetárnej stratégii. Napriek tomu Eurosystem sa rozhodol jednoznačne zdôrazniť cenovú stabilitu (s určitým zveličením možno povedať „cenová stabilita za každú cenu“) a v praxi neprihliadať na iné aspekty. Táto skutočnosť nie je podľa nášho názoru prednosťou, ale (najmä v porovnaní s pružnejším prístupom Fed-u) skôr nedostatkom Eurosystemu.

Moderná monetárna teória už dávnejšie orientuje menovú politiku centrálnej banky na dva kľúčové nástroje, pomocou ktorých možno zabezpečiť jej primárny cieľ – cenovú stabilitu.<sup>67</sup> Prvým základným nástrojom je stanovenie tzv. refinančných sadzieb, ktorými ECB môže priamo ovplyvňovať, resp. kontrolovať krátkodobé úrokové sadzby na peňažnom trhu. Na druhej strane dlhodobejšie finančné nástroje môže ponúknuť tak verejný, ako aj súkromný sektor, v dôsledku čoho je pre centrálnu banku (a teda aj pre ECB) takmer nemožné, aby ovládla peňažný trh úplne a kontrolovala úrokovú mieru. Dlhodobejšie úrokové sadzby stelesňujú očakávania budúcej inflácie a budúce menovopolitické opatrenia. Tieto očakávania sú mimo kontroly centrálnej banky, a preto dlhodobé úrokové sadzby nemožno usmerňovať s dostatočným stupňom presnosti. Problém spočíva v tom, že centrálna banka kontrolujú krátkodobé procesy (short

---

<sup>66</sup> Náklady spojené s defláciou sa niekedy neprávom podceňujú. O nesprávosti takého prístupu svedčia nielen katastrofálne dôsledky deflácie, ktorá sprevádzala Veľkú depresiu v 30. rokoch minulého storočia, ale aj vývoj japonskej ekonomiky v ostatných desaťročiach.

<sup>67</sup> Pripomíname, že nie tak dávno prevládal v EÚ monetaristický prístup k menovej politike. Je zaujímavé, že Spojené štáty, v ktorých sa najviac rozvinula monetaristická doktrína obsahujúca striktné formulovanú koncepciu menovej politiky, túto doktrínu už dávnejšie opustili.

maturity), zatiaľ čo ekonomiku ovplyvňujú dlhodobé úrokové sadzby, pretože firmy a domácnosti si požičiavajú predovšetkým na dlhšie obdobia (od 1 do 20 rokov alebo viac).

Vo väčšine krajín využívajú veľmi krátkodobé úrokové sadzby iba banky a iné finančné inštitúcie pri vzájomných vzťahoch, a preto bezprostredne neovplyvňujú domácnosti a firmy.<sup>68</sup> Ceny účastín a menové kurzy, ktoré sú ďalšími kanálmi, pomocou ktorých menová politika ovplyvňuje ekonomiku, takisto obsahujú očakávania podobné tým, ktoré vplývajú na dlhodobé úrokové sadzby. Tak môžu centrálné banky nepriamo pôsobiť na ekonomiku. Ovplyvňujú dlhodobé úrokové sadzby prostredníctvom svojho pôsobenia na budúce krátkodobé sadzby a infláciu. Z toho vyplýva, že druhým kanálom, ktorým centrálna banka môže ovplyvňovať ekonomické správanie, sú trhové očakávania. Centrálna banka môže vplývať na budúci vývoj ekonomiky a tým aj na očakávania úrokových sadzieb už samou svojou kredibilitou, t. j. aj bez zmeny aktuálnych úrokových sadzieb. Moderná monetárna teória je do značnej miery založená práve na kľúčovej úlohe očakávaní. „Menová politika sa časom čoraz viac stáva umením ako manažovať očakávania“ (EEAG, 2007).

Nástup ECB i celého Eurosystemu sa spravidla hodnotí – a právom – ako veľký úspech. Nesporne to veľký úspech bol, jeho základom bola výborná „technická“ príprava zavedenia eura, o čo sa zaslúžil EMI na čele s prof. Alexandrom Lamfalussym. Možno povedať, že príbeh eura je (aspoň zatiaľ) príbehom o úspechu už preto, že ECB vcelku úspešne plnila svoj základný mandát udržať cenovú stabilitu, aj keď inflácia za dobu existencie eurozóny o niečo prevýšila 2 % ročne. Veľký úspech eura má však, ako sa obrazne vyjadril Ch. Wyplosz (2006), „dark sides“ (temné stránky). Jedna z nich sa zrejme týka *monetárnej stratégie ECB*.

Treba otvorene konštatovať, že ECB bola od svojho vzniku predmetom kritiky pre svoju stratégiu menovej politiky ovplyvnenú prístupom nemeckej Bundesbanky (De Grauwe, 2003; De Haan, 2005 a ďalší). ECB využívala operácie na voľnom trhu na usmerňovanie ceznočnej úrokovej miery, pričom sa mala opierať o dva piliere. Prvý

<sup>68</sup> V niektorých krajinách (Portugalsko a Spojené kráľovstvo) sa však dlhodobé úrokové sadzby indexujú podľa krátkodobej úrokovej miery. Ak sa napríklad krátkodobá miera zvyšuje, zvyšuje sa aj dlhobojšia sadzba podľa dohodnutého vzorca (contractual form). V takom prípade centrálna banka kontroluje nielen krátkodobé, ale aj dlhobojšie úrokové sadzby (Baldwin – Wyplosz, 2006). Podobných odlišností je v Spojenom kráľovstve viac, čo tiež ovplyvňuje britský postoj k vstupu do eurozóny.

pilier, monetárny pilier, definovaný ako „vedúca úloha peňazí“, sa zakladal na analýze vývoja menových agregátov, predovšetkým  $M_3$ . Druhý pilier zahŕňal zasa všetky relevantné indikátory, ktoré mali poskytnúť „široko založené hodnotenie“ ostatných faktorov ovplyvňujúcich infláciu.

Hlavným kontroverzným prvkom v monetárnej stratégii ECB boli, v tom čase už viac-menej prekonané, monetaristické východiská. ECB totiž používala na hodnotenie rizík cenovej stability ako kvantitatívnu referenčnú hodnotu ročnú mieru rastu širokého menového agregátu  $M_3$ . V dvojpilierovej monetárnej stratégii ECB mala teda jednoznačne rozhodujúcu úlohu zásoba peňazí – teda menový, resp. monetárny pilier. Druhý pilier vystupoval v celej stratégii viac-menej formálne. Niektorí kritici (pozri polemiku medzi W. Buiterom (1999) a O. Issingom (1999)) jej vytýkali napríklad nejasnosť a malú transparentnosť. Veľmi dôležitú úlohu v tejto kontroverzii zohrala skutočnosť, že väčšina (!) centrálnych bánk už v čase vzniku európskej menovej únie opustila menové agregáty ako spoľahlivého sprievodcu menovej politiky. Pravidlá rastu množstva peňazí mali dôležitú úlohu v prvej polovici 80. rokov (obdobie dezinflácie), neskôr však nižšia inflácia a účinky IT revolúcie na bankovú technológiu viedli k tomu, že všetky menové agregáty začali vykazovať značnú nestabilitu a stali sa nespoľahlivým indikátorom budúcej inflácie (De Grauwe – Polan, 2005). To všetko robilo novú centrálnu banku zastaranou ešte predtým, ako začala uskutočňovať svoje operácie.

ECB spočiatku reagovala na kritiku nie veľmi rozhodne a uskutočnila iba niektoré menej zásadné zmeny – napríklad pri publikovaní prognóz inflácie. Na jednej strane síce umožnila publikovať túto prognózu dvakrát ročne v časopise *Monthly Bulletin*, zároveň však zdôraznila, že ide o projekcie aparátu (*staff's projections*), nie o prognózy, a že tieto projekcie nevyhnutne nevyjadrujú názor Rady guvernérov. Ťažko nájsť lepší príklad názorovej schizofrénie. V tejto súvislosti treba azda pripomenúť slávny výrok prvého prezidenta ECB Wima Duisenberga, ktorý na kritické hlasy zareagoval: „Počujem, ale nepočúvam (I hear but don't listen). Napokon však W. Duisenberg predsa len „počúvol“ a ECB napokon v máji 2003 prehodnotila svoju menovú stratégiu. Aj v tomto prípade sa však nevyjadrila celkom jasne a nepostupovala v duchu tak často vyzdvihovanej transparentnosti. Vyhlásila, že „Rada guvernérov potvrdzuje, že jej menovopolitické rozhodnutia sa budú naďalej zakladať na komplexnej

analýze rizík cenovej stability. Časom sa analýza v rámci dvoch pilierov monetárnej stratégie prehĺbila a rozšírila. Táto prax bude pokračovať. Rada guvernérov však chce vyjasniť správu o krížovej kontrole informácie pri dospievaní k svojmu jednotnému súhrnnému hodnoteniu rizík cenovej stability“ (Press release, 8 May 2003).

Zmena, o ktorej ECB nejasne informovala verejnosť, sa predovšetkým týkala premenovania obidvoch pilierov, ktoré si navyše vymenili miesto, t. j. prvý sa stal druhým a druhý prvým. Nový prvý pilier, označený ako *ekonomická analýza*, je výslovne zameraný na „krátke a stredné obdobie“ a zahŕňa, s výnimkou menových agregátov, množstvo ekonomických ukazovateľov. Druhý pilier, nazvaný monetárna analýza, sa zameriava na „stredné a dlhšie obdobie“ a opiera sa o menové agregáty, osobitne  $M_3$ . Menové agregáty tak boli degradované a namiesto svojej pôvodnej „vedúcej úlohy“ sa stali iba nástrojom na „krížovú kontrolu“ záverov ekonomickej analýzy“. <sup>69</sup> Niektorí ekonómovia v týchto zmenách vidia odklon od Duisenbergovho „ale nepočúvam“. ECB sa podľa nich v praxi stala, podobne ako Fed, kabinetným, resp. salónnym stupňom inflačného cielenia (a closet inflation targeter). Sama ECB však rozhodne odmieta pokusy označovať jej činnosť zjednodušenými nálepkami.

Zmenu v monetárnej stratégii ECB, ktorá sa značne oneskorila za menovými „inováciami“ Fed-u a viacerých ďalších renomovaných centrálnych bánk, výstižne charakterizoval uznávaný monetárny expert De Grauwe takto: „ECB znížila význam peňažnej zásoby ( $M_3$ ) vo svojej menovopolitickej stratégii a dobre urobila. Nemá predsa vôbec žiadny význam predstierať, že peňažná zásoba je najdôležitejšou premennou, ktorú treba sledovať. Táto premenná je natoľko znehodnotená veľkým rozruchom, že už zriedkakedy dávala správny varovný signál o hrozbe budúcej inflácie“ (De Grauwe, 2003). Podobne chápal rozhodnutie Bankovej rady ECB aj L. Svensson (2003), ktorý uviedol, že ide o „zmenu v správnom smere, ktorá však sama nestačí“. Na základe ekonometrickej analýzy H. Berger a ďalší autori (2006) dokazujú, že rozhodnutia ECB o úrokových sadzbách nie sú zrejme ovplyvnené úvahami založenými

---

<sup>69</sup> Z toho by sa však nemal vyvodzovať záver, že sa menovým agregátom v analýzach ECB vôbec nevenuje pozornosť. Svedčí o tom napríklad štúdia *Interpreting Monetary Developments since Mid – 2004*, v ktorej sa podrobne objasňuje monetárna analýza tvoriaca obsah druhého piliera monetárnej stratégie. V článku sa podrobne skúma štruktúra menových agregátov (osobitne  $M_3$ ), krátkodobá a dlhodobá kauzalita medzi  $M_3$  a infláciou v eurozóne, účinok nízkej úrovne úrokových sadzieb na menový vývoj od polovice roku 2004 a ďalšie otázky (ECB Monthly Bulletin, July 2007).



na menovom pilieri. Hlavnými faktormi podmieňujúcimi zmeny v menovej politike sú hodnotenia budúceho vývoja reálnej ekonomiky a cien. Ani väčšina ekonometrických odhadov reakčných funkcií nepotvrďuje (Gerlach, 2004), že vývoj množstva peňazí ovplyvňuje rozhodnutia ECB o úrokových sadzbách.

ECB oficiálne tvrdí, že nemá inflačný cieľ, namiesto toho má vraj mandát na cenovú stabilitu, ktorý zahŕňa už spomínanú definíciu cenovej stability. V súvislosti s touto definíciou, ktorá sa nepriamo dotýka aj rizika deflácie, sa objavuje logická otázka: „Vieme (vlastne), ako by mala byť inflácia nízka? (Wyplosz, 2001). V eurozóne sa význam tejto otázky umocňuje tým, že tempá inflácie sa nevyhnutne od jednej krajiny k druhej odlišujú. To znamená, že prispôsobovania cien a miezd, ktoré sú nevyhnutné v prípade asymetrických šokov, sú ťažšie a komplikovanejšie v tých krajinách, kde je inflácia nižšia.

V ekonomickej literatúre venovanej európskej menovej únii sa často diskutuje o *nákladoch*, ktoré majú členovia eurozóny z toho, že majú jednotnú menovú politiku. Jednotná menová politika totiž už samotnou svojou definíciou, teda implicitne, hovorí, že nemôže vyhovovať každej členskej krajine. Teoreticky by jednotná menová politika mala vyhovovať takej „priemernej“ členskej krajine, ktorej všetky rozhodujúce ekonomické ukazovatele sú v dokonalom súlade s príslušnými „priemernými“ ukazovateľmi celej eurozóny, z ktorých ECB vychádza pri rozhodovaní o svojich menovopolitických nástrojoch. Je však zrejmé, že Eurosystem nemôže (alebo nemal by) vychádzať zo špecifických podmienok jednotlivých členských krajín. A „priemerná“ krajina – to je abstrakcia, ktorú ťažko spájať s konkrétnou členskou krajinou. Pravda, v literatúre sa možno stretnúť s tvrdením (pochádzajúcim od takej autoritatívnej osobnosti, ako je M. Feldstein, prezident prestížneho amerického NBER), že na menovú politiku ECB majú v skutočnosti rozhodujúci vplyv ekonomicky najsilnejší členovia eurozóny. Nazdávame sa, že v pomerne krátkej histórii eurozóny by sa našli viaceré príklady toho, že aj tu platí latinské „*primus inter pares*“.

Európska centrálna banka zrejme nedisponuje osobitnými nástrojmi, ktoré by vyhovovali každej členskej krajine. Platí tu okrídlené „*One size fits all*“. Do akej miery však táto „*one size*“ skutočne všetkým vyhovuje? Aká je skutočnosť?

Budeme najskôr vychádzať z toho, že v eurozóne existujú inflačné diferenciály – tak to aj skutočne bolo v rokoch 1999 – 2005. Možné vysvetlenia:

- Balassov – Samuelsonov efekt (čiastočne vysvetľuje vývoj v Írsku, Španielsku a Portugalsku);
- nesprávne stanovený počiatočný konverzný pomer (Nemecko);
- autonómne mzdové a cenové tlaky (Grécko, Holandsko, Španielsko, Portugalsko);
- chyby fiškálnej politiky;
- asymetrické šoky – práve o tie sa najviac zaujíma teória OMO (napríklad ropné šoky).

Jednotná menová politika ECB sa usiluje pôsobiť na cenovú hladinu tak, aby sa udržala v stanovenom pásme. Jej nástrojom je spoločná nominálna úroková miera v celej eurozóne. Problém je však v tom, že menová politika neovplyvňuje ekonomiku pomocou nominálnej úrokovej miery, podstatná je **reálna úroková miera**, t. j. nominálna miera mínus očakávaná inflácia. Zoberme si napríklad krajinu, kde inflácia je (a očakáva sa, že aj ostane) vyššia ako priemer, v dôsledku čoho jej menová politika je relatívne expanzívna. Platí to aj opačne. Krajina s nízkym rastom a nízkou infláciou čelí relatívne vysokej reálnej úrokovej miere, čo má, pochopiteľne, reštriktívny účinok. Tá istá nominálna úroková miera má teda pri rozdielnej inflácii odlišné konjunktúrne účinky. Pravda, sú tu ďalšie faktory, ktoré treba brať do úvahy – najmä zdroj inflačného diferenciálu.

Ďalší komplikovaný a kontroverzný problém jednotnej menovej politiky ECB sa týka toho, čo možno označiť ako **homogénnosť hospodársko-politických preferencií**, ktorá sa v ekonómii menovej integrácie považuje za jedno z kritérií OMO (Baldwin – Wyplosz, 2006). V eurozóne sa stretávame s tým, že nie vždy sa názory všetkých členských krajín na rôzne hospodársko-politické problémy zhodujú. Rozdiely môžu byť dokonca aj v tom ako reagovať na symetrický šok. Názory na to, aký by mal byť „najlepší spôsob“ riešenia šoku, sa zriedkakedy zhodujú. V týchto sporoch aktívne vystupujú politické strany, odbory a lobisti, takže nemožno presne predvídať, aké názory prevládnu. Podporovať vývozcov alebo dovozcov, poskytovať rozsiahle dotácie poľnohospodárstvu, preferovať opatrenia proti inflácii alebo proti nezamestnanosti? Ak sa názory rôznych členov eurozóny nezhodujú, potom zrejme majú aj odlišné predstavy

o tom, aká by mala byť menová politika centrálnej banky. Nech je však jej menová politika akákoľvek, všetkým nemôže vyhovovať. Nie sú potom vylúčené ani hlasy, že menovú úniu treba opustiť – také hlasy (resp. hlas) sa napríklad v Taliansku skutočne v roku 2005 objavil. Inokedy je Európska centrálna banka zasa predmetom ostrej kritiky za „nesprávne“ stanovenie úrokových sadzieb, ktoré vraj vyhovujú iba špekulantom. Takto napríklad v septembri 2007 vystúpil francúzsky prezident N. Sarkozy.

V ekonomickej literatúre sa objavujú aj ďalšie pokusy o odhad nákladov spojených s jednotnou menovou politikou ECB. Jeden zaujímavý prístup vychádza z toho, že menová politika ECB nemôže reagovať na všetky odlišnosti ekonomického vývoja členských štátov – napríklad odlišnosti v cyklickom vývoji, v tempách rastu, miere nezamestnanosti a miere inflácie. Je prirodzené, že práve v týchto odlišnostiach sú korene rozdielov medzi jednotnou politikou ECB a menovou politikou, ktorú by preferovali jednotlivé členské štáty eurozóny. Čím väčší je tento rozdiel, tým väčšia je pravdepodobnosť, že menová politika ECB bude viac vzdialená od toho, čo by sa mohlo označiť ako optimálna menová politika. R. Clarida a kol. (1998) označili tento rozdiel ako *špecifický stres krajiny*. „Stres v monetárnom systéme vzniká, ak centrálna banka z hocikákeho dôvodu nemôže optimálne regulovať svoje menovopolitické nástroje“ (EEAG, 2007).

Autori EEAG správy o európskej ekonomike 2007 sa pokúsili kvantifikovať tieto indikátory stresu pre jednotlivé členské štáty eurozóny (s výnimkou Luxemburska) za roky 1999 – 2006.<sup>70</sup> Zistili pritom, že najnižšie absolútne hodnoty štrukturálneho stresu v eurozóne mali Belgicko (+0,12) a Taliansko (-0,16), čo znamená, že práve týmto krajinám by mala najviac vyhovovať jednotná menová politika ECB. Najväčšie odchýlky sa naproti tomu zistili v prípade Írska a Nemecka. To znamená, že ak by

<sup>70</sup> Výpočet indikátora stresu vychádza z predpokladu, že všetky členské štáty sa dobrovoľne rozhodli vstúpiť do EMÚ, čím ukázali, že dávajú prednosť jej inštitucionálnemu usporiadaniu, ako aj jej menovej politike pred situáciou prevládajúcou pred eurom. Zároveň sa však predpokladá, že fungovanie ekonomiky (jej štrukturálne parametre) je v zásade rovnaké vo všetkých členských štátoch eurozóny. Vzhľadom na to, že ECB musí brať do úvahy vývoj na agregátnej európskej úrovni (resp. priemerné európske premenné), asymetrie v inflácii a cyklickom vývoji medzi členskými štátmi vyvolávajú rozdiely medzi aktuálnou úrokovou mierou ECB a úrokovou mierou, ktorá by sa stanovila tak, že by sa na národnej úrovni aplikovalo to isté Taylorovo pravidlo ako v prípade ECB, reagujúce na národnú infláciu a národný rast, a nie na príslušné agregáty eurozóny. Práve tento rozdiel sa označuje ako špecifický stres krajiny. Záporná hodnota tohto indikátora stresu (pri danej odhadovanej reakčnej funkcii ECB) znamená, že aktuálna menová politika ECB je pre danú krajinu viac akomodatívna, ako by sa mohlo očakávať pri použití údajov špecifických pre danú krajinu. Ak je na druhej strane hodnota indikátora stresu kladná, monetárna politika je pre danú krajinu príliš „tesná“. (EEAG, 2007).

ECB formulovala menovú politiku iba pre samotné Írsko, potom by v priemere stanovila úrokovú sadzbu o 1,2 percentuálneho bodu vyššie (hodnota štrukturálneho stresu bola -1,20). Druhým, opačným extrémom bolo Nemecko, kde by priemerná úroková miera v rokoch 1999 – 2006 bola zase o takmer 0,4 percentuálneho bodu nižšia (zistená hodnota štrukturálneho stresu bola +0,4).

Podobné výpočty pre Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo, teda nečlenov eurozóny, ukázali, že v prípade Dánska a Švédska tieto rozdiely nie sú príliš veľké, zatiaľ čo odchýlku prevyšujúcu 0,4 (t. j. -0,44) percentuálneho bodu vypočítanú pre Spojené kráľovstvo možno pokladať za významnejšiu. Cyklický stres vypočítaný pre Spojené kráľovstvo bol napríklad oveľa väčší ako vo Francúzsku alebo Nemecku, teda v štátoch, ktorých veľkosť je porovnateľná so Spojeným kráľovstvom. Najmä rastové očakávania Spojeného kráľovstva neboli synchronizované s eurozónou. Z toho vyplýva, že ak by podobné cyklické odchýlky pretrvávali, poskytl by Spojenému kráľovstvu ďalší dobrý argument proti vstupu do eurozóny.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> Existujú aj ďalšie štúdie, v ktorých sa analyzuje adekvátnosť menovej politiky ECB pre členské štáty európskej menovej únie. B. Hayo (2006) napríklad dokazuje, že takmer všetky členské štáty eurozóny mali v rokoch 1999 – 2004 z titulu svojho členstva v EMÚ nižšie nominálne úrokové sadzby v porovnaní s predchádzajúcim menovým režimom. „Inak povedané, ak by nevznikla EMÚ, tieto krajiny by mali reštriktívnejšie menové politiky ako pri režime ECB“ (Hayo, 2006). Jedinou výnimkou podľa Haya bolo Nemecko, ktoré sa muselo vyrovnáť pri režime ECB s trocha vyššími úrokovými sadzbami v porovnaní so sadzbami určenými Bundesbankou.

## 6. CENTRÁLNE BANKOVNÍCTVO A GLOBÁLNA FINANČNÁ KRÍZA

Svetovú ekonomiku zasiahol v roku 2007 mimoriadne silný finančný šok, ktorý prerástol na globálnu finančnú krízu a viedol k rýchlemu spomaľovaniu ekonomického rastu, pričom viaceré vyspelé ekonomiky sa dostali až na okraj recesie, alebo (ako napríklad Spojené štáty, Nemecko, Taliansko, Španielsko, Švédsko, Írsko, Japonsko a ďalšie) už do nej sklízli. Niektorí vplyvní publicisti, komentátori a neoliberálne, resp. neokonzervatívne orientovaní ekonómovia a politici spočiatku vysvetľovali rozvíjajúcu sa „poruchu“ iba ako krízu likvidity, o ktorej nepredpokladali, že bude mať dlhé trvanie. Čoskoro sa však ukázalo, že jednoduché liberálne poučky o všemocnom, všetko spoľahlivo riešiacom trhu asi veľmi nepomôžu.

Hlbšie uvažujúci ekonómovia – napríklad Richard Baldwin, politický riaditeľ CEPR – si kládli otázky o hlbších súvislostiach prehlbujúcej sa krízy a hľadali na ne odpoveď. „Ako by mohlo niekoľko nezodpovedných vlastníkov domov v Spojených štátoch zruinovať Nemeckú zemskú banku, vyvolať reštrukturalizáciu veľkej francúzskej banky a donútiť Fed a Európsku centrálnu banku (ECB) uskutočniť záchranné injekcie v podobe hotovosti? Príbeh bol nepochybne komplikovanejší ako problém štandardného poskytovania úveru“ (The First Global Financial Crisis of the 21 st Century 2008).

Otázok pribúda a ukazuje sa, že tak ekonómovia ako aj politici a hospodársko-politickí odborníci zodpovední za hľadanie východiska z krízy musia odmietnuť jednoduché odpovede, ktoré v tejto „poruche“ nevidia vážne zlyhanie existujúceho ekonomického systému, ale iba v podstate bežnú „normálnu“ poruchu trhu, ktorý si napriek všetkému uchováva schopnosti samoregulácie, samokorektúry a je schopný zabezpečiť zdravý ekonomický vývoj.

Finančná kríza, ktorá naplno prepukla v auguste 2007 po kolapse trhu s podradnými hypotékami v USA (subprime mortgage market),<sup>72</sup> vstúpila v septembri 2008 do

---

<sup>72</sup> Prvé „lastovičky“ ohlasujúce blížiacu sa finančnú krízu sa objavili už skôr. V chronológii varovných signálov (The First Global Financial Crisis of the 21st Century, 2008) sa ako prvý signál uvádza ohlásenie bankrotu americkou spoločnosťou Ownit Mortgage Solutions, ku ktorému došlo už 28. decembra 2006. Po ňom nasleduje dlhý zoznam, ktorý vypočítava menšie i väčšie „pohromy“ pravidelne postihujúce rozličné úseky amerického finančného sektora (prípadne iných krajín) alebo uvádza dôležité menovopolitické a iné opatrenia. Napríklad prvým záznamom z roku 2007 bolo zasadanie Bankového výboru amerického Senátu, ktorý sa zaoberal bezohľadným

búrlivej novej fázy, ktorá hlboko otriasla dôverou v globálne finančné inštitúcie a trhy. Veľmi dramaticky sa odhalili problémy s platobnou schopnosťou finančných, úverových a neskôr aj ďalších podnikateľských inštitúcií, ktoré vyvolali sériu bankrotov a fúzií, čo zasa urýchlilo vládne, resp. verejné intervencie do ekonomiky najskôr v USA a neskôr aj v západnej Európe a v ďalších regiónoch svetového hospodárstva. Možno povedať, že vlády, centrálné banky a ďalšie verejné orgány v USA a Európskej únii reagovali vcelku rýchlo. Oznamili a začali uskutočňovať ďalekosiahle opatrenia zamerané na podporu kľúčových inštitúcií, stabilizáciu trhov a obnovenie dôvery.<sup>73</sup> Táto snaha však zatiaľ nebola veľmi úspešná. Napriek viacerým zásahom a opatreniam FRS, ECB, Anglickej banky, Švajčiarskej národnej banky a japonskej Nippon Ginko zameraným na posilnenie likvidity sa situácia veľmi nezlepšila, skôr naopak. Finančné trhy zostali veľmi labilné a ich reakcie sú stále ťažko predvídateľné. Čoraz viac je zrejmé, že už nejde iba o krízu na trhu s podradnými hypotékami (subprime crisis), ale o prvú skutočne **globálnu finančnú krízu** nevídaných rozmerov. Svedčia o tom napokon aj výroky viacerých významných ekonómov, bankárov a investorov. Na prvom mieste je to niekdajšia legenda svetového centrálneho bankovníctva **Alan Greenspan**, ktorému mnohí kritici pripisujú spoluzodpovednosť za katastrofický vývoj

---

(predatory) požičiavaním v sektore s podradnými hypotékami (subprime sector). Dôležitým pojmom používaným pri charakteristike finančnej krízy je pojem **subprime**, ktorý sa v slovníčku pripojenom k citovanej práci charakterizuje takto: „vypožičiavajúce si subjekty, ktorých slabé úverové zázemie ich nekvalifikuje na výhodnejšie úrokové sadzby (prime interest rates). V Spojených štátoch asi 20 % hypoték v celkovej sume prevyšujúcej bilión dolárov v rokoch 2005 a 2006 bolo podradných (subprime), čo vysoko prevyšuje historické rekordy“.

<sup>73</sup> Spolu s globálnou finančnou krízou a s ňou priamo alebo nepriamo spojenou ekonomickou recesiou ožili spomienky na Veľkú krízu (resp. depresiu), ktorá ťažko postihla svetové hospodárstvo v 30. rokoch minulého storočia. Tiež Veľkej krízy, na ktorú príslušné authority (vlády, centrálné banky) nereagovali ani rýchlo ani s dostatočnou razanciou, sa stal (resp. mal by sa stať) varovaním a výstrahou pre budúce generácie. (Pri tomto porovnávaní však treba pripomenúť, že v 30. rokoch 20. storočia neexistovali žiadne medzinárodné ekonomické inštitúcie ako MMF, WTO, resp. regionálne integračné zoskupenia, ktoré by umožňovali kolektívne reagovanie na Veľkú krízu, prípadne iné ekonomické poruchy.) Vlády a centrálné banky sa v 30. rokoch väčšinou spoliehali na samoregulačnú úlohu trhu (fungujúceho v duchu dogiem extrémneho liberalizmu) a ich hospodárska politika najmä v kritických vývojových fázach mala potom celkom logicky charakter „ničnerobenia“. V tejto súvislosti je pamätný najmä výrok finančníka Andrew Mellona, ktorý v Hooverovej vláde stál na čele dôležitého ministerstva financií USA. A. Mellon reagoval na burzovú krízu v roku 1929 takto: „Likvidujte pracovnú silu, likvidujte akcie, likvidujte farmárov, likvidujte nehnuteľnosti, očistite systém od hniloby“. V súčasnosti sa našťastie takéto „odborné“ rady, ktoré vtedy ovplyvnili aj prezidenta Hoovera uskutočňujúceho väčšinou politiku vyvolávajúcu iba zdanie, že sa niečo robí, v podstate (aspoň pokiaľ ide o stanoviská významnejších odborníkov) nevyskytli. Dôsledky politiky ničnerobenia (alebo takmer ničnerobenia, resp. predstierania protikrizových opatrení) boli v 30. rokoch katastrofálne. Pokiaľ ide o USA, Augiášov chliev v americkej ekonomike musel dlho čistiť až nový prezident USA F. D. Roosevelt. Podobná úloha zrejme čaká aj na novozvoleného prezidenta B. Obamu, ktorý nezaháfa a pripravuje novodobý New Deal.

„udalostí“.<sup>74</sup> A. Greenspan, ktorý podobne ako Bushov minister financií Henry Paulsen okrem iného odmietal snahy o regulovanie finančného trhu preplneného toxickými cennými papiermi, napokon vo svojom vystúpení v kongresovom výbore pripustil, že sa dopustil chýb. V apríli 2008 Greenspan vyhlásil: „Súčasná finančná kríza v Spojených štátoch môže byť najničivejšia od konca druhej svetovej vojny“ (Financial Times, 16. 4. 2008). Na potrebu zmeny paradigmy pre fungovanie finančných trhov veľmi jasne poukázal miliardár **George Soros**: „Nachádzame sa uprostred najhoršej finančnej krízy od roku 1930. V niektorých smeroch táto kríza pripomína iné krízy, ktoré vznikli v ostatných dvadsiatich piatich rokoch, je tu však jeden hlboký rozdiel: súčasná kríza svedčí o konci úverovej expanzii založenej na dolári ako medzinárodnej rezervnej mene. Periodické krízy boli súčasťou širšieho procesu striedania prosperity a recesie, súčasná kríza je kulmináciou superboomu, ktorý trval viac ako dvadsaťpäť rokov.

Na pochopenie toho, čo sa odohráva, potrebujeme novú paradigmu. Paradigma, ktorá prevláda v súčasnosti, totiž, že finančné trhy smerujú k rovnováhe, je falošná a zavádzajúca; naše súčasné ťažkosti možno do značnej miery pripísať skutočnosti, že medzinárodný finančný systém sa rozvinul na základe tejto paradigmy“ (Soros, 2008).

Stav americkej ekonomiky vykreslil v čiernych farbách aj Joseph Stiglitz: „Súčasná finančná kríza je najhoršia akú svet zažil od Veľkej depresie v tridsiatych rokoch“ (**Joseph Stiglitz**, nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu, The Economic Times, 19. 3. 2008).

Na problém riadenia rizík upozornil Horst Köhler: „Kapitalizmus nie je len o tom ako vytvárať zisky. Je predovšetkým o riadení rizík. Súčasná finančná kríza dokazuje, že veľa hráčov na trhu vo veľkých bankách si toto pravidlo neuvedomuje“

---

<sup>74</sup> T. Boeri a L. Guiso dokonca označujú americkú krízu na trhu podradných hypoték za Greenspanovo dedičstvo. Vychádzajú z toho, že súčasná kríza sa málo ponáša na Veľkú depresiu z roku 1929, ktorú vyvolal kolaps výroby a spotreby umocnený drastickým obmedzením ponuky bankového úveru, čo zasa spájajú s tým, že Fed prestal fungovať ako veriteľ poslednej inštancie. V súčasnej kríze sa však Fed správa celkom inak a podobne ako iné centrálné banky poskytuje trhu potrebnú likviditu. Príčiny terajšej krízy v USA spájajú títo spolupracovníci Centra pre výskum hospodárskej politiky (CEPR) s pôsobením troch faktorov pôsobiacich v oblasti financií a peňažného obehu:

1. Nízka finančná gramotnosť amerických domácností.
2. Finančné inovácie, ktoré viedli k masívnej sekuritizácii nelikvidných aktív.
3. Politika nízkych úrokových sadzieb, ktorú presadzoval Greenspanov Fed v rokoch 2001 až 2004.

Za najdôležitejšiu príčinu považujú Greenspanovu politiku, bez ktorej by vraj k súčasnej kríze pravdepodobne vôbec nedošlo. K hodnoteniu úlohy týchto faktorov sa vrátíme v ďalšej časti.

(*Horst Köhler*, nemecký prezident, Der Spiegel, 15. 5. 2008). Ostrú kritiku na adresu bánk vyslovil známy americký miliardár a investor Warren Buffet: „Banky sa samy blamovali, brali na seba priveľké riziká... Je to ich vina. Nemá cenu obviňovať kohokoľvek iného“ (*Warren Buffet*, miliardár a investor, El Pais, 25. 5. 2008).

Na vinu politikov pri vzniku súčasnej globálnej krízy poukázal zase bývalý generálny riaditeľ (1987 – 2000) Medzinárodného menového fondu *Michel Camdessus*. Súčasná kríza podobne ako mexická kríza (1994 – 1995) a ázijská kríza v rokoch 1997 – 1999 má podľa neho svoje korene v neregulovanej časti peňažného trhu. MMF už počas mexickej krízy požadoval dohľad nad kapitálovými trhmi a počas ázijskej krízy sa v MMF prijalo dokonca jednomyseľné rozhodnutie, ktoré umožňovalo tento dohľad v praxi aj zaviesť. Problém bol v tom, že vlády sa (tak ako inokedy) zdráhali uskutočniť dôležité závery MMF vo svojich krajinách. Keď však kríza pominula, vrátila sa eufória a na reformy sa zabudlo. Teraz však už podľa Camdessusu každý vidí, že **trhom nemožno ponechať bezbrehú slobodu** (podčiarkol J. I).<sup>75</sup> V rozhovore pre ekonomický denník Les Echos M. Camdessus povedal: „Ak vo svetovej obci niet strážcu, tá sa rýchlo stane obcou banditov, v ktorej všetci podvodníci a ľudia bez zábran, ako to vidíme teraz na peňažných trhoch, tvoria zákony“.

Čoraz viac je teda zrejmé, že predstavy o krátkodobom charaktere finančnej krízy sa nepotvrdili. Profesor Harvardovej univerzity a bývalý hlavný ekonóm MMF Kenneth Rogoff poukazuje na to, že po období impozantných ziskov a rastu potrebuje finančný sektor konsolidáciu, pri ktorej sa bude oddeľovať „zrno od pliev“. To znamená, že slabým bankám sa musí umožniť bankrot alebo fúzia (bežní vkladatelia sa budú vyplácať zo štátnych poisťovacích fondov), aby sa zdravé a solventné banky mohli konsolidovať a prispieť k postupnej stabilizácii celej ekonomiky.<sup>76</sup>

<sup>75</sup> Pravda, aj teraz sa nájdu extrémni liberáli, ktorí tak ako počas Veľkej krízy A. Mellon, Friedrich August von Hayek a Ludwig von Mises volajú po ničím neobmedzovanej slobode všetkých (teda aj finančných) trhov. Pripomína to zásadu formalistickej právnej školy „Fiat iustitia, pereat mundus“ (Spravodlivosť musí zvíťaziť, aj keby mal zahynúť svet).

<sup>76</sup> Pravda, praktické rozhodovanie o tom, ktorú banku (alebo podnik) treba zachrániť a ktorú nechať padnúť, vôbec nie je jednoduché. Ekonomovia v tejto súvislosti často poukazujú na problém tzv. morálneho hazardu, resp. subjektívneho rizika. Morálny hazard predstavuje takú formu zlyhania trhu, pri ktorej „poistenie“ proti riziku zvyšuje pravdepodobnosť, že dôjde k „poistnej“ udalosti. Je zrejmé, že pomerne dávno pred vznikom finančnej krízy sa riziko morálneho hazardu v USA (ale aj v mnohých ďalších krajinách a na rôznych trhoch) podceňovalo. Po vypuknutí finančnej krízy sa však rozhodovanie, či konkrétnu banku (podnik) zachrániť alebo nechať padnúť, veľmi komplikuje. Svedčí o tom aj prípad americkej investičnej banky Lehman Brothers, ktorú nechal padnúť minister financií Henry Paulsen. Lehman Brothers bola štvrtou najväčšou investičnou bankou



Za týchto okolností by sa zrejme nemalo brzdiť konsolidácia úverových trhov, ktorá je potrebná z viacerých dôvodov. Riešenie tejto úlohy bude veľmi ťažké vzhľadom na krach významných úverových inštitúcií (okrem Lehman Brothers napríklad aj Bear Stearns), čo viedlo nielen k ďalšej strate majetku akcionárov a veriteľov, ale aj k ďalšiemu zmenšeniu úveru poskytovaného týmito investičnými bankami. O značnú časť svojho kapitálu prišli aj komerčné banky, čím sa zmenšila ich úverová kapacita. Osobitne nepriaznivým faktorom sa stala finančná panika, ktorá nastala po páde Lehman Brothers a hrozbe krachu poisťovacieho gigantu AIG. Počas finančnej paniky zamŕzajú úverové linky a aj zdravé firmy ťažko získavajú krátkodobý úver a často nemôžu predat ani krátkodobé obligácie.<sup>77</sup>

Viacerí ekonómovia a menoví odborníci pri analýze finančnej krízy upozorňujú na ultrašpekulatívny vplyv financovania nazývaný aj **Ponziho financovanie**,<sup>78</sup> ktoré sa zaslúžilo o vznik nevidanej „peňažno“ – úverovej bubliny. Tento typ financovania sa zakladá na nadmerne optimistických očakávaniach, že sa aktíva v budúcnosti zhodnotia, čo umožní plnenie záväzkov. Ak sa hodnota aktív nezmení alebo dokonca klesne, nie je „podnikateľ“ schopný svoje záväzky plniť. Tento typ financovania, ktorý môže mať rôzne podoby, sa vyskytuje na rastúcich kapitálových trhoch. Ak trh začne stagnovat alebo klesať (a práve k tomu došlo pred vznikom súčasnej finančnej krízy) a aktíva sa ešte nepodarilo výhodne predat (a všetci špekulanti ich ani nemôžu výhod-

---

v Spojených štátoch a jej pád predstavuje najväčší bankrot v dejinách USA, ktorého lavinovitý efekt pocítila nielen americká, ale aj svetová ekonomika. Banka mala na svojich účtoch zlé úvery asi za 60 miliárd USD, hlavne pre problémy na trhoch s nehnuteľnosťami. Lehman Brothers požiadali o bankrotovú ochranu pred veriteľmi v polovici septembra 2008. Ministerstvo banke neponúкло štátnu pomoc a nechalo ju padnúť.

<sup>77</sup> Jeffrey D. Sachs uzatvára svoju analýzu americkej a globálnej konjunktúry takto: „Pokiaľ ide o USA, súčasné neodškriepiteľné strádanie miliónov ľudí, ktoré sa bude budúci rok s rastom nezamestnanosti ešte zosilňovať, je príležitosťou na prehodnotenie ekonomického modelu prijímaného od čias, keď v roku 1981 nastúpil do úradu prezident Reagan. Nízke dane a deregulácia vyústili v spotrebiteľské hýrenie, ktoré – pokiaľ trvalo – bolo síce príjemné, ale tiež splodilo obrovskú dôchodkovú nerovnosť, rozsiahlu vrstvu chudobných, značné zahraničné zadĺženie, zanedbávanie životného prostredia a infraštruktúry a teraz obrovský finančný chaos. Nadišiel čas na novú ekonomickú stratégiu – v podstate nový „New Deal“ (Sachs, 2008).

<sup>78</sup> Označenie tohto typu financovania sa spája s menom podvodníka Charlesa Ponziho, ktorý na základe sľubu zdvojnásobiť vložené finančné prostriedky nákupom medzinárodných poštových kupónov vylákal od 40 000 amerických investorov takmer 15 miliónov dolárov. Išlo teda o „pyramídovú stratégiu“, pri ktorej sa vyplácajú predchádzajúci investori pomocou príspevkov získaných od nových investorov bez toho, že by Ponzi v ničom podnikal, alebo investoval do cenných papierov. Táto „hra“ fungovala dobre, pokiaľ bola každá nová „generácia“ investorov početnejšia a prinášala viac peňazí ako predchádzajúca. Keď sa rast zastavil (a k tomu napokon musí dôjsť vždy), „hra“ skončila krachom. V auguste 1920 Ponziho za tento podvod odsúdili na tri a pol roka väzenia.

ne predat'), vedú takéto špekulačné aktivity k platobnej neschopnosti, k bankrotom a k finančnej kríze.

Na tieto riziká už dávnejšie upozorňoval Hyman P. Minsky (1986), podľa ktorého stabilita ekonomiky podstatne závisí od spôsobu financovania investícií, t. j. od podielu špekulatívneho a ultrašpekulatívneho typu financovania. Stabilita ekonomiky je tým väčšia, čím väčší je podiel obozretného spôsobu financovania. Príliš vysoký podiel ultrashpekulatívneho financovania narušuje stabilitu ekonomiky a robí ju krehkou a mimoriadne citlivou na rôzne ekonomické poruchy, ktoré môžu byť „rozbuškou“, signálom k rozsiahlej krízovej poruche.

V podobnom smere, resp. spolu s vysokým podielom ultrašpekulatívneho financovania môžu pôsobiť aj neregulované, resp. nedostatočne regulované peňažné a úverové „inovácie“, ktoré sa nevidane rozšírili v ostatných desaťročiach. Zdá sa, že bankári a rozliční investiční špekulanti vytvorili také množstvo rôznych finančných derivátov, že napokon sami prestali chápať, ako vlastne celý systém funguje. H. Köhler (2008), ktorý ako bývalý bankár a generálny riaditeľ MMF túto komplikovanú oblasť vynikajúco pozná, vyhlásil: „Obrovský komplex finančných produktov a možnosť uviesť do chodu veľké obchody s minimálnym vlastným kapitálovým ručením, umožnili vznik monštra, ktoré nemá už nič spoločné s reálnou ekonomikou“.

Elementárne poznatky ekonomickej teórie poukazujú na veľmi úzky vzťah, nerozlučnú vzájomnú súvislosť medzi reálnou ekonomikou a peňažno-úverovou sústavou. Peňažný obeh (ale aj úverový systém) predstavuje, obrazne povedané, krvný obeh celého ekonomického systému. Peniaze (vrátane úverových) umožňujú a podstatne uľahčujú všetky ekonomické transakcie, a preto sa niekedy označujú aj ako mazadlo, pomocou ktorého sa uskutočňujú všetky toky nielen v národnej, ale aj vo svetovej ekonomike. Namiesto „klasických“ hotovostných a úverových peňazí (napríklad vklady v bankách a finančných inštitúciách) už dávnejšie fungujú aj rozličné kvázi (alebo) „takmer“ peniaze (near money), cenné papiere a (v ostatných desaťročiach) aj rozličné ďalšie inovácie – finančné, resp. peňažné deriváty. Finančný trh sa na základe všetkých týchto „inovácií“, ktoré umožnili jeho dlhodobú expanziu, stal veľmi krehký. Vzniklo obrovské fiktívne bohatstvo založené na dlhoch.

Nemalú zásluhu na týchto deformáciách amerického finančného sektora mali hlboké zmeny v komerčnom bankovníctve, ktoré sa uskutočnili najmä v druhej polovici 90. rokov 20. storočia.<sup>79</sup>

Tieto javy sa neobmedzili na USA. Výsledkom bol dramatický vzostup finančných aktív a derivátov na celom svete. Na konci roku 2005 (IMF, 2007) celková suma finančných aktív 3,7-krát prevyšovala svetový HDP. Imaginárna suma všetkých derivátov bola pritom dvojnásobkom objemu celkových finančných aktív.<sup>80</sup> M. Onado (2008) píše, že podstatu týchto procesov vystihol už Charles Dickens, ktorý definoval úver ako systém, „pri ktorom osoba, ktorá nemôže platiť, poskytuje inej osobe, ktorá tiež nemôže platiť, garanciu, že môže platiť“. Neprekvapuje, že na centrálné banky po celom svete sa vyvíja tlak, aby na trhoch s cennými papiermi pôsobili ako „tvorcovia trhu poslednej záchranu“ (Androsch, 2008).

Na jednej strane sa teda od centrálnych bánk veľa očakáva (fakticky regulácia finančných trhov), na druhej strane však čoraz viac ekonómov a menových expertov poukazuje na to, že aj centrálné banky sa samy dostávajú do ťažkostí a že neboli úspešné pri plnení svojej dôležitej funkcie bankového dohľadu. K Rogoff (2008), profesor ekonomie a verejnej politiky na Harvardovej univerzite sa napríklad pýta, či centrálni bankári majú v súčasnej situácii únikovú stratégiu. Za mimoriadne ohrozené pokladá práve centrálné banky, ktorých činnosť sme skúmali v tejto štúdii, t. j. Federálny

<sup>79</sup> Na pochopenie týchto zmien je potrebné vrátiť sa do 30. rokov minulého storočia, keď americkú ekonomiku postihla Veľká hospodárska kríza, ktorá mimoriadne silne zasiahla aj bankový sektor. Jedným z dôležitých stabilizačných opatrení podporovaných Rooseveltovou administratívou bolo prijatie nového bankového zákona (tzv. Glass – Steagal Act), ktorý začal platiť 1. januára 1934. K hlavným zámerom tohto zákona, ktorý zaviedol úrokové limity, zabezpečil povinné poistenie vkladov a založil Federálnu korporáciu na poistenie vkladov (FDIC), patrilo oddelenie komerčného a investičného bankovníctva. Článok 20 tohto zákona komerčným bankám zakazoval spájať sa s tzv. investičnými bankami. Komerčné banky nesmeli napríklad robiť zverenecké obchody s cennými papiermi, zatiaľ čo investičné banky zasa nesmeli získavať primárne vklady. Zákon bol od druhej polovice 80. rokov minulého storočia predmetom rastúcej kritiky, pričom silneli snahy o jeho zrušenie, resp. zásadnú revíziu. Túto snahu mimochodom podporoval aj FRS (teda inštitúcia, ktorá mala zabezpečovať bankový dohľad), ktorý v rámci svojich kompetencií uvoľňoval pravidlá pri obchodovaní s cennými papiermi vrátane niektorých obchodov patriacich pod Glassov – Steagalov zákon. Po ďalších úpravách Kongres napokon prijal a prezident 12. novembra 1999 podpísal Zákon o modernizácii finančných služieb, ktorý zrušil čl. 20 Glassovho – Steagalovho zákona a povolil fúzie komerčných bánk s poisťovňami a investičnými bankami do finančných holdingových spoločností. Napriek tomu, že tento zákon mal (aspoň podľa svojho názvu) modernizovať finančné služby, umožniť americkým bankám plne sa začleniť do medzinárodných finančných operácií a deregulovať bankový systém (čo sa považovalo za progresívny trend v modernom bankovníctve), nový zákon v skutočnosti otvoril cestu k nevidaným finančným špekuláciám, pre ktoré vytvorila priaznivé podmienky makroekonomická politika americkej vlády. Túto politiku podporoval FRS reagujúci na tzv. internetovú krízu (dot.com crash) koncom 90. rokov minulého storočia a začiatkom tohto storočia dodávkami veľkého množstva likvidity. Všetky tieto operácie sprevádzala navyše veľká dávka morálneho hazardu, v dôsledku čoho sa stal celý finančný systém USA ešte zraniteľnejší.

<sup>80</sup> Finančné deriváty pritom pred 30 rokmi ešte neexistovali.

rezervný systém Spojených štátov, Európsku centrálnu banku a Anglickú banku. Tieto giganty centrálneho bankovníctva (osobitne táto charakteristika platí o FRS a ECB) spolu poskytli krátkodobé pôžičky v sume niekoľko sto miliárd dolárov tak tradičným komerčným bankám, ako aj málo priehľadným neregulovaným „investičným bankám“. Iné centrálné banky tento vývoj sledujú s obavami, pretože miera neschopnosti splácať rozličné typy dlhov sa naďalej zvyšuje.

Profesor K. Rogoff si napokon kladie zásadnú otázku: Ako sa majú centrálné banky dostať z tejto hlbkej priepasti? Kľúč vidí v dôslednejšom rozlišovaní medzi finančnými spoločnosťami, ktorých ťažkú situáciu (napriek ich solventnosti) skutočne vyvolala panika (a preto je dočasná), a spoločnosťami, ktoré majú zásadné ekonomické problémy.<sup>81</sup> Centrálné banky (najmä Fed) by teda mali podporovať vhodnými ekonomickými nástrojmi stabilizáciu a konsolidáciu finančného sektora, namiesto bezhľadného poskytovania úverov, ktoré už v samom zárodku sú zárukou nedobytnosti.<sup>82</sup>

Zaujímavý je aj záver Rogoffovej analýzy, s ktorým asi nebudú mnohí predstavitelia finančného sektora súhlasiť. „Už je načase rozobrať celú krízu a vziať na vedomie, že finančný sektor prechádza fundamentálnymi zmenami a že nie je iba obeťou špekulačnej paniky vyvolanej pôžičkami na bývanie. Lepšia regulácia nesporne ponúka v dlhodobejšom výhľade čiastočné riešenie, nie je to však všeliak. Hlavnú časť nákladov musia niesť súčasní majitelia akcií a dlhopisov finančných spoločností, inak je len malá nádej, že sa v budúcnosti budú správať zodpovednejšie“.

Pokiaľ ide o samotné centrálné bankovníctvo a jeho úlohu v súčasnej globálnej finančnej kríze a v boji s ekonomickou recesiou si ekonómovia a menoví experti kladú a ešte dlho budú klásť rozličné otázky. Azda najviac otázok sa týka toho, prečo centrálné banky (prípadne iné authority zodpovedné za dohľad a reguláciu – napríklad v Austrálii, Spojenom kráľovstve a Japonsku) zlyhali vo svojej funkcii dohľadu a regulácie a ako by sa táto funkcia mala v budúcnosti transformovať. Ďalšie kľúčové otázky možno formulovať asi takto:

<sup>81</sup> Ide o kritériá, ktoré sú založené na spomínanom princípe tzv. morálneho hazardu. Centrálna banka by podľa tohto princípu v žiadnom prípade nemala zachraňovať podvodnícke investičné firmy typu americkej Bernard L. Madoff Investment Securities, ktorá fungovala na základe spomínanej Ponzioho schémy a podľa prvých odhadov urobených po jej krachu spreneverila vyše 50 miliárd USD. Ak by sa postupovalo opačne, podobní „finančníci“ by sa množili aj v budúcnosti a Spojené štáty by mohli pripravovať nové a nové plány na záchranu ekonomiky.

<sup>82</sup> Niektorí experti sa nazdávajú, že pozitívnu úlohu by mohli pri oživení ekonomiky zohrať tzv. štátne suverénne fondy.

Vystačia centrálné banky aj v budúcnosti s existujúcim (prevládajúcim) chápaním cieľov menovej politiky?

Ako postupovať pri riešení bankovej krízy? Nemala by centrálna banka prejsť od funkcie veriteľa poslednej inštancie k funkcii tvorcu trhu (market – maker) poslednej inštancie?

Akými kanálmi ovplyvňuje (resp. môže ovplyvňovať) globálna finančná kríza vývoj svetovej konjunktúry?<sup>83</sup>

Na záver (last but not least) chceme podčiarknuť, že pri všetkých úvahách o dôsledkoch globálnej finančnej krízy a ekonomickej recesie a najmä pri porovnávaní perspektív súčasného vývoja svetovej (ale aj slovenskej) ekonomiky s Veľkou hospodárskou krízou v 30. rokoch minulého storočia, nesmieme, resp. nemali by sme zabúdať, že svetová ekonomika (a nielen ona) sa od 30. rokov minulého storočia podstatne zmenila. Namiesto nevídaného protekcionizmu, ktorý rozdeľoval národné štáty, deformoval ich ekonomiky a brzdil ich rozvoj, existuje Svetová obchodná organizácia presadzujúca postupnú liberalizáciu svetového obchodu, namiesto celkom deformovaných menových vzťahov (existencia menových blokov) existuje (iste nie dokonalý, ale predsa len nie celkom bezmocný) medzinárodný menový systém, ktorý sa iste bude usilovať o ďalšiu reformu svojich inštitúcií. Existuje OSN so svojimi organizáciami a mnohé ďalšie medzinárodné ekonomické (najmä bankové) inštitúcie, G7, medzinárodné integračné zoskupenia (najmä pre nás tak významná Európska únia zahŕňajúca Ekonomickú a menovú úniu) a napokon, čo je osobitne dôležité, existujú nesmierne bohaté hospodársko-politické skúsenosti s protikrízovou a stabilizačnou politikou vlád, ktoré sa v žiadnom prípade nebudú spoliehať na extrémny liberalizmus v podobe politiky „ničnerobenia“.

---

<sup>83</sup> V našej štúdií sme sa osobitne nezaoberali vplyvom globálnej finančnej krízy, resp. ekonomickej recesie v Európskej únii na slovenskú ekonomiku. Zatiaľ sa zdá, že jedným z hlavných rizikových faktorov môže byť relatívne nízka diferenciacia slovenskej produkcie, čiže vysoká špecializácia slovenskej ekonomiky. Vzhľadom na to, že negatívne účinky svetovej konjunktúry (pokles dopytu) možno očakávať najmä v automobilovom a s ním spojených odboroch a odvetviach, mala by naša štrukturálna politika vychádzať z toho, že dôsledky ekonomickej recesie vytvárajú zároveň nie bezvýznamný priestor na realizáciu štrukturálnych zmien v slovenskej ekonomike. Bola by to aktívna reakcia na krízové výzvy.

## LITERATÚRA

1. Androsch, H. (2008): Finančná zraniteľnosť Európy. Projekt Syndicate, 2008. <www.project-syndicate.org>
2. Apel, E. (2003): Central Banking Systems Compared. The ECB, the pre – euro Bundesbank, and the Federal Reserve System. London: Routledge. Taylor & Francis Group.
3. Baldwin, R. – Wyplosz, Ch. (2006): The Economics of European Integration. London: McGraw-Hill.
4. Buiters, W. (1999): Alice in Wonderland. CEPR Policy Paper 1, Centre for Economic Policy Research, London.
5. Cecchetti, S. G. – Ó Sullivan, R. (2003): The European Central Bank and the Federal Reserve. Oxford Review of Economic Policy, 19, č. 1, s. 30 – 43.
6. Clarida, R. et al. (1998): Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence. European Economic Review, 42, p. 1033 – 1067.
7. Cukierman, A. – Webb, S. – Neyapti, B. (1992): Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. World Bank Economic Review, 6, s. 353 – 398.
8. De Grauwe, P. (2003): The Central Bank That has Missed the Point. Financial Times, May 13.
9. De Grauwe, P. – Polan, M. (2005): Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon? Scandinavian Journal of Economics, 107/2, p. 239 – 259.
10. Dornbusch, R. – Fischer, S. (1994): Makroekonomie. Praha: SPN a Nadace Economics.
11. Faltus, J. (1977): Náčrt všeobecných hospodárskych dejín. Bratislava: Edičné stredisko VŠE v Bratislave.
12. Faulkner, H. N. (1960): American Economic History. Eight Edition. New York: Harper & Brothers Publishers.
13. Federal Reserve System. Its Purposes and Function (1939): Washington D. C.: The National Capital Press.
14. Federal Reserve System (1994): Purpose and Functions 8<sup>th</sup> Edition. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC.
15. Federal Reserve System (2000): Eighty – Seventh Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC.
16. Gerlach, S. (2004): The Two Pillars of the European Central Bank. Economic Policy, 19, p. 390 – 439.
17. Goodhart, Ch, A. E. (2008): Bank of England. The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. London: Macmillan Publishers Ltd.

18. Greenspan, A. (1989): Statement to Congress. Federal Reserve Bulletin, 75, s. 272 – 277. Washington, DC.
19. Greenwald, D. and Associates (1965): The Mc Graw – Hill Dictionary of Modern Economics. New York: Mc Graw Hill, Inc.
20. Hayo, B. (2006): Is Monetary Policy Appropriate for the EMU Countries? A Counterfactual Analysis. Marburg Papers on Economics. No 10, p. 1 – 32.
21. Hester, D. D. (2008): Federal Reserve System. The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. London: Macmillan Publishers Ltd.
22. Churchill, W. S. (2006): Veľké demokracie. Dejiny po anglicky hovoriacich národov IV. Bratislava: Vydavateľstvo Európa.
23. IMF (2007): Global Financial Stability Report, April 2007.
24. Interpreting Monetary Developments since Mid – 2004. ECB Monthly Bulletin, July 2007, p. 51 – 74.
25. Issing, O. (1999): Willem in Wonderland. CEPR Policy Paper 2, Centre for Economic Policy Research, London.
26. Jonáš, J. a kol. (1994): *Oslava ekonomie*. Praha: Academia.
27. Knoop, T. A. (2008): Modern Financial Macroeconomics. Panics, Crashes, and Crisis. Oxford: Blackwell Publishing.
28. Köhler, H. (2008): Stern, máj 2008, č. 21.
29. Marková, J. (2006): Mezinárodní měnová spolupráce. Praha: Nakladatelství Oeconomica.
30. Marx, K. (1987): Kapitál 3, Bratislava: Nakladateľstvo Pravda.
31. Masciandaro, D. (ed.): Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe. New Architectures in the Supervision of Financial Markets. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
32. Minsky, H. P. (1986): Stabilizing and Unstable Economy. A Twentieth Century Fund Report. New Haven and London: Yale University Press.
33. Muchová, E. – Táncošová, J. (2004): Alan Greenspan. In: Iša, J. – Lisý, J.: Peniaze v ekonomickej teórii. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm.
34. Onado, M. (2008): The subprime crisis: who pays and what needs fixing. In: The First Global Financial Crisis of the 21st Century.
35. Pilbeam, K. (2006): International Finance. New York: Palgrave Macmillan.
36. Pollard, Patricia, S. (2003): A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve. The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February, p. 11 – 30.
37. Revenda, Z. (2001): Centrální bankovníctví. Praha: Management Press.
38. Rogoff, Kenneth (2008): Majú centrálni bankári únikovú stratégiu? Projekt Syndicate, 2008. <[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)>

39. Roubini, N. (2008): Prerastie finančná kríza v globálnu depresiu? Projekt Syndicate, 2008. <[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)>
40. Roubini, N. (2008): Tvár americkej recesie. Projekt Syndicate, 2008. <[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)>
41. Sachs, J. D. (2008): Konjunktúra, pokles a oživenie vo svetovej ekonomike. Projekt Syndicate, 2008. <[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)>
42. Samuelson, P. – Nordhaus, W. . (1998): *Ekonomía. Bratislava: Elita.*
43. Scheller, H. P. (2004): *Die Europäische Zentralbank. Geschichte, Rolle und Aufgaben. Frankfurt am Main: Europäische Zentralbank.*
44. Schumpeter, J. A. (1954): History of Economic Analysis. London: George Allen & Unwin LTD.
45. Soros, G. (2008): The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 4637. Svensson, L. E. O. (2003): In the Right Direction, But Not Enough: The Modification of the Monetary – Policy Strategy of the ECB. Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament.
47. Šikulová, I. (2008): Vývoj ekonomík nových členských štátov Európskej únie: ako bude pokračovať rozširovanie eurozóny. In: Workie Menbere, T. a kol.: Vývoj svetovej ekonomiky. Bratislava: Ekonomický ústav SAV.
48. The EEAG Report on the European Economy 2007. *CESifo, Munich.*
49. The First Global Financial Crisis of the 21st century (2008): A VOXEU.org Publication. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR). Website: <[www.cepr.org](http://www.cepr.org)>
50. Weber, M. (*Europa auf dem Weg zur Währungsunion.* Darmstadt: Wissenschaftliche Buchgesellschaft.
51. Werner Committee (1970): Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of economic and monetary union in the community, definitive text (Werner Report). Bulletin of the European Communities, Supplement 11. (Luxemburg: office for official Publications of the European Communities).
52. Wyplosz, Ch. (2001): Do we know how low should inflation be? In: Garcia Herrero, A. et al (eds.), Why Price Stability? European Central Bank, Frankfurt.
53. Wyplosz, Ch. (2006): European Monetary Union: the dark sides of major success. Economic Policy, April, p. 207 – 261.