

## Federálny rezervný systém

Nutnosť existencie samostatného úradu, ktorý by bol plnením svojich právomocí schopný zabezpečiť stabilný, flexibilný a zároveň bezpečný fiškálny a monetárny systém viedol predstaviteľov kongresu Spojených Štátov Amerických v roku 1913 k založeniu centrálnej banky „Federal Reserve“.

Počas 19. a začiatkom 20. storočia postihlo USA mnoho menších kríz, ktorých príčiny sa jednoznačne hľadajú vo finančnom sektore. Prostredie a doba, ktoré sa dajú charakterizovať narastajúcim počtom komerčných bánk a finančných inštitúcií bojovali s nedostatkom organizovanosti a absenciou efektívneho mechanizmu pre reguláciu a podporu expandujúceho finančného odvetvia. Finančné inštitúcie vo väčšine prípadov nedisponovali dostatočnými rezervami a boli vystavené každodenným problémom spojeným s ich platobnou schopnosťou. Neexistoval ani subjekt, ktorý by bol bankám s nedostatočnou likviditou schopný poskytnúť dodatočné finančné prostriedky potrebné na preklopenie obdobia platobnej neschopnosti. Situáciu bánk neľahčili ani klienti, ktorí zneistení výkyvmi trhov a správami o ťažkostiach tej ktorej banky pristúpili k hromadnému výberu svojich vkladov. Vo väčšine prípadov sa krízy rozvíjali nenápadne, krachom malej regionálnej banky. Panika sa však postupne rozšírila a do nezastaviteľnej vlny krachov siahla veľké množstvo ďalších inštitúcií. Podobné krízy končili až vtedy, keď sa veľké bankové domy vzájomne dohodli a na zastavenie paniky solidárne poskytli ohrozeným bankám prostriedky potrebné na preklopenie obdobia zníženej likvidity a hromadných výberov.

Práve jedna z podobných kríz, ktorá v roku 1907 bolestne zasiahla USA donútila kongres k založeniu Národnej monetárnej komisie (National Monetary Commission). Cieľom komisie bolo vytvoriť model inštitúcie, ktorá by zabezpečila, aby sa krízy tohto druhu v budúcnosti už neopakovali. Po takmer nekonečných rokovaní a debatách kongres schválil zákon „Federal Reserve Act“, ktorý poskytol platformu pre založenie siete federálnych rezervných bánk. Zákon vstúpil do platnosti podpisom prezidenta Woodrowa Wilsona 23. decembra 1913. Počas ďalšieho vývoja a existencie „Federal Reserve“ sa ukázalo, že tento zákon mal širší dosah na národnú ekonomiku ako aj na fiškálnu politiku krajiny a bol počas nasledujúcich rokov viacnásobne doplnený novými zákonmi, ktoré ujasnili funkcie a právomoci jednotlivých federálnych bánk.

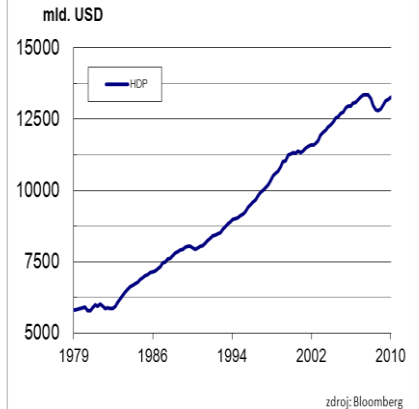
Neskôr kongres tiež definoval primárne ciele národnej banky, ktoré zahŕňali ekonomický rast na úrovni potenciálu krajiny, vysokú mieru zamestnanosti, stabilitu cien a dlhodobu primeranú úrokovú mieru.

Podstata uvedených cieľov ostala dodnes zachovaná. Úlohy, ktoré plní Federálny rezervný systém v súčasnosti sú kategorizovateľné do štyroch oblastí:

- Utváranie národnej monetárnej politiky prostredníctvom ovplyvňovania monetárnych a úverových podmienok s cieľom zabezpečiť maximálnu zamestnanosť, cenovú stabilitu a primeranú dlhodobú úrokovú mieru.

## Grafické informácie

**Graf. č. 1:** Vývoj reálneho HDP USA v konštantných cenách z roku 2005



**Graf č. 2:** Vývoj inflácie v USA od roku 1979



## VYPRACOVAL

Ing. Zoltán Csiba, analytik  
Bc. Martin Cesnak, analytik

**CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s.**

Ul. 29. augusta 36,

811 09 Bratislava

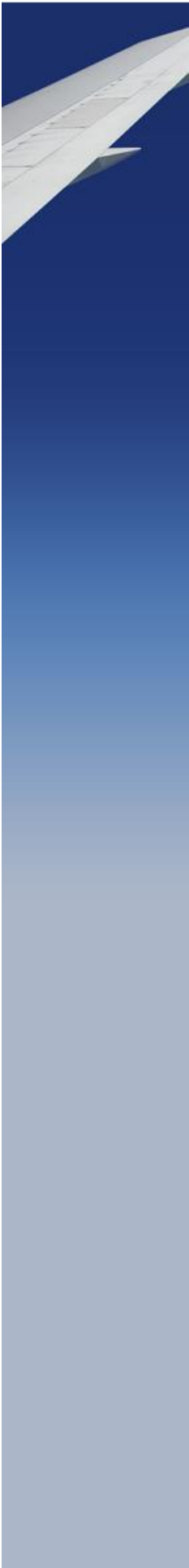
tel: +421 2 2070 6880

e-mail: [info@capitalmarkets.sk](mailto:info@capitalmarkets.sk)

[www.capitalmarkets.sk](http://www.capitalmarkets.sk)

Uvedený zoznam akcií nesmie byť chápaný ako investičné odporúčanie, ale iba ako východisko pre ďalšie skúmanie prostredníctvom fundamentálnych metód oceňovania, ako i technickej analýzy vývoja ceny a objemov na burze.

Upozornenie! Všetky obchody s cennými papiermi môžu viesť ako k ziskom, tak i k stratám. Všetky informácie týkajúce sa pravidiel vypracúvania a šírenia investičných odporúčaní podľa §132e až § 132n zákona 566/2001 o cenných papieroch nájdete na [www.capitalmarkets.sk/ID](http://www.capitalmarkets.sk/ID). Dohľad nad činnosťou spoločnosti CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s. vykonáva Národná banka Slovenska. Zdroj informácií: Bloomberg, <http://www.gfmag.com>



- Regulácia a vykonávanie dohľadu nad finančnými inštitúciami s cieľom zabezpečiť bezpečnosť a funkčnosť finančného systému a chrániť úverové práva spotrebiteľov.
- Udržiavanie stability finančného systému a potlačanie systematického rizika, ktoré na finančných trhoch môže vzniknúť.
- Poskytovanie finančných služieb finančným inštitúciami, americkej vláde a zahraničným inštitúciami a vykonávanie dohľadu a regulácie národného platobného systému.

Federálny rezervný systém je zložený z Rady guvernérov [1], so sídlom vo Washingtone D.C. a dvanástich federálnych rezervných bánk [2]. Rada guvernérov sa skladá zo siedmich členov, ktorí sú menovaní prezidentom USA a vo svojej funkcii potvrdení senátom Spojených štátov Amerických. Je agentúrou federálnej vlády USA a má výhradný dosah na zmenu úrovne povinných minimálnych rezerv. Takisto musí odsúhlasiť akúkoľvek zmenu v diskontných sadzbách iniciovanú ktoroukoľvek federálnou rezervnou bankou. Okrem toho má rada guvernérov široké právomoci týkajúce sa riadenia a regulácie amerického bankového systému. Má riadiace právomoci v bankách pôsobiacich na štátnej úrovni, ktoré sú členmi FED-u, podobne ako aj v spoločnostiach, ktoré vlastnia a ovládajú tieto banky. Ďalej v zahraničných aktivitách členských bánk, v aktivitách zahraničných bánk v USA a v inštitúciách s obmedzeným záujmom, ktoré sa zúčastňujú na zahraničných bankových operáciách.

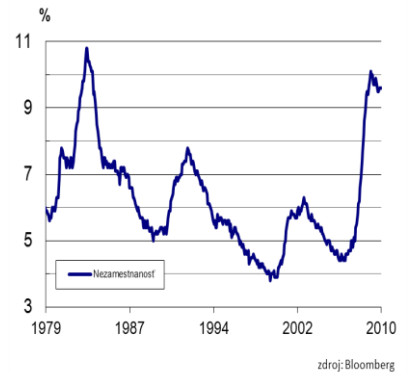
Uvedené komponenty systému sa delia o zodpovednosť za reguláciu a dohľad nad finančnými inštitúciami a nimi poskytovanými službami. Významnou súčasťou FED-u je Federal Open Market Committee (FOMC) zložená z členov Rady guvernérov, prezidenta FED-u a štyroch ďalších prezidentov regionálnych pobočiek, ktorí sa vymieňajú na rotačnej báze. FOMC [3] vykonáva dohľad nad operáciami na voľnom trhu, ktoré sú hlavným nástrojom FED-u na ovplyvňovanie monetárnej bázy a úverových podmienok. FED riadi monetárnu politiku USA prostredníctvom nepriameho určovania kľúčovej úrokovej sadzby (federal funds rate), za ktorú si súkromné finančné inštitúcie navzájom požičiavajú finančné prostriedky na vyrovnanie sald povinných minimálnych rezerv.

FED vplyva na úroveň tejto úrokovej miery prostredníctvom nasledujúcich nástrojov:

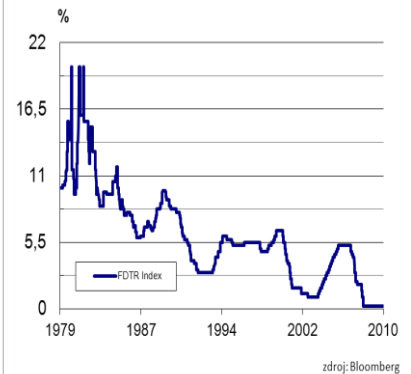
- Určovanie povinných rezerv: Percentuálny podiel z vkladov klientov banky, ktorý musia banky držať ako rezervu v podobe vkladu vo FED-e.
- Operácie na voľnom trhu: Nákup, alebo predaj cenných papierov, najčastejšie vládných dlhopisov USA na voľnom trhu má vplyv na úroveň rezerv, ktoré sú finančné inštitúcie povinné držať vo FED-e.
- Contractual clearing balances: Dodatočný objem finančných prostriedkov, ktoré sa finančná inštitúcia rozhodne držať vo FED-e okrem povinnej minimálnej rezervy.
- Určovanie diskontných sadzieb: V USA sú určované tri druhy sadzieb. Primárne a sekundárne, na ktoré sa finančné inštitúcie kvalifikujú podľa solventnosti a ktoré predstavujú úročené na krátke úverové obdobia. Sezónne diskontné sadzby sa používajú pri úročení úverov na obdobie až do 9 mesiacov pre finančné inštitúcie s nižšou mierou solventnosti.

## Grafické informácie

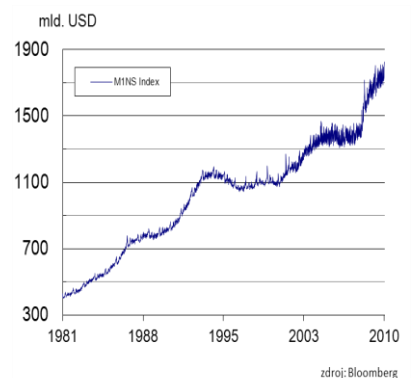
**Graf č. 3:** Vývoj miery nezamestnanosti v USA od roku 1979



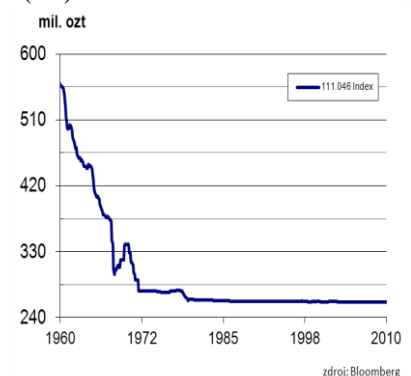
**Graf č. 4:** Vývoj kľúčovej úrokovej sadzby FED-u od roku 1979

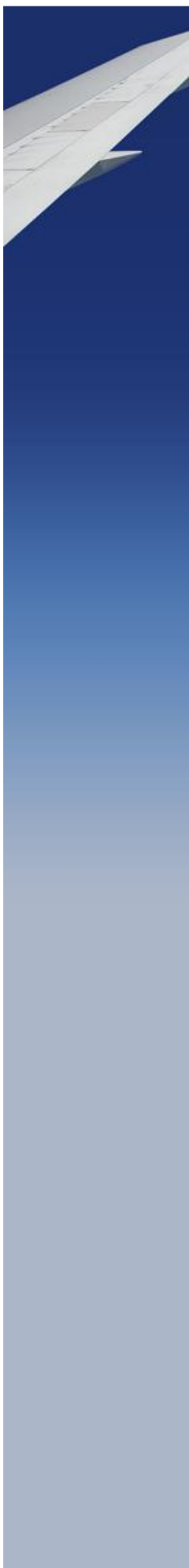


**Graf č. 5:** Agregát M1 – peniaze v obehu od roku 1981



**Graf č. 6:** Vývoj amerických zlatých rezerv v trojských unciach (ozt) od roku 1960



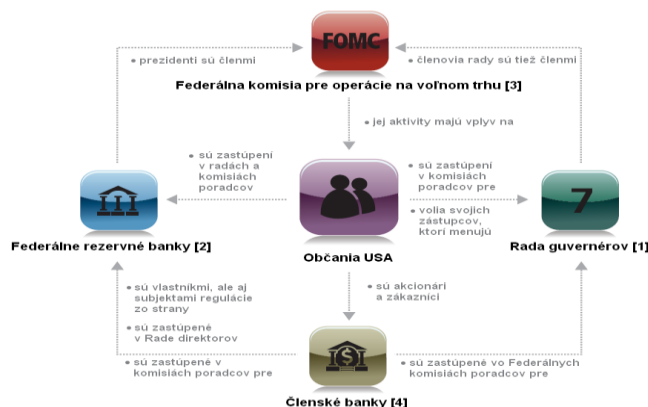


**Grafické informácie**

Významnú úlohu vo funkčnosti FED-u zastávajú ďalšie dve skupiny. Sú to členské finančné inštitúcie [4] (regionálne národné banky a štátne banky), prostredníctvom ktorých FED vykonáva svoju monetárnu politiku a Federálne komisie poradcov (Federal Advisory Committees), ktoré poskytujú odporúčania Rade guvernérov a jednotlivým rezervným bankám s ohľadom na ich povinnosti.

**Vlastnícka štruktúra**

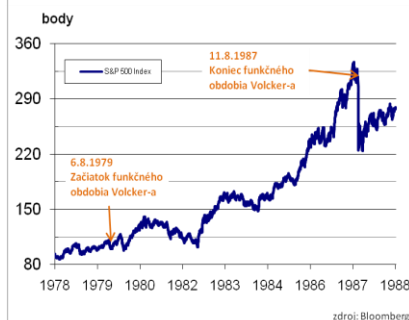
Vlastnícka štruktúra dvanástich regionálnych bánk Federálneho rezervného systému je podobná vlastníckej štruktúre akciových spoločností. Odlišný je však tým, že akcionárom z držania akcií nevyplývajú žiadne vlastnícke práva. V prípade, že by Federálny rezervný systém bol rozpustený, všetky záväzky, pohľadávky a aj majetok by prešli na vládu USA. Neodborná verejnosť si často myslí, že FED je v súkromnom vlastníctve. V skutočnosti však vlastníctvo akcií vypovedá len o členstve v rámci systému federálnych rezervných bánk. Všetky komerčné banky pôsobiace na federálnej úrovni sú zo zákona povinné držať akcie niektorej z dvanástich regionálnych federálnych rezervných bánk. Komerčné banky pôsobiace na vnútroštátnej úrovni sa členmi, a teda aj akcionármi systému môžu stať až po tom, ako splnia určité kritériá kapitálovej primeranosti, dostatočnej finančnej kondície a podobne. Množstvo akcií, ktoré sú členské banky povinné držať je presne určené zákonom a Radou guvernérov (Board of Governors). Členská banka nesmie držať viac ani menej akcií ako je predpísané. Akcie nesmú byť obchodované ani postúpené. Zároveň akcionárom nesmie byť žiadny jednotlivец, cudzí štát, banka, ktorej majoritný vlastník nepochádza z USA, ako ani spoločnosť, ktorá na to nie je štátom alebo federálnou vládou autorizovaná. Jedinou výhodou vyplývajúcou z vlastníctva akcií je 6 percentná dividend na akciu, vyplácaná ročne. Okrem toho má každá členská banka jedno volebné právo, uplatniteľné pri voľbe šiestich z celkového počtu deviatich členov rady direktorov (Board of Directors) v každej z 12 federálnych rezervných bánk. Ostatní traja členovia rady direktorov sú menovaní Radou guvernérov, ktorý riadia celý systém federálnych rezervných bánk na federálnej úrovni. Každý člen Rady guvernérov je volený prezidentom USA a potvrdený senátom. Rada guvernérov je 100 percentne vládnu inštitúciou a nevydáva žiadne akcie. Federálny rezervný systém je striktné nezisková inštitúcia. Ak systém federálnych rezervných bánk vykáže zisk, tak je v celom objeme vrátený do národnej pokladnice (Treasury). V roku 2009 vykázal FED príjmy z dlhopisov v hodnote 22.9 miliardy dolárov. Do národnej pokladnice následne vyplatil 47.4 miliardy dolárov.



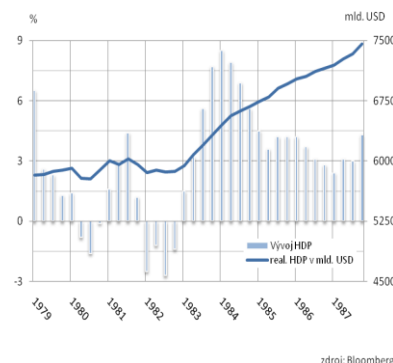
**Graf č. 7:** Hodnota 1 dolára z roku 1913 pri zohľadnení inflácie



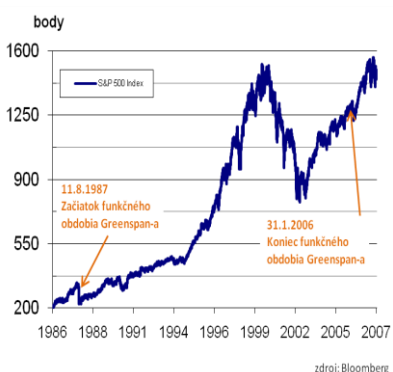
**Graf č. 8:** Vývoj indexu S&P 500 počas funkčného obdobia Paula Volckera



**Graf č. 9:** Vývoj amerického HDP počas funkčného obdobia Paula Volckera



**Graf č. 10:** Vývoj indexu S&P 500 počas funkčného obdobia Alana Greenspana





## Najvýznamnejší predstavitelia FED-u

### Paul A. Volcker ( 1979 – 1987 )

Demokrat, zvolený americkým prezidentom Jimmym Carterom a znovuzvolený prezidentom Ronaldom Reaganom. FED sa pod jeho vedením vyznamenal ukončením obdobia stagflácie, ktoré trvalo od roku 1970. Takisto sa vysporiadal s vysokou mierou inflácie, ktorá v roku 1981 dosiahla úroveň 13.5 percenta a ktorú sa mu podarilo znížiť na 3.2 percenta v roku 1983. Zvýšil aj priemernú úrokovú mieru, za ktorú si banky požičiavajú medzi sebou z 11.2 percenta v roku 1979 na 20 percent v júni 1981. Svojou politikou si vyslúžil silný nesúhlas zo strany vlády a masové protesty zo strany obyvateľstva.

### Alan Greenspan ( 1987 – 2006 )

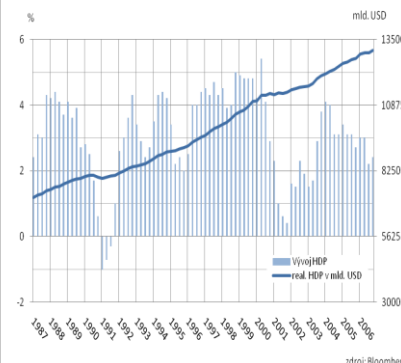
Známi filozofiou, že FED má slúžiť ako zdroj podpory a likvidity pre ekonomiku a finančný systém. Počas ázijskej finančnej krízy (1997 - 1998) zaplavil FED svet dolármí. Počas roku 2000 inicioval viacero zvýšení úrokových mier, čím podľa niektorých analytikov spôsobil prasknutie dot-com bubliny. Po teroristických útokoch v roku 2001 a následnom prepade trhov zvolil politiku znižovania úrokovej miery, ktorá sa znížila na úroveň 1 percenta v roku 2004. Mnohí jeho kritici poukazovali na fakt, že jeho voľná monetárna politika spôsobila rýchly rast cien komodít a zlata, a na druhej strane oslabenie dolára.

### Ben S. Bernanke ( 2006 – súčasnosť )

Počas jeho úradu zaznamenal FED najväčší rozmach moci od svojho vzniku v roku 1913. Počas úradovania Bernankeho musel FED čeliť najväčšej kríze od čias veľkej hospodárskej krízy na začiatku tridsiatych rokov. Koniec roka 2008, čiže obdobie vypuknutia krízy v USA bolo poznačené spomalením hospodárskeho rastu, a to na úrovni - 7.9 percenta v 4. kvartáli 2008, klesajúcou spotrebou ako aj znižovaním miery investícií v spojení s náhlym spomalením inflácie a hrozbou výskytu deflácie. Ben S. Bernanke, považuje za najúčinnější nástroj regulácie monetárnej politiky úrokovú mieru. Konkrétne sa jej znižovaním na dlhodobé historické minimá (od 16.12.2008 na úrovni 0,25 percenta) snažil o zmiernenie úverových podmienok pre banky. FED pod jeho vedením v snahe zvýšiť likviditu praktizoval nástroje expanzívnej monetárnej politiky a dopady krízy sa snažil eliminovať emitovaním nových finančných prostriedkov do hospodárskeho systému. Medzi významné snahy o znovu naštartovanie hospodárskeho rastu v USA patril program TARP (Troubled Asset Relief Program). Podstatou tohto programu bol výkup problémových aktív a akcií od komerčných bánk za cieľom ozdravenia celého finančného sektora. Ďalším veľkým programom bol Quantitative easing resp. Credit easing (kvantitatívne resp. úverové uvoľnenie). Cieľom tohto programu, ktorý začal v marci 2009 bolo prostredníctvom výkupu dlhodobých vládnych dlhopisov, akcií a iných cenných papierov dostať do obehu 300 miliárd dolárov. Po uskutočnení nákupov v hodnote takmer 265 miliárd dolárov sa však FED rozhodol program skončiť. Môžeme špekulovať o tom, či toto opatrenie prinieslo žiadaný efekt, keďže na začiatku tohto roka bolo odštartované pokračovanie spomínaného programu. Ďalší program kvantitatívneho uvoľňovania, QE2 má ambiciózný plán preinvestovať až 600 miliárd dolárov. Podľa CNN mal FED na opatrenia proti kríze preinvestovať čiastku 1.5 bilióna dolárov.

## Grafické informácie

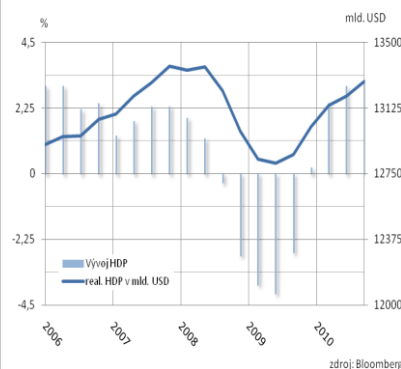
**Graf č. 11:** Vývoj amerického HDP počas funkčného obdobia Alana Greenspana



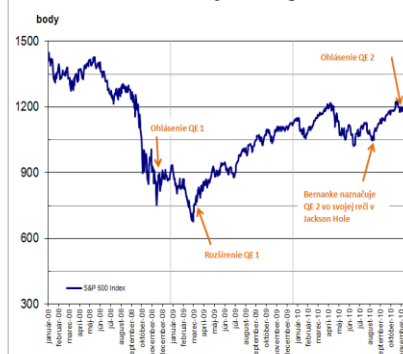
**Graf č. 12:** Vývoj indexu S&P 500 počas funkčného obdobia Bena Bernankeho



**Graf č. 13:** Vývoj amerického HDP počas funkčného obdobia Bena Bernankeho



**Graf č. 14:** Vývoj indexu S&P 500 a ohlásenie QE1 a QE2



## Veľká hospodárska kríza v 30-tich rokoch

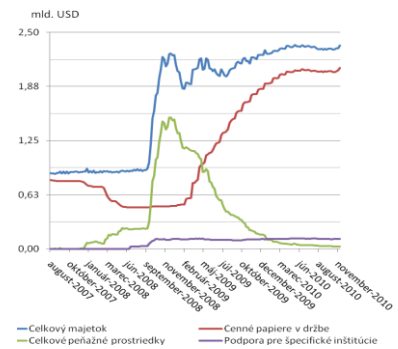
Akciové indexy v USA zažívali počas 20-tych rokov zlaté obdobie. Technologický pokrok v oblasti dopravy a vysoké očakávania do budúcna vyhnali akcie k dovtedy nepredstaviteľným výškam. Práve tieto pozitívne očakávania zapríčinili rast cien akcií nad úroveň reálnej hodnoty firiem a umožnili vznik bubliny, ktorej prasknutie bolo počuť po celom svete. V období pred vypuknutím krízy uplatňoval FED na podporu technologického pokroku a rozvoja priemyslu politiku lacných peňazí a roztočil tak inflačnú špirálu, ktorá vytlačala ceny na hor. Medzi rokmi 1921 až 1929 zvýšil FED počet zlatom nekrytých peňazí zo 42,1 na 68,8 miliárd dolárov, čo vyústilo do rastu inflácie. Na začiatku krízy, 24. októbra 1929 sa index Dow Jones prepadol o 13 percent, v nasledujúcom týždni o ďalších 11 percent a postupne sa začalo rozpadat' celé hospodárstvo. Ľudia prichádzali o peniaze investované do akcií, spoločnosti a banky začali bankrotovať. Z počiatku ešte FED zareagoval správne, keď nákupom vládnych dlhopisov do obehu poslal 300 miliónov dolárov, no neskôr, keď ako príčinu krízy vyhodnotil vysokú mieru inflácie začal uplatňovať reštriktívnu monetárnu politiku. Znížila sa dostupnosť peňazí, čím sa zamedzilo obráteniu negatívneho trendu. Kontrakcia peňažnej bázy ešte viac prehĺbila krízu a vyvolala ďalšiu vlnu bankrotov, ktorá sa postupne rozšírila po celom svete. Výsledkom v roku 1932 bol prepád HDP v USA o viac ako 50 percent oproti roku 1929. Jedna tretina obyvateľov bola nezamestnaná. Akciový index Dow Jones sa v priebehu troch rokov prepadol o 90 percent. Vláda začala uplatňovať politiku protekcionizmu, ktorá prostredníctvom colných opatrení a zavádzaním osobitných daní mala chrániť domácich producentov pred zahraničnou konkurenciou. Tento krok vlády však výrazne poškodil medzinárodný obchod.

### Súčasná finančná kríza

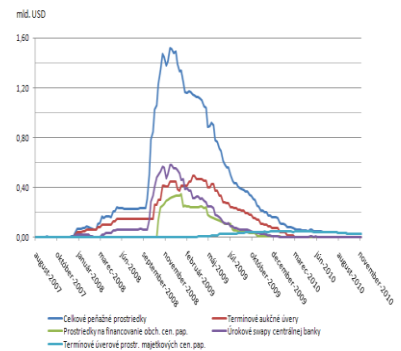
Začiatok súčasnej finančnej krízy môžeme spozorovať už v roku 1982. Od tohto roku sa datuje začiatok stabilného znižovania kľúčovej úrokovej miery a vysoký prílev zahraničného kapitálu, ktorý počas rokov pred vypuknutím krízy poháňal rozvoj stavebného priemyslu, rast cien nehnuteľností a podnecoval poskytovanie úverov na bývanie. Pôžičky rôzneho druhu sa stávali ľahko dostupné a spotrebiteľia si požičiavali čoraz viac. Bublínu pomohli nafúknuť aj nové investičné nástroje a cenné papiere kryté hypotekárnymi úvermi a pohľadávkami na rôzne iné formy dlhu. Medzi rokmi 1997 a 2006 sa cena typického amerického domu zvýšila o 124 percent. Od roku 2000 do 2003 znížil americký FED kľúčovú úrokovú sadzbu zo 6.5 na 1.0 percenta, čo bola reakcia na zmiernenie dopadov dot-com krízy a na potlačenie rizika deflácie hroziaceho po septembrových teroristických útokoch v roku 2001. Na úrokovú mieru tlačil aj vysoký a stále sa prehľbujúci deficit bežného účtu platobnej bilancie. Na vyrovnanie deficitu si USA muselo požičiavať kapitál v zahraničí, primárne na trhoch rozvíjajúcich sa krajín Ázie a krajín exportujúcich ropu, ktoré vykazovali vysoké prebytky. Predajom dlhopisov zo strany štátu sa zvyšovala ich cena ako aj cena iných cenných papierov, čo tlačilo na pokles úrokovej miery. Na zmiernenie poklesu úrokovej miery tlačil FED medzi rokmi 2004 až 2006 na zvýšenie kľúčovej úrokovej sadzby, čo sa ale premietlo do zdrazenia hypoték s variabilným úročením, čo odštartovalo kolaps trhu s nehnuteľnosťami. Nesplácanie hypoték poškodilo finančný sektor, ktorého pád už mal dosah na celé hospodárstvo a neskôr aj na celý svet.

## Grafické informácie

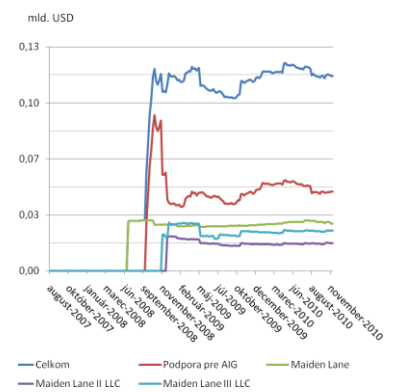
**Graf č. 15:** Vývoj celkových aktív FED-u od augusta 2007



**Graf č. 16:** Vývoj celkových peňažných prostriedkov FED-u



**Graf č. 17:** Vývoj poskytnutej finančnej pomoci pre špecifické inštitúcie



**Graf č. 18:** Vývoj celkových záväzkov FED-u od augusta 2007

