

## Gene Smiley: Nový pohled na velkou hospodářskou krizi

**V**elká hospodářská krize, jež zachvátila ve 30. letech 20. století téměř všechny ekonomicky rozvinutější státy, je bezpochyby nejhlubší a nejtíživější globální ekonomickou krizí v historii. Obzvláště prudký a dlouho trávající propad postihl Spojené státy. Průmyslová výroba drasticky poklesla – o celých 46,8 % mezi létem roku 1929 a prvním kvartálem roku 1933<sup>1</sup>. Míra nezaměstnanosti se celé desetiletí nepřetržitě udržovala okolo 15 %. V roce 1933, kdy hospodářský propad v USA vrcholil, byl nezaměstnaný dokonce každý čtvrtý práceschopný Američan. Životní úspory mnohých Američanů byly zdecimovány či přinejmenším dočasně zmrazeny v důsledku opakovaných masivních vln bankovních pádů, které zdevastovaly americký finanční systém. Ve Spojených státech v letech 1929 až 1933 zkrachovalo či zaniklo zhruba 40 % z původních 24 970 obchodních bank (Smiley, str. 26–27). Americká ekonomika krizi plně nepřekonala ještě ani v době, kdy Spojené státy v prosinci 1941 vstoupily do druhé světové války. Skutečného návratu prosperity se Američané dočkali až tehdy, kdy válka skončila a byly odstraněny cenové regulace a jiné administrativní zásahy do hospodářství, které byly přijaty během války (srov. Smiley, str. 134–140).

Hlavním cílem knihy Gena Smileyho *Nový pohled na velkou hospodářskou krizi*<sup>2</sup>, jejíž český překlad vydává Liberální institut v listopadu 2009, je seznámit laické čtenáře srozumitelnou a čtivou formou s novými poznatky z této oblasti, k nimž dospěla odborná ekonomická literatura z posledních několika dekád. Současný konsensus ekonomické vědy se totiž v mnoha ohledech výrazně liší od toho, jak velkou hospodářskou krizi a její příčiny vnímá veřejnost. Jádrem těchto zkreslených představ je jakási „vulgární“ verze tradiční „středoškolské historie“ velké hospodářské krize. Tento silně zjednodušený, ale hluboce zakořeněný příběh zní přibližně takto:

Velká hospodářská krize byla gigantickým selháním „neregulovaného“, laissez-faire kapitalismu. Spekulační mánie vyvolala krach na americké burze v říjnu 1929. Burzovní krach zavlekl americké hospodářství do mohutné krize. Prezident Herbert Hoover však byl dogmatickým zastáncem laissez-faire, a proto neučinil téměř žádná aktivistická opatření, a to dokonce ani za situace, kdy americká ekonomika totálně kolabovala. Kapitalismus zachránil před



naprostou katastrofou až Franklin D. Roosevelt svými rozsáhlými státními zásahy, které zavedl v rámci svého New Dealu. Spojené státy se však plně zotavily z krize až díky veřejným výdajům na zbrojení během druhé světové války, jež byly financovány rozpočtovými deficity (tj. růstem veřejného dluhu).

Kniha Gena Smileyho problematizuje, zpochybňuje či přímo vyvrací prakticky veškeré prvky výše nastíněné „mytologie“. Smiley argumentuje, že velká hospodářská krize je v mnoha ohledech především „tragickou výpovědí o vládních zásadách do tržního hospodářství“ (s. X):

„Byly to právě vládní snahy o kontrolu a řízení zlatého standardu pro národní účely, které krizi vyvolaly. Po vypuknutí krize navíc vlády (zejména ve Spojených státech) přikročily k opatřením, jež vedla k tomu, že krize byla mnohem delší a daleko hlubší. Když hospodářský propad konečně ustal, vládní zásahy na amerických trzích způsobily, že ožívování probíhalo nesnesitelně pomalu, a v letech 1937 až 1938 přinesly „krizi uvnitř krize“.“

#### Středoškolské učebnice dějepisu a velká hospodářská krize

V této souvislosti lze poukázat i na pozoruhodný článek ekonomů Thomase Cargilla a Thomase Mayera<sup>3</sup>, kteří porovnávají aktuální konsensus odborné ekonomické literatury s tím, jak dotyčnou problematiku pojímá reprezentativní vzorek 12 amerických středoškolských učebnic dějepisu. Autoři zjistili, že existuje značný rozdíl mezi tím, co se o velké hospodářské krizi z těchto učebnic dozvědí studenti, a současnými názory specialistů z řad ekonomů i ekonomických historiků. Učebnice především věc podávají tak, jako kdyby hlavní příčinou kata-

Smiley argumentuje, že velká hospodářská krize je v mnoha ohledech především „tragickou výpovědí o vládních zásadách do tržního hospodářství“.

strofálního hospodářského propadu byl samotný krach na newyorské burze. Tento výklad není správný mj. již z toho důvodu, že mnohé země upadly do hospodářské recese dávno před krachem na burze v říjnu 1929. Jak píše Smiley (s. 53):

„Velká hospodářská krize nezačala ve Spojených státech. Koncem roku 1927 se objevily známky hospodářského poklesu v Jihovýchodní Asii. Ve stejném roce mělo problémy Německo. V květnu 1927 se zhroutil jeho akciový trh a v roce 1928 Německo spadlo do krize. Obdobně Brazílie. Na začátku roku 1929 už byl hospodářský pokles v Polsku, Argentině a Kanadě a v polovině roku se začala propadat americká ekonomika.“

Podle Smileyho mínění byl krach na americké burze spíše *odrazem a projevem již probíhající hospodářské recese*, nikoli její příčinou (Smiley, s. 55). Je však nepochybně pravdou, že tento krach svými účinky počáteční hospodářský propad dále urychlil a prohloubil. Prudký pokles cen na akciovém trhu a jejich následné relativně velké výkyvy zvýšily nejistotu tržních aktérů ohledně budoucího vývoje jejich příjmů. Spotřebitelé tato dočasná nejistota přiměla koncem roku 1929 a začátkem roku 1930 k tomu, že značně omezili výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby. Nákupy zboží dlouhodobé spotřeby totiž výrazně zatěžují rozpočty domácnosti a bývají zpravidla financovány pomocí dlouhodobějších úvěrů. Jelikož se zvýšila nejistota spotřebitelů ohledně výše jejich budoucího příjmu, mnozí z nich se rozhodli nákupy tohoto zboží odložit do doby, kdy budou schopni svůj budoucí příjem spolehlivěji a přesněji odhadnout.<sup>4</sup> Bez ohledu na výše řečené je však nutno konstatovat, že krach na burze jako takový není tou hlavní příčinou, která by mohla vysvětlit, proč byl hospodářský propad tak hluboký (zejména v letech 1931 až 1933) a proč krize trvala tak dlouho.

Kromě toho, že posuzované učebnice kladou silně přehnaný důraz na burzovní krach (a libují si při tom v dosti barvitém jazyce), jejich autoři rovněž jednomyslně zastávají názor, že důležitou příčinou hospodářské krize byl růst *nerovnosti*

Cargill a Mayer dospívají k závěru, že středoškolské učebnice obvykle zdůrazňují takové příčiny celosvětové hospodářské krize, které současná odborná literatura pokládá za málo významné či dokonce zcela irelevantní.

v *příjmech*, k němuž došlo během konjunktury ve 20. letech. Rostoucí nerovnost příjmů podle učebnic způsobila, že pracovníci přestali mít dostatečnou kupní sílu k tomu, aby si mohli zakoupit zvýšený objem průmyslové produkce. Tyto a podobné teorie „podspotřeby“ byly sice ve 30. letech nesmírně populární, ale Cargill a Mayer upozorňují, že jako vysvětlení hospodářských cyklů je dnes drtivá většina ekonomů již nebere vážně a dokonce nebývají v souhrnných pracích o velké hospodářské krizi ani diskutovány. Výjimkou je např. přehledový článek keynesiánsky orientovaného ekonomu Petera Temina, jenž uvádí:<sup>5</sup>

„Podíl kapitálových příjmů („profits“) na národním důchodu ve 20. letech vzrostl. Tento růst činil kolem 5 % národního důchodu. Jestliže byl sklon ke spotřebě u kapitalistů o 10 % nižší než u spotřebitelů, pak tento posun v příjmech mohl vyvolat pokles spotřeby pouze ve výši 0,5 % národního důchodu. To je však příliš malý pokles na to, aby mohl hrát silnější roli v rámci velké hospodářské krize.“

Jak vidíme, ani z hlediska tradiční keynesiánské teorie není toto vysvětlení přesvědčivé. Ostatně, tato hypotéza nijak neobjasňuje, proč podnikatelé z mnoha různých odvětví *náhle začnou masově činit systematicky chybné investice*. Z jakého důvodu najednou zaplaví trh „přebytečným“ zbožím, které si pracující z důvodu „nedostatečné kupní síly“ nejsou schopni zakoupit?<sup>6</sup> Pokud by plynulá a pozvolná změna typu rostoucí nerovnosti příjmů mohla zničehonic způsobit dramatický kolaps, jakým byla velká hospodářská krize, pak by tržní ekonomika stála vskutku na nesmírně vratkých základech. V takovém případě by bylo

<sup>1</sup> Srov. Christina D. Romer, *Great Depression*, Encyclopædia Britannica, prosinec 2003, [http://elsa.berkeley.edu/~cromer/great\\_depression.pdf](http://elsa.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf), tabulka č. 2

<sup>2</sup> Gene Smiley, *Nový pohled na velkou hospodářskou krizi*. Praha: Wolters Kluwer ČR a Liberální institut, 2009.

<sup>3</sup> Thomas F. Cargill a Thomas Mayer, *The Great Depression and History Textbooks*, The History Teacher 31 (srpen 1998), s. 441–458.

<sup>4</sup> Smiley zde silně vychází z argumentů a empirických důkazů, které předkládá Christina D. Romer ve svém článku *The Great Crash and the Onset of the Great Depression*, Quarterly Journal of Economics 105 (srpen 1990), 597–624. Christina Romer v dotyčném článku mj. dokládá, že spotřebitelé i investoři vnímali vývoj cen na akciovém trhu jako (nedokonalou) predikci budoucího vývoje celé ekonomiky. Právě proto je mohutný pád kurzů akcií v říjnu 1929 a jejich následné výrazné výkyvy notně znejistily. Tento výklad přitom nelze zaměňovat s tvrzeními, podle nichž krach na burze podnítl „iracionální“ (tj. objektivními podmínkami nevysvětlitelný) záchvat *pesimismu* spotřebitelů i investorů, v jehož důsledku radikálně omezili své výdaje. Jak zdůrazňuje Christina D. Romer hned na počátku svého článku, empirické údaje žádný takový široce rozšířený pesimismus nepotvrzují (s. 600). Prakticky nikdo v té době netušil, jak hluboký hospodářský propad posléze zazijí (srov. též Smiley, s. 55). Teorie Christiny D. Romer je naproti tomu založena na myšlence, že pád akcií a jejich výkyvy na konci roku 1929 a v první polovině roku 1930 *dočasně* zvýšily nejistotu investorů a tržních aktérů. V takové situaci bylo z jejich individuálního hlediska racionální odložit výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby na dobu, až se tato nejistota zmírní. Christina Romer se však v citovaném článku bohužel již nezabývá důležitou otázkou, z jakého důvodu trvaly intenzivní výkyvy akciového trhu (a tedy i nejistota spotřebitelů a investorů) tak dlouho.



obtížně vysvětlitelné, jak je možné, že se tržní ekonomiky nenacházejí na pokraji drastických krizí prakticky neustále. Podobné pozvolné změny tržních podmínek jsou totiž doslova všudepřítomné.

Cargill a Mayer dospívají k závěru, že středoškolské učebnice obvykle zdůrazňují takové příčiny celosvětové hospodářské krize, které současná odborná literatura pokládá za málo významné či dokonce zcela irelevantní. Naproti tomu příčiny, na něž ekonomové dnes kladou hlavní důraz (srov. s. 447–450 cit. článku), učebnice vesměs opomíjejí či se jim věnují jen zcela okrajově.

Doufejme proto, že překlad knihy Gena Smileyho úspěšně napomůže tomu, aby se současné ekonomické poznatky o velké hospodářské krizi více rozšířily i mezi veřejnost. Účelem našeho článku je podrobně nastínit hlavní body a argumenty, na nichž je založen Smileyho pohled na tuto historickou epizodu. Je přitom užitečné odlišit *tři základní otázky*:

1. Jaké byly hlavní příčiny počátečního hospodářského propadu, k němuž došlo ve Spojených státech, jakož i v celé řadě dalších zemí na konci 20. let?
2. Jaké nejdůležitější vlivy způsobily, že tento hospodářský propad byl tak hluboký a vážný, a to obzvláště v letech 1929–1933?
3. Proč dotyčná hospodářská krize trvala tak dlouho, resp. co zapříčinilo, že následné hospodářské oživení postupovalo natolik pomalu?

Ohromný nárůst peněžní zásoby i domácích cenových hladin v evropských státech a odliv zlata do Spojených států, jež nastaly během války, znamenal, že země, které chtěly obnovit předválečnou paritu svých měn ke zlatu, musely podstoupit *velice výraznou a bolestivou deflaci*.

### Příčiny počátečního hospodářského propadu podle Gena Smileyho

Gene Smiley spatřuje kořeny velké hospodářské krize především v rozvratu, který způsobila první světová válka. Země, jež se zapojily do válečného konfliktu, záhy fakticky opustily (s výjimkou Spojených států) zlatý standard. Poté, co se zbavily kotvy v podobě zlata, začaly masivně tisknout peníze (resp. zvyšovat peněžní zásobu), aby pokryly enormní výdaje spjaté s jejich válečným „dobrodružstvím“. Výsledkem byl razantní růst cen – mohutná inflace. V letech 1913 až 1919 vzrostly ceny v Británii *dvaapůlkrát*, ve Francii *tříkrát* a v Německu *osmkrát* (Smiley, s. 44). Evropská inflace vedla k obrovskému odlivu měnového zlata do Spojených států. Jak uvádí Smiley (s. 43):

„V roce 1913 držely Spojené státy zlaté rezervy ve výši 1,29 miliardy dolarů, asi 26 procent světové zásoby měnového zlata. Do roku 1918 se americké zásoby měnového zlata více než zdvojnásobily a dosáhly 2,66 miliard dolarů. To odpovídalo asi 40 procentům světových zásob měnového zlata.“

Po skončení války mnoho států i nadále provozovalo inflační politiku. Výsledkem byl obrovský měnový chaos, který silně narušoval mezinárodní obchod. Vládní činitelé proto usilovali o návrat ke zlatému standardu. Od tohoto kroku si slibovali znovunastolení stability, jakou – obecně vzato – světu zajistil klasický zlatý standard (dle Smileyho (s. 39) bylo érou jeho největšího rozkvětu zejména období mezi roky 1880 až 1914). Charakteristickým rysem zlatého standardu (resp. jakéhokoliv standardu založeném na měnovém kovu) je to, že jednotlivé měny jsou definovány jako přesně vymezené množství zlata (měnového kovu) a v tomto fixním poměru jsou za zlato na požádání směnitelné. Logickým důsledkem jsou i pevné směnné kurzy mezi národními měnami (protože národní měny de facto představují právní tituly k tomu či onomu přesně určenému množství zlata). Klíčový problém, před nímž země stály

V rámci tzv. *standardu zlaté devizy* držely dostatečné zlaté rezervy ke krytí svých měn jen Spojené státy a Velká Británie. Ostatní země pak držely vedle zlata jako rezervy i značné částky v amerických dolarech a britských librách.

v poválečném období, ovšem spočíval v tom, zda mají být obnoveny předválečné směnné kurzy vůči zlatu, či zda by státy měly uznat *silné znehodnocení svých měn oproti zlatu*<sup>7</sup>, k němuž došlo v letech 1914 až 1918 v důsledku masivní inflace, a odpovídajícím způsobem svou měnu devalvovat. Ohromný nárůst peněžní zásoby i domácích cenových hladin v evropských státech a odliv zlata do Spojených států, jež nastaly během války, totiž znamenal, že země, které by chtěly obnovit předválečnou paritu svých měn ke zlatu, by musely podstoupit *velice výraznou a bolestivou deflaci*. Musely by tedy zažít značný pokles domácí peněžní zásoby a cenové hladiny, jež by vzhledem k nedokonalé pružnosti cen a mezd směrem dolů způsobil (po dobu, než by se dovršily příslušné přizpůsobovací procesy v rámci cenové struktury) pokles výroby a růst nezaměstnanosti. Jak píše Smiley (s. 46):

„Na počátku 20. let držely Spojené státy 40 procent světových měnových zlatých rezerv. Při takovém rozdělení zlata a bez celosvětové deflace tu bylo příliš málo zlata, aby mohl být zlatý standard obnoven na předválečných kurzech.“

Přesto se však mnohé země v čele s Velkou Británií rozhodly vrátit ke zlatu na předválečných paritách. Zároveň se však státníci chtěli vyhnout prudké deflaci, kterou tento krok vyžadoval. Obnovili proto zlatý standard v podobě, jež se velice lišila od předválečného *klasického* zlatého standardu. V rámci tzv. *standardu zlaté devizy*<sup>8</sup> (jež byl schválen v roce 1922 na mezinárodní konferenci v Janově) držely dostatečné zlaté rezervy ke krytí svých

<sup>5</sup> Peter Temin, *The Great Depression*, Cambridge: MA, National Bureau of Economic Research, Historical Paper 62, 1994, s. 5. Dostupné na: <http://www.nber.org/papers/h0062>

<sup>6</sup> Kritiku teorií, které spatřují příčiny hospodářských krizí v „nadvýrobě“ či „podspotřebě“, podává např. Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*. Sheed and Ward, Inc., Kansas City, 1975 [1963], s. 55–58. Viz též Ludwig von Mises, *Lidské jednání: pojednání o ekonomii*, Liberální institut, Praha 2006, s. 276 an. Dostupné též na: [http://www.libinst.cz/etexts/mises\\_lidske\\_jednani.pdf](http://www.libinst.cz/etexts/mises_lidske_jednani.pdf)

<sup>7</sup> Množství měnového zlata sice v tomto období rovněž vzrostlo, ale zdaleka ne takovým tempem jako světová peněžní zásoba a cenové hladiny.

<sup>8</sup> Více se o standardu zlaté devizy a jeho úskalích lze dočíst např. v díle Murraye Rothbarda: *A History of Money and Banking in the United States*. Ludwig von Mises Institute, 2002, konkrétně v kap. 4. "The Gold-Exchange Standard in the Interwar Years", str. 351–433, <http://mises.org/books/historyofmoney.pdf>

<sup>9</sup> Podrobněji popisuje spolupráci mezi anglickou a americkou centrální bankou např. Murray Rothbard, *America's Great Depression*, s. 131–145.

<sup>10</sup> Je to právě uvolněná měnová politika amerického Federálního rezervního systému, kterou představitelé „rakouské“ školy ekonomie označují za hlavní příčinu, proč na konci 20. let vypukl neudržitelný úvěrový a akciový boom na americkém trhu, jež podle těchto autorů nevyhnutelně vyústil v hospodářský kolaps na konci roku 1929. Vysvětlení počátečního hospodářského propadu pomocí rakouské teorie hospodářského cyklu (ABCT) nalezneme jednak v již zmíněné Rothbardově knize *America's Great Depression*, a dále např. v práci Lionela Robbinse *The Great Depression*, Macmillan, 1934 [dostupné online zde: <http://mises.org/books/depression-robbins.pdf>]. Nejnověji se pokusil aplikovat ABCT na tuto historickou epizodu ekonom Robert P. Murphy v knize *The Politically Incorrect Guide to the Great Depression and the New Deal*, Regnery Publishing, Inc., duben 2009.

měn jen Spojené státy a Velká Británie. Pouze tyto dvě měny měly být kdykoli na požádání směnitelné v pevném kurzu za zlato. Ostatní země pak držely vedle zlata jako rezervy i značné částky v amerických dolarech a britských librách. Jak zdůrazňuje Smiley (s. 51):

„Kompromis – standard zlaté devizy – se pokoušel o návrat ke zlatu při předválečných paritách navzdory faktu, že dostupná zásoba měnového zlata nepostačovala k tomu, aby kryla všechny světové měny při těchto paritách. Kdyby se několik zemí pokusilo vyměnit své rezervy v dolarech a librách šterlinků za zlato, jak to umožňoval standard zlaté devizy, systém by se kvůli nedostatečným rezervám měnového zlata rychle zhroutil.“ (zvýrazněno mnou)

Není proto divu, že standard zlaté devizy byl v porovnání s předválečným klasickým zlatým standardem *vysoce fragilní a nestabilní*. Od samého počátku byl udržován při životě jen pomocí permanentních intervencí centrálních bank. Tento měnový systém trpěl v očích tržních aktérů vážným nedostatkem kredibility. Ti zejména nepokládali za dostatečně důvěryhodný závazek států udržovat příslušný pevný kurz svých měn ke zlatu. Odtud pak pramenily četné spekulativní útoky, jejichž terčem se během velké hospodářské krize stala např. německá marka či britská libra.

Smiley považuje za *bezprostřední* příčinu počátečního hospodářského poklesu právě tuto „deflační strategii“, k níž přikročily centrální banky všude na světě poté, co americký Fed svou měnovou politiku utužil.

Návrat Británie ke zlatu při předválečné paritě znamenal, že libra byla vzhledem k jiným měnám *silně nadhodnocena*. Ceny britského vývozu tak byly ve srovnání se zahraničními cenami příliš vysoké, což vedlo ke snížení britského vývozu a naopak k nárůstu dovozů ze zahraničí. Británie se kvůli tomu potýkala s neustálou hrozbou, že bude své zlaté rezervy ztrácet. Naproti tomu Francie se

vrátila ke zlatu při kurzu, jenž frank výrazně *podhodnocoval* (ve srovnání s britskou librou). To přitahovalo zlato jako magnet. Francie však příliv zlata sterilizovala (tj. činila taková opatření, aby dodatečné zlaté rezervy nezvyšovaly domácí peněžní zásobu a cenovou hladinu). Frank tudíž zůstával nadále podhodnocen a do Francie proudilo neustále další a další zlato. Zatímco v roce 1927 držela Francie asi 9 procent světových zásob měnového zlata, v roce 1929 to bylo už kolem 17 procent a v roce 1931 dokonce již zhruba 22 procent (Smiley, s. 52).

Velké Británii se navíc v roce 1925 podařilo vrátit ke zlatému standardu *pouze díky pomoci Spojených států*. Stalo se tak na základě dohody mezi guvernérem Newyorské Federální rezervní banky Benjaminem Strongem (1872–1928) a guvernérem Bank of England Montagu Normanem (1871–1950). Americký Federální rezervní systém (dále též „Fed“) v roce 1924 dočasně snížil úrokové sazby a pustil se do masivních nákupů vládních dluhopisů, zatímco Bank of England naopak své sazby zvýšila. Zahraniční investoři, kteří chtěli investovat do britských aktiv, prodávali ve Spojených státech dolary za zlato, posílali zlato do Británie, kde ho měnili za libry, a ty používali k nákupu britských finančních aktiv. Tato koordinovaná měnová politika Fedu a Bank of England přinesla do britských rezerv dostatek zlata, aby se Británie mohla vrátit ke zlatému standardu.

Podobná spolupráce mezi Bank of England a americkou centrální bankou se opakovala v roce 1927, kdy se Británie znovu ocitla v potížích.<sup>9</sup> Fed tehdy opět dočasně snížil úrokové sazby a zvýšil americkou peněžní zásobu, aby zamezil pokračujícímu odtoku zlata z Británie do USA. Smiley označuje tuto expanzivní měnovou politiku Federálního rezervního systému z roku 1924 a 1927 za jeden z důležitých faktorů, jež koncem dvacátých let vyvolaly či alespoň vydatně přivilily obrovský boom na americkém akciovém trhu.<sup>10</sup>

Mohutný boom na americkém akciovém trhu<sup>11</sup> však později začal představitele Fedu hluboce znepokojovat. Z toho důvodu se v průběhu roku 1928 rozhodli výrazně utužit svou měnovou politiku, aby akciový trh poněkud „ochladili“. Poté, co Fed opakovaně zvýšil

Kdyby se několik zemí pokusilo vyměnit své rezervy v dolarech a librách šterlinků za zlato, jak to umožňoval standard zlaté devizy, systém by se kvůli nedostatečným rezervám měnového zlata rychle zhroutil.

svou diskontní sazbu, americké úrokové sazby vylétly prudce vzhůru a do Spojených států začalo opětovně přitékat zlato. Zlato proudilo rovněž do Francie. Ani jedna z těchto zemí ovšem nedovolila, aby se její peněžní zásoba zvýšila, jak by to odpovídalo logice zlatého standardu. Ostatní státy tudíž i nadále ztrácely zlaté rezervy ve prospěch USA a Francie, a proto přistoupily k deflačním opatřením, tj. rovněž zvyšovaly úrokové sazby atd. Tím chtěly uhájit parity svých měn ke zlatu a zamezit dalšímu odlivu zlatých rezerv. Smiley považuje za *bezprostřední* příčinu počátečního hospodářského poklesu právě tuto „deflační strategii“, k níž přikročily centrální banky všude na světě poté, co americký Fed svou měnovou politiku utužil. Smiley uvádí (s. 54):

„Všude na světě se země nacházely v sevření deflačních strategií, jejichž cílem bylo snížit cenové hladiny. Hospodářská aktivita klesala v jedné zemi po druhé; postupně se rozpoutávala celosvětová hospodářská krize.“

Jinak řečeno, restriktivní měnová politika ve Spojených státech podnítila v rámci tehdejší vysoce nestabilní verze „zlatého standardu“ ještě více restriktivní měnovou politiku v ostatních zemích.<sup>12</sup> Výsledkem byla globální peněžní kontrakce, která posléze vyvolala celosvětovou hospodářskou recesi.<sup>13</sup>

#### Dvojitý selhání Fedu a Hooverova politika „vysokých mezd“

Předešlý výklad objasňuje pouze příčiny počátečního hospodářského propadu, nikoli jeho mimořádnou intenzitu. Smiley v tomto ohledu následuje průkopnickou práci Milтона Friedmana a Anny J. Schwartz *A Monetary History of the United States: 1867–1960*<sup>14</sup>, když hloubku hospodářského propadu přičítá především selhání amerického Federálního rezervního systému. Ten v rozporu s účelem,

<sup>9</sup> Mezi rokem 1921 a 1929 vzrostly kurzy akcií *čtyřnásobně*, přičemž v závěrečných fázích boomeru v letech 1928 až 1929 se nárůst cen akcií ještě zrychlil. Během této krátké doby se totiž *zdvojnásobily*.

<sup>10</sup> Naproti tomu zastánci „rakouské“ teorie hospodářských cyklů (srov. pozn. č. 10) považují tuto peněžní a úvěrovou kontrakci za nevyhnutelný důsledek předchozího neudržitelného boomeru. Ten podle jejich názoru vyvolala příliš uvolněná (expanzivní) měnová politika Fedu (zejm. z let 1924 až 1927), resp. i některých dalších centrálních bank. Z jejich hlediska proto platí, že autoři, kteří kladou důraz na pozdější restriktivní politiku Fedu, zaměňují příčinu a následek. Ať již je tento úhel pohledu správný či nikoliv, faktem zůstává, že je v rámci současné ekonomie výrazně menšinový.

<sup>11</sup> Smileyho podání hlavních příčin počátečního hospodářského propadu na konci 20. let je výrazně inspirováno vlivnou knihou ekonoma Barryho Eichengreena *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. New York: Oxford University Press, 1992.

<sup>12</sup> Milton Friedman a Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States: 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press for NBER, 1963. Populární shrnutí jejich vysvětlení, proč byl počáteční hospodářský propad natolik hluboký a trval tak dlouho, lze nalézt v knize Milтона a Rose Friedmanových *Svoboda volby*, Liberální institut, Praha, 1992, kapitola 3: Anatomie krize, dostupné na: <http://libinst.cz/stranka.php?id=162>



kvůli němuž byl zřízen, nechal v letech 1929–1933 poklesnout peněžní zásobu o jednu třetinu a zcela selhal i v roli „věřitele poslední instance“. Zůstal totiž víceméně nečinný tváří v tvář několika devastujícím vlnám masivních bankovních pádů.<sup>15</sup> Místo aby se Fed pokusil krizi zmírnit pomocí expanzivní měnové politiky (jíž by reagoval na rostoucí poptávku veřejnosti po držbě hotových peněz), zaujal pasivní postoj. V říjnu 1931 navíc situaci ještě zhoršil, když svou měnovou politiku výrazně utužil. Poté, co Velká Británie 21. září 1931 opustila zlatý standard, začali investoři a zejména centrální banky Francie, Nizozemí, Belgie a Švýcarska směňovat dolary za americké zlato, neboť se obávali, že se podobným způsobem jako Británie zachovají i Spojené státy. Likvidace zahraničních dolarových aktiv vedla k odlivu zlata z USA. Federální rezervní systém se rozhodl obavy zahraničních centrálních bank a investorů rozptýlit tím, že v rozmezí pouhého jednoho týdne (počínaje 9. říjnem 1931) *razantně zvýšil* úrokové sazby *o dva procentní body* (z 1,5 na 3,5 procenta). Růst úrokových sazeb sice zastavil směnu dolarů na zlato, nicméně Fed tímto svým opatřením *hospodářský pokles ve Spojených státech ještě více prohloubil* (Smiley, s. 63; viz též s. 17–18):

„Výsledkem byl koncem roku 1931 a začátkem roku 1932 ještě rychlejší pokles cen, výroby a zaměstnanosti. S růstem úrokových sazeb klesala cena dluhopisů [pozn: protože rostly jejich výnosy], což způsobilo, že se finanční situace bank čím dál více zhoršovala. Banky se totiž nižší poptávce po nových úvěrech přizpůsobily tím, že ve svých portfoliích držely stále více dluhopisů. Tento neblahý vývoj vyvrcholil velkou vlnou bankovních krachů na konci roku

1931 a na začátku roku 1932. Masivní pády bank zmrazilily vklady a tím vyvolaly další hospodářský pokles. Během prvních šesti měsíců roku 1931 se míra nezaměstnanosti pohybovala mezi 14 a 15 procenty. V prosinci 1931 však dosáhla téměř 20 procent a v červnu 1932 skoro 26 procent.“

Bankovní pády a stále vážnější hospodářská deprese mohutně zvýšily nejistotu tržních akterů. Ti začali masově přeměňovat své bankovní vklady na hotovost. Tu pak držely mimo bankovní systém. Jelikož se značně zvýšil poměr hotovosti držené veřejností vůči bankovním vkladům a vzrostl i poměr bankovních rezerv vůči těmto vkladům, americká peněžní zásoba dramaticky poklesla. Výrazně se

Smiley následuje průkopnickou práci Milтона Friedmana a Anny J. Schwartz, když hloubku hospodářského propadu přičítá především selhání amerického Federálního rezervního systému.

totiž snížil „peněžní multiplikátor“, tj. multiplikace vkladů, která je charakteristická pro bankovníctví založené na principu částečných rezerv.<sup>16</sup> Snižuje-li se drasticky peněžní zásoba, je nezbytné, aby odpovídajícím způsobem a pokud možno co nejrychleji poklesly i ceny (včetně mezd). V opačném případě prudce vzrostou neprodané zásoby zboží a zvyšuje se i nezaměstnanost. Tyto potřebné přizpůsobovací procesy však narušila *politika „vysokých mezd“*, kterou prosazoval prezident Hoover. Jejím výsledkem bylo, že se nominální mzdové sazby v průmyslových podnicích udržovaly během prvních dvou let krize na takřka

konstantní úrovni. Hoover byl zastáncem tehdy módní teorie, podle níž vysoké reálné mzdy nejsou pouze důsledkem ekonomického růstu a růstu produktivity práce, nýbrž jsou samy o sobě *klíčem k prosperitě*. Hoover byl totiž přesvědčen, že růst objemu výroby je „udržitelný“ pouze za předpokladu, že růst reálných mezd *časově předchází* zvýšení produkce. Kauzální řetěz se tudíž v jeho očích pohybuje tímto směrem: vyšší reálné mzdy → vyšší kupní síla pracovníků → rostoucí poptávka po zboží → vyšší úroveň výroby. Dejte na tomto místě slovo Hooverovi samotnému:<sup>17</sup>

„Vlastní podstatou vysoké úrovně výroby jsou vysoké mzdy ... neboť ta závisí na rostoucí úrovni spotřeby, již si mohou pracovníci dopřát jen díky kupní síle vysokých reálných mezd...“

Z tohoto pohledu se nelze zase až tak moc divit, že Hoover považoval za stěžejní, aby během krize *peněžní mzdové sazby pracovníků neklesaly*. Měl za to, že pokud firmy odmítnou snižovat mzdové sazby, jejich zaměstnanci budou mít větší příjem a utratí více. Tím by pomohli krizi zmírnit (Smiley, s. 58). Tuto chybnou teorii<sup>18</sup> tehdy zastávala i celá řada vrcholných manažerů, odborových předáků, ba dokonce i někteří ekonomové (např. „institucionalisté“ Wesley Claire Mitchell a John R. Commons). Hooverovi se podařilo hned v úvodní fázi krize (listopad až prosinec 1929) získat *veřejný závazek* zástupců nejvýznamnějších průmyslových a stavebních podniků, že mzdové sazby nebudou snižovat (Smiley, s. 9–10). Průmyslové podniky v letech 1929 až 1931 ve svých veřejných propagačních materiálech často zdůrazňovaly, že Hooverův mzdový program poctivě dodržují a zachovávají mzdové sazby na úrovni z roku 1929. V důsledku této politiky

<sup>15</sup> Vysoká fragilita amerického bankovního systému byla do značné míry způsobena předchozími regulacemi, jejichž původ sahá až hluboko do 19. století. Tyto regulace bankám bránily v tom, aby zakládaly pobočky na území jiných amerických států a typicky dokonce i uvnitř jednotlivých států. Výsledkem dotyčných regulací bylo, že americký bankovní systém sestával z mnoha tisíců převážně malých bank, z nichž drtivá většina měla jednu jedinou pobočku (tzv. unit banking). Tyto banky se proto vesměs orientovaly primárně na místní klientelu. Není tudíž divu, že jak bankovní vklady, tak jejich úvěry a investice byly silně vystaveny *koncentrovaným místním rizikům* a „šokům“ (jejich aktiva i pasiva byla *nedostatečně regionálně a sektorově diverzifikována*). Tak např. jakmile lokální zemědělci sklídili kvůli špatnému počasí mizernou úrodu, okamžitě se tím pozice místních bank notně oslabila. Mnozí zemědělci poté totiž přestali být schopni splácet bankovní úvěry, přičemž právě tyto úvěry často tvořily stěžejní část bankovních úvěrových portfolií. Klienti postižení touto lokální hospodářskou krizí navíc zvyšovali výběry svých vkladů, neboť jejich příjem poklesl a museli proto více používat své úspory. Jinak řečeno, osud banky byl velmi těsně svázán s osudem obyvatel města či obce, na jehož území působila. To bylo hlavním důvodem, proč byl tento systém relativně malých a nedostatečně diverzifikovaných bank tak náchylný k periodicky se opakujícím vlnám bankovních panik. Výše uvedené nejvíce vynikne ve srovnání se sousední Kanadou. Ta podobné regulace nikdy nezavedla a umožnila tak, aby se bankovní systém v tomto směru přirozeně vyvíjel. Zatímco v USA v roce 1920 působilo 30 291 obchodních bank, které měly pouze 1 281 dalších poboček, v Kanadě tehdy existovalo 18 relativně velkých bank s mnoha pobočkami. Zmíněných 18 bank provozovalo celkem 4 676 poboček v rozličných částech Kanady. Jednoznačnou výhodou těchto velkých bank bylo to, že jejich klientela byla daleko více heterogenní. Tím pádem byla jejich aktiva i pasiva mnohem lépe diverzifikována. Ve stejné době, kdy americký bankovní systém často trápily opětuující se bankovní paniky a krize, kanadský bankovní systém vykazoval velmi vysokou stabilitu. Dramaticky se lišily rovněž dopady velké hospodářské krize na americké a na kanadské banky. Ačkoli Kanadu v letech 1929–1933 postihl víceméně stejně hluboký a vážný hospodářský propad jako Spojené státy, kanadský bankovní systém krizi *překonal nesrovnatelně úspěšněji* než americký. Kanadským bankám přitom v té době „nekryl záda“ žádný „věřitel poslední instance“. Centrální banka byla v Kanadě zřízena až v roce 1935, a to čistě z politických důvodů, nikoli proto, že by byla pocíťována potřeba zajistit tamějšímu bankovnímu systému větší „stabilitu“. V Kanadě během krize nezkrachovala ani jedna banka a banky v souhrnu uzavřely pouze 10,4 % svých poboček (dotyčné pobočky totiž začaly být v důsledku hospodářského propadu ztrátové). Naproti tomu Spojené státy zažily několik vln masivních bankovních pádů a permanentně bylo uzavřeno 34,5 % bankovních poboček. Kanadské banky samozřejmě kvůli hospodářské krizi utrpěly těžké finanční ztráty, ale díky své velikosti a diverzifikaci byly těmto „šokům“ schopny odolávat mnohem snadněji a účinněji. Viz např. Eugene N. White, *A Reinterpretation of the Banking Crisis of 1930*, Journal of Economic History, Vol. XLIV, No. 1 (březen 1984), s. 131–132.

Tyto potřebné přizpůsobovací procesy však narušila politika „vysokých mezd“, kterou prosazoval prezident Hoover.

zůstaly nominální mzdové sazby během prvních dvou let velké hospodářské krize téměř neměnné. Ve stejné době ale prudce padaly ceny – zejména velkoobchodní ceny, které jsou podstatné pro rozhodování výrobních firem. Současně klesala i produkce. Klesající ceny a stabilní mzdové sazby zvedly podnikům reálnou hodinovou cenu práce o 7,8 procent v roce 1930 a o 9,5 procent v roce 1931 (Smiley, s. 56). Firmy na tento vývoj odpověděly tak, že ještě více omezovaly produkci a propouštěly pracovníky. Míra nezaměstnanosti proto rychle a drasticky stoupala.

Právě touto téměř *dvouletou strnulostí* nominálních mzdových sazeb se nynější hospodářská krize značně lišila od minulých krizí. Tak např. ještě při předchozí krizi v letech 1920–1921 se mzdové sazby pružně přizpůsobily a rychle se snížily spolu s poklesem cen (Smiley, s. 55):<sup>19</sup>

„Při krizi v letech 1920–1921 nastal rychlý a ostrý pád cen i mzdových sazeb. Následoval sice krutý, ale zároveň krátký hospodářský pokles. Rychlá deflační opatření srazila ceny i mzdové sazby dolů a umožnila hospodářství, aby se začalo vzpamatoávat.“

To samé platí i o dřívějších hospodářských krizích (Smiley, s. 56):

„Až do poloviny 20. let mzdy obvykle začaly klesat krátce poté, co se pokles hospodářství projevil. V letech 1890 až 1924 se během krize mzdové sazby typicky snížily o 9 až 10 procent a krize trvaly v průměru dvanáct až osmnáct měsíců. Není proto divu, že v roce 1930 připadala pozorovatelům skoro dvouletá stabilita mezd v průmyslu dosti neobvyklá.“

Smiley uzavírá (s. 59):

„Udržování peněžních mzdových sazeb deformovalo relativní ceny a působilo proti deflačním cílům Federálního rezervního systému. Kdyby byly mzdové sazby sníženy současně s pádem cen, byla by krize pravděpodobně mnohem kratší, než jak tomu opravdu bylo. Počáteční hospodářský pokles totiž byl v letech 1929–30 mírnější než při předchozí recesi v letech 1920–21; rozdíl spočíval ve strnulosti peněžních mzdových sazeb na začátku 30. let.“ (zvýrazněno mnou)

Christina Romer v této souvislosti poukazuje i na případ Japonska:<sup>20</sup>

„Japonský cenový systém byl v té době flexibilnější, a proto Japonsko zažilo v letech 1930 a 1931 mimořádně rapidní deflaci. Tato rychlá a prudká deflace zřejmě napomohla tomu, že v Japonsku byl propad hospodářské výroby poměrně malý.“

Zdá se tedy, že jednou z hlavních příčin, které z „běžné“ hospodářské recese učinily extrémně hlubokou a vleklou krizi, byla politicky motivovaná strnulost nominálních mzdových sazeb během prvních dvou let velké hospodářské krize.<sup>21</sup>

#### Byl Roosevelt zachráncem amerického finančního systému?

Současní ekonomové vnímají Rooseveltova hospodářská opatření se smíšenými pocity. Na jedné straně vítají ty jeho kroky, jimiž se mu podařilo „stabilizovat“ americký finanční a bankovní systém, jenž se v době jeho nástupu do prezidentské funkce de facto zcela zhroutil. Naproti tomu však pokládají za škodlivé zejména ty jeho programy, jejichž cílem i důsledkem byla kartelizace amerického průmyslu, umělé omezování objemu výroby a zvyšování cen.

Co se týče Rooseveltových kroků, jimiž „stabilizoval“ americký finanční systém, důraz se klade především na tyto tři intervence:

- Vyhlášení celostátních bankovních prázdnin ihned po nástupu do prezidentské funkce (v neděli 5. března 1933); bankám bylo

příkázáno, aby dočasně uzavřely své pobočky, dokud nebude úředně prověřena jejich solventnost (srov. Smiley, s. 71–72).

- Opuštění zlatého standardu a zejména razantní devalvace dolaru vůči zlatu.
- Zřízení federálního pojištění bankovních vkladů.

Většina ekonomů má za to, že tyto kroky úspěšně odvrátily finanční paniku a napomohly tomu, že se obnovila důvěra americké veřejnosti k bankovnímu systému. Nejvíce pochybnou položkou v tomto výčtu je federální pojištění bankovních vkladů. Pomineme-li skutečnost, že Roosevelt původně vystupoval proti jeho zavedení<sup>22</sup>, základní potíží spočívá v tom, že toto pojištění mělo začít fakticky fungovat až v roce 1934, kteréžto datum bylo nakonec posunuto až na 1. červenec 1935.<sup>23</sup> Již z toho důvodu by mělo být zřejmé, že sotva mohlo utišit paniku, jež vrcholila na začátku března 1933.<sup>24</sup>

Právě touto téměř *dvouletou strnulostí* nominálních mzdových sazeb se nynější hospodářská krize značně lišila od minulých krizí.

Dalším problémem je, že samotný kolaps amerického bankovního systému mezi listopadem 1932 a březnem 1933 úzce souvisel s tím, že se domácí a zahraniční tržní aktéři začali obávat, že Roosevelt po nástupu na prezidentský post výrazně devalvuje dolar vůči zlatu. Právě tato očekávání občanů onu závěrečnou bankovní paniku významně podnítila, či ji přinejmenším podstatně zhoršila. V této kritické době panovalo i jakési bezvládní mezi funkčním obdobím prezidenta Herberta Hoovera a Franklina D. Roosevelta. Roosevelt byl zvolen 8. listopadu 1932, ale prezidentský úřad převzal až 4. března 1933. Hoover se po své volební prohře zdráhal podniknout jakákoliv opatření bez spolupráce s nově zvoleným prezidentem. Roosevelt naproti tomu nehodlal přijmout žádnou odpovědnost před svou inaugurací. V té době se začaly mezi veřejností šířit zvěsti, že se

<sup>16</sup> Proces tvorby peněz (multiplikace vkladů), k němuž dochází v rámci bankovníctví částečných rezerv, blíže popisuje např. Jesús Huerta de Soto v knize *Peníze, banky a hospodářské krize*, Praha: ASPI, a. s. a Liberální institut, 2009, kap. IV „Proces úvěrové expanze“ (s. 165 a násl.). Dychtiví zájemci mohou rovněž nahlédnout do pozoruhodné příručky, kterou vydala Chicagská Federální rezervní banka a jež nese název *Modern Money Mechanics – A Workbook on Bank Reserves and Deposit Expansion*. Dostupné na: <http://www.rrservers.com/images/ModernMoneyMechanics.pdf>

<sup>17</sup> Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover: Volume 2, The Cabinet and the Presidency, 1920–33*. New York, Macmillan, 1952, s. 108. Citováno podle článku Lee E. Ohaniana, *What - or Who - Started the Great Depression?*, NBER Working Paper No. 15258, srpen 2009, s. 13. Dostupný zde: <http://www.nber.org/papers/w15258>

<sup>18</sup> Dotyčná teorie přehlízí mimo jiné skutečnost, že jsou-li mzdové sazby uměle vytlačovány nad tržní úroveň, výsledkem je růst nezaměstnanosti. Zaměstnanci, kteří si svá pracovní místa udrží, sice budou pobírat vyšší mzdu, než by tomu bylo jinak, nicméně zároveň poklesnou příjmy těch lidí, kteří o svá pracovní místa přijdou. Snaha uměle udržovat vysoké mzdové sazby tak nejenže nemusí celkový objem vyplácených mezd vůbec zvýšit, ale může jej naopak i výrazně snížit, pokud v důsledku této politiky poklesne výroba a vznikne masová nezaměstnanost.

<sup>19</sup> Lee E. Ohanian (s. 17–18) uvádí v článku, který jsem citoval v poznámce č. 17, že během recese z let 1920 až 1922, kdy všeobecná cenová hladina poklesla o 20 %, klesly současně i mzdové sazby, a to zhruba o 19 %.

<sup>20</sup> Christina D. Romer, op. cit. dílo v pozn. č. 1, s. 2.



Jednou z hlavních příčin, které z „běžné“ hospodářské recese učinily extrémně hlubokou a vleklou krizi, byla tedy *politicky motivovaná strnulost nominálních mzdových sazeb* během prvních dvou let velké hospodářské krize.

Roosevelt chystá dolar devalvovat, aby povzbudil americké hospodářství. Nastupující prezident však odmítl svou budoucí politiku jakkoli komentovat, natožpak se veřejně zavázat k tomu, že k devalvaci dolaru nepřikročí. Mnozí vkladatelé (včetně zahraničních bank a investorů) následně začali očekávat, že dolar bude devalvován, a proto se jali hromadně vybírat své vklady a požadovali jejich výplatu ve zlatě. Kdyby totiž Roosevelt dolar vskutku devalvoval, každá unce zlata by náhle získala větší dolarovou hodnotu než předtím, neboť každý dolar by pak odpovídal menšímu množství zlata než doposud. Na devalvaci dolaru by tudíž vydělali ti, kdo by v dané chvíli vlastnili zlato. Roosevelt však nadále odmítal své hospodářské plány blíže upřesnit a rozptýlit tak obavy veřejnosti. Především kvůli této nejistotě se obrovsky zvyšovaly útoky (runy) na banky, lavinovitě se šířily pády bank, zrychloval se hospodářský pokles a stoupala míra nezaměstnanosti (srov. Smiley, s. 23–24). Hlavní nápor dolehl na federální rezervní banky na východě země, zejména newyorskou banku. Newyorská Federální rezervní banka mezi 1. únorem a 4. březnem 1933 ztratila 61 procent svých zlatých rezerv (Smiley, s. 66). Situaci navíc ještě více vyhrotil nepřilíhš šťastný postup guvernérů jednotlivých amerických států, kteří začali jeden po druhém vyhlášovat bankovní prázdniny, čímž zmrazili peněžní operace bank a fakticky tak uzavřeli bankovní systém ve svých státech. Jak zdůrazňuje Smiley (s. 24):

„Bankovní prázdniny sice ulevily bankám v těch státech, kde byly nařízeny, ale zároveň zvýšily hromadné výběry vkladů v bankách z okolních států...“

Jestliže je tedy Roosevelt považován za „zachránce“ amerického finančního systému, pak je nutno zároveň konstatovat, že se sám vydatně „zasloužil“ i o to, že se tato závěrečná bankovní panika vůbec rozpoutala.<sup>25</sup>

Výše nastíněná očekávání tržní aktérů se posléze opravdu splnila, poněvadž Roosevelt po svém nástupu do funkce brzy opustil americký závazek držet pevnou cenu dolaru ve zlatě. Dne 5. dubna 1933 vydal nařízení, jímž přikázal všem americkým občanům, aby odevzdali veškeré zlaté certifikáty a zlato s výjimkou vzácných zlatých mincí. Dne 18. dubna zakázal soukromý vývoz zlata ze Spojených států (Smiley, s. 72). *Vzápětí značně devalvoval* dolar (na 35 dolarů za unci zlata, což představovalo znehodnocení dolaru téměř o 70 procent). Tato prezidentova nařízení nakonec formalizoval zákon o zlatých rezervách z ledna 1934. Formální devalvace dolaru v lednu 1934 přinesla lavinu zlata, které přitékalo do Spojených států (Smiley, s. 73). Mezi prosincem 1933 a červencem 1934 se americké zásoby

Jestliže je tedy Roosevelt považován za „zachránce“ amerického finančního systému, pak je nutno zároveň konstatovat, že se sám vydatně „zasloužil“ i o to, že se tato závěrečná bankovní panika vůbec rozpoutala.

měnového zlata zvýšily ze 4,04 na 7,9 miliard dolarů, tj. o 96 procent. S nástupem nacistické strany k moci v Německu začali vystrašení Evropané posílat zlato do bezpečí ve Spojených státech. V prosinci 1938 dosáhly americké zásoby měnového

zlata 14,5 miliard dolarů, 259 procent stavu z prosince 1933. Tento příliv zlata vedl k tomu, že se peněžní zásoba *poměrně rychle zvyšovala*, ačkoli Rada guvernérů Federálního rezervního systému se i nadále zdráhala iniciovat expanzivní měnovou politiku.<sup>26</sup>

Smiley (stejně jako většina ostatních ekonomů) tvrdí, že růst americké peněžní zásoby v letech 1934 až 1940 byl jednou z mála sil, které jednoznačně stimulovaly

Expanze americké peněžní zásoby, kterou podnítil příliv zlata do Spojených států po devalvaci dolaru, úspěšně zlomila výše uvedená „deflační očekávání“.

hospodářskou činnost. Bylo tomu tak mimo jiné proto, že tato peněžní expanze radikálně změnila očekávání americké veřejnosti ohledně budoucího vývoje cenové hladiny. Lidé totiž byli od konce roku 1929 svědkem takřka neustálého a velmi rychlého všeobecného poklesu cen.<sup>27</sup> V období mezi koncem roku 1929 a zhruba polovinou roku 1933 se cenová hladina v USA snížila o 25 %.<sup>28</sup> U občanů se záhy vytvořila silná „deflační očekávání“, tj. všeobecně začali předpokládat, že tento vývoj bude pokračovat i v dalších letech. Pokles cenové hladiny byl přitom natolik rapidní a prudký, že kvůli němu výrazně poklesla i poptávka po investičních a jiných úvěrech. To bylo jednou z překážek, které bránily opětovnému hospodářskému oživení. Ačkoli *nominální* úrokové sazby byly v té době velmi nízké, jejich reálná výše ve skutečnosti mohutně vzrostla. Při takto ostré cenové deflaci další pokles *nominálních* úrokových sazeb narazil na svůj logický limit (tzv. „zero bound“). Nominální úrokové sazby totiž nemohou být záporné (např. mínus 5 % ročně). Je tomu tak proto, že věřitelé těžko budou ochotni zapůjčovat peníze za „negativní úrok“, když

<sup>21</sup> Podle modelu, který ve své práci používá Lee E. Ohanian, mohla být Hooverova politika „vysokých mezd“ zodpovědná až za 2/3 poklesu produkce, jenž nastal v letech 1929 až 1931. Pro úplnost dodávám, že nešlo zdaleka o jediné Hooverovo opatření, jež přineslo kontraproduktivní účinky. Dalšími chybnými kroky byla např. jeho podpora přijetí neblaze proslulých Hawleyových–Smootových celních sazeb (Smiley, s. 11–12) a masivní zvýšení daní, k němuž přikročil v roce 1932, tedy v době, kdy byla krize obzvláště hluboká. Daňový zákon z roku 1932 mj. *zdvojnásobil* běžné sazby federální daně z příjmu jednotlivců. Nejvyšší daňová sazba vyskočila dokonce z 25 na 63 procent (Smiley, s. 19). Zvýšení daňové zátěže v době, kdy zuří mimořádně silná hospodářská krize, je samozřejmě přesným opakem toho, co je v takové situaci zapotřebí učinit (tj. daňové břemeno buď zmírnit, popř. jej alespoň nezvětšovat).

<sup>22</sup> Bližší podrobnosti o vzniku federálního pojištění bankovních vkladů a názorových střetech při projednávání příslušného legislativního návrhu podává Mark D. Flood v článku *The Great Deposit Insurance Debate*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, červenec/srpen 1992. Dostupné na: [http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/07/Deposit\\_Jul\\_Aug1992.pdf](http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/07/Deposit_Jul_Aug1992.pdf)

<sup>23</sup> Srov. Peter Temin, *The Great Depression*, op. cit. dílo v pozn. č. 5, s. 30.

<sup>24</sup> Navíc dlouhodobým důsledkem federálního pojištění bankovních vkladů byl systematický morální hazard a oslabování tržní disciplíny. Důkazem toho může být i plynulý pokles poměru bankovního kapitálu vůči závazkům. Před válkou Severu a Jihu, kdy neexistoval žádný „věřitel poslední instance“ ani jiné explicitní či implicitní státní záruky bankovních vkladů, se bankovní kapitál zpravidla pohyboval kolem 40 % jejich závazků. Tak vysoký poměr vlastního kapitálu byl nezbytný, pokud si banky chtěly získat a udržet důvěru vkladatelů. I z toho důvodu bývaly banky před občanskou válkou poměrně bezpečné a ztráty vkladatelů byly relativně malé. Na přelomu 19. a 20. století, kdy již banky byly podrobeny mnohem rozsáhlejší regulací a byla zřízena jakási zárodečná „záchranná síť“, banky stále držely zhruba 20 % kapitálu. Ale ještě v době, kdy bylo zavedeno federálního pojištění vkladů v letech 1933–34 a již působil Federální rezervní systém v roli „věřitele poslední instance“, činil poměr bankovního kapitálu k závazkům přibližně 15 %. Dnes naopak banky drží velmi malou úroveň kapitálu, přičemž by ve skutečnosti nejspíše udržovaly dokonce ještě nižší poměr kapitálu k závazkům, kdyby neexistovaly právní předpisy o kapitálové přiměřenosti (např. Basel II), jež stanovují minimální výši kapitálu, kterou jsou banky povinny udržovat. Srovnej Kevin Dowd, *The Case for Financial Laissez-Faire*, The Economic Journal, Vol. 106, No. 436 (květen 1996), s. 681.



Abychom vysvětlili, proč se hospodářské oživení zastavilo, musíme se podívat na *jiná opatření, k nimž Rooseveltova vláda přikročila.*

jim samotná držba peněz zajišťuje alespoň „nulový úrok“ (resp. nulový nominální výnos). Expanze americké peněžní zásoby, kterou podnítil příliv zlata do Spojených států po devalvaci dolaru, úspěšně zlomila výše uvedená „deflační očekávání“. Lidé nyní místo toho začali očekávat buď stabilitu cen či jejich pozvolný nárůst. Tato změněná očekávání přispěla k tomu, že poklesly reálné úrokové sazby. Obnovovala se tak poptávka po investičních a ostatních úvěrech a zvýšily se i výdaje spotřebitelů na zboží dlouhodobé spotřeby.<sup>29</sup> Americká ekonomika se zkrátka po Rooseveltově devalvaci dolaru odrazila ode dna a byly

patrné známky výrazného hospodářského oživení. V září 1933 se však slibné zotavování hospodářství zastavilo. Opět se rozběhlo až koncem léta 1935 (Smiley, s. 74). Smiley zdůrazňuje (s. 75):

„Abychom vysvětlili, proč se hospodářské oživení zastavilo, musíme se podívat na *jiná opatření, k nimž Rooseveltova vláda přikročila.* Během prvních sto dní programu New Deal bylo přijato více důležitých zákonů než kdykoli předtím za tak krátké období.“ (zvýrazněno mnou)

Tím se dostáváme k vlastnímu jádru Rooseveltova New Dealu a jeho důsledkům, tématu, které si zaslouží pozornost ve zvláštním článku. Budeme se mu věnovat na stránkách tohoto časopisu hned v příštím čísle.

*Matěj Šuster je výzkumným pracovníkem Liberálního institutu (suster@libinst.cz)*

<sup>25</sup> Skutečnost, že bankovní prázdniny z roku 1933 byly vyvolány spíše runem na americký dolar, k němuž došlo kvůli obavám veřejnosti z devalvace dolaru, než ztrátou důvěry vkladatelů v bankovní systém, je stěžejním tvrzením článku Barrieho A. Wigmore *Was the Banking Holiday of 1933 Caused by a Run on the Dollar?*, The Journal of Economic History, Vol. 47, No. 3 (září 1987), s. 739–755.

<sup>26</sup> Christina D. Romer uvádí, že peněžní zásoba (úzeji definovaná jako hotovost a bankovní rezervy) se mezi roky 1933 a 1936 zvyšovala v průměru o 17 % ročně. Viz Christina D. Romer, *Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009*, Washington, D.C., březen 2009, s. 6. Dostupné na: [http://www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0309\\_lessons/0309\\_lessons\\_romer.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0309_lessons/0309_lessons_romer.pdf)

<sup>27</sup> Tento rychlý pokles obecné úrovně cen v letech 1929–1933 způsobil obrovské problémy dlužníkům, kteří si během předešlé konjunktury ochotně brali rozsáhlé dlouhodobé úvěry. Nominální výše těchto dluhů byla totiž pevně stanovena, a proto prudký pokles cenové hladiny (tzn. rychlý nárůst reálné kupní síly každého dolaru) znamenal, že ostře vzrostla i *reálná zátěž* těchto dluhů v porovnání s příjmy dlužníků. Příjmy dlužníků totiž v důsledku krize a růstu nezaměstnanosti značně poklesly. Jedním z důsledků bylo i to, že takto postižení lidé si museli výrazně „utáhnout své opasky“ a zásadně omezit své investiční i spotřební výdaje. To stimulovalo další pokles agregátní poptávky. Mnozí dlužníci navíc přestali být schopni své úvěry splácet a rostly tak ztráty jejich věřitelů, zejm. bank.

<sup>28</sup> Christina D. Romer, *Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009*, s. 6.

<sup>29</sup> Tamtéž, s. 7.

## ZAUJAL VÁS ČASOPIS TERRA LIBERA?

Rádi byste jej dostávali pravidelně každý měsíc? K tomu stačí si pouze zajistit členství v

*Klubu přátel liberálních myšlenek*

kteří skýtá i další výhody.

Tento klub vám nabízí tři typy členství:

### **Bronzové členství**

lze na jeden rok získat poskytnutím daru ve výši minimálně

**500 Kč**

ve prospěch LI. Bronzoví členové získají zaslání TERRA LIBERA v elektronické podobě a slevu 20 % na veškeré publikace a reklamní předměty LI.

### **Stříbrné členství**

lze na jeden rok získat poskytnutím daru ve výši minimálně

**1000 Kč**

ve prospěch LI. Stříbrní členové získají zaslání měsíčníku TERRA LIBERA v tištěné podobě a slevu 30 % na veškeré publikace a reklamní předměty LI.

### **Zlaté členství**

lze na jeden rok získat poskytnutím daru ve výši minimálně

**10000 Kč**

ve prospěch LI. Zlatí členové získají zaslání měsíčníku TERRA LIBERA v tištěné podobě, slevu 30 % na reklamní předměty LI, veškeré publikace LI v daném roce zdarma a VIP místa na akcích pořádaných LI.

### **A jak se stát členem Klubu přátel liberálních myšlenek?**

K registraci stačí vyplnit registrační formulář na stránkách [www.libinst.cz](http://www.libinst.cz), zaslat jej na adresu [lipka@libinst.cz](mailto:lipka@libinst.cz) a poukázat zvolenou částku na účet LI (do zprávy pro příjemce prosím uveďte "DAR" a "celé jméno"), případně ji složit hotově v sídle Liberálního institutu ve Spálené ulici.

V případě daru převyšujícího 1000 Kč je možné částku odečíst od základu daně z příjmu (více informací na stránkách LI).

On-line archív  
**TERRA LIBERA**  
z let 2000–2007  
dostupný na stránkách

[www.libinst.cz](http://www.libinst.cz)

## **TERRA LIBERA**

je vydávána společností TERRA LIBERA.

Kontaktní adresa:

**TL, c/o Liberální institut,  
Spálená 51, 110 00 Praha 1  
E-mail: [TL@libinst.cz](mailto:TL@libinst.cz)**

Její vydávání není povoleno ani schváleno žádnou státní institucí.