

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD

Institut mezinárodních studií

Bakalářská práce

2016

Filip Hornát

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD

Institut mezinárodních studií

Filip Hornát

Velká inflace 70. let a její vliv na současný FED

Bakalářská práce

Praha 2016

Autor práce: **Filip Hornát**

Vedoucí práce: **PhDr. Mgr. Jaroslav Zukerstein**

Rok obhajoby: 2016

Bibliografický záznam

HORNÁT, Filip. *Velká inflace 70.let a její vliv na současný FED*. Praha, 2016. 40s. Bakalářská práce (Bc.) Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut mezinárodních studií. Katedra severoamerických studií. Vedoucí bakalářské práce PhDr. Mgr. Jaroslav Zukerstein

Abstrakt

Práce se zabývá obdobím Velké inflace 70. let ve Spojených státech a jejím vlivu na současný Federální rezervní systém. Sedmdesátá léta byla ve Spojených státech po ropném šoku dobou tzv. stagflace, kdy se mísila vysoká inflace s vysokou nezaměstnaností a ekonomickou stagnací, či recesí. V této práci je diskutována role Fedu v této éře. Tezí práce je, že se Fed během období Velké inflace výrazně proměnil, přičemž základní cíle, či přístupy přetrvávají ve Fedu dodnes. Prostřednictvím analýzy období, při kterém se v čele Fedu vystřídali 4 šéfové rady guvernérů, dochází autor k závěru, že období Velké inflace skutečně mělo zásadní vliv na přeměnu instituce Fedu, který se mnohem více podobá jeho dnešní podobě, než tomu bylo v poválečné éře.

Klíčová slova

Velká inflace, Federální rezervní systém, 70. léta, monetární politika, stagflace, ropné šoky

Abstract

This paper deals with the period of the 1970s Great Inflation in the United States and its impact on the contemporary Federal Reserve System. The seventies in the United States were after the oil shock a period of the so-called stagflation, a mix of high inflation, high unemployment and economic stagnation, or recession. The role of the Fed in this era is discussed. The main thesis of this paper is that the Fed during the Great Inflation has changed markedly, with the basic goals and approaches remaining at the Fed till nowadays. An analysis of the period is made. The author

concludes that the period of the Great Inflation really had a major impact on the transformation of the Fed, which more closely resembles its contemporary form than in the post-war era.

Keywords

Great inflation, Federal reserve system, 1970s, monetary policy, stagflation, oil shocks

Rozsah práce: 58 342 znaků

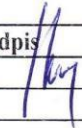
Prohlášení

1. Prohlašuji, že jsem předkládanou práci zpracoval/a samostatně a použil/a jen uvedené prameny a literaturu.
2. Prohlašuji, že práce nebyla využita k získání jiného titulu.
3. Souhlasím s tím, aby práce byla zpřístupněna pro studijní a výzkumné účely.

V Praze dne

Filip Hornát

TEZE BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Jméno: Filip Hornát		
E-mail: hornatfilip@gmail.com		
Studijní obor: Mezinárodní teritoriální studia		
Semestr a školní rok zahájení práce: LS 2014/2015		
Semestr a školní rok ukončení práce: LS 2015/2016		
Vedoucí bakalářského semináře: Mgr. Karel Svoboda PhD.		
Vedoucí práce: PhDr. Mgr. Jaroslav Zukerstein		
Název práce: Velká inflace 70. let a její vliv na současný FED		
Charakteristika tématu práce (max. 10 řádek): Práce se zabývá obdobím Velké inflace 70. let a jejím vlivem na současný Federální rezervní systém Spojených států (Fed). Během této éry došlo k jevu tzv. stagflace, tedy k vysoké inflaci kombinované s ekonomickou stagnací. Stagflace znamenala změnu konsenzu v ekonomickém diskurzu, ovšem také vedla k určitým proměnám v hospodářské politice. Primárně je v práci zkoumán americký ekonomický vývoj v této éře a role Fedu v ní. Fed se během této doby značně měnil, když byly zkoušeny různé postupy, jak zabránit stále narůstající inflaci. Cílem je pak ukázat, že mnohé změny, které se udály, v této éře přetrvávají dodnes.		
Zdůvodnění úprav a změn tématu od zadání projektu do odevzdání práce (max. 10 řádek): Práce byla zúžena z hospodářské politiky Spojených států na Fed (tedy na monetární politiku) z důvodu rozsáhlosti tématu. Bylo by těžké určit, co do práce zahrnout a co už nikoli. Navíc by práce pouze "klouzala" na povrchu. Pokud by byla snaha se tomuto vyhnout, práce by výrazně převyšovala rozsah bakalářské práce. Došlo také k vyjasnění časového vymezení. Práce byla vymezena na období Arthura Burnse, G. Williama Millera a Paula Volckera v čele FEDu, přičemž Volckerovo období je zkoumáno jen do roku 1982, kdy inflace opět poklesla na "běžnou" úroveň.		
Struktura práce (hlavní kapitoly obsahu): 1 POVÁLEČNÝ VÝVOJ A FEDERÁLNÍ REZERVNÍ SYSTÉM 2 FED ZA ARTURA BURNSE 3 MILLEROVO „INTERREGNUM“ 4 VOLCKEROVA „REVOLUCE“		
Prameny a literatura (výběrová bibliografie): Stephen H. Axilrod, Inside the Fed, (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2011). Ben Bernanke, The Federal Reserve and the Financial Crisis, (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2013). Robert L. Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Quarterly 84, č. 1 (1998). Iwan Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", J. Policy Hist. 24, č. 4 (2012). Edward Nelson, "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?", (2004), dostupné z http://research.stlouisfed.org/wp/2004/2004-001.pdf .		
Podpis studenta a datum		
Schváleno	Datum	Podpis
Vedoucí práce	7.5.2016	
Vedoucí bakalářského semináře		
Garant oboru		

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucímu mé práce PhDr. Mgr. Jaroslavu Zuckersteinovi za vstřícný přístup a podnětné komentáře a rady.

Obsah

ÚVOD.....	2
ZHODNOCENÍ LITERATURY	3
1 POVÁLEČNÝ VÝVOJ A FEDERÁLNÍ REZERVNÍ SYSTÉM.....	5
2 FED ZA ARTURA BURNSE.....	9
2.1 OBDOBÍ DO ROPNÉHO ŠOKU	9
2.2 ROPNÝ ŠOK 1973.....	12
2.3 POSTUP PROTI STAGFLACI	14
3 MILLEROVO „INTERREGNUM“.....	21
4 VOLCKEROVA „REVOLUCE“	24
ZÁVĚR	30
SUMMARY	32
POUŽITÁ LITERATURA.....	33
<i>Elektronické zdroje.....</i>	<i>35</i>
SEZNAM PŘÍLOH.....	37
PŘÍLOHY	38

Úvod

Období velké inflace 70. let ve Spojených státech je dodnes hojně diskutovaným tématem. V roce 2016 jsou totiž pozorovatelné dva jevy, ke kterým došlo i během 70. let. Došlo k výrazné změně v cenách ropy a zároveň dochází k monetární expanzi, díky kvantitativnímu uvolňování Federálního rezervního systému Spojených států (Fed). Pro ekonomy představovala 70. léta novou výzvu, když se objevil nový jev, dnes známý jako stagflace. Předtím se věřilo, že existuje substituční vztah mezi inflací a nezaměstnaností, což popisuje Phillipsova křivka. V 70. letech však stoupala jak inflace, tak i nezaměstnanost. Během té doby se objevovalo mnoho iniciativ na zlepšení situace. V rámci toho se pak proměňoval i samotný Fed a do popředí ekonomického diskurzu se dostaly nové směry, které částečně vystřídaly keynesiánské teorie. Až s příchodem Paula Volckera do čela Fedu¹ a Ronalda Reagana do prezidentské funkce se podařilo ekonomiku znovu nastartovat. Nicméně neustále se mezi ekonomy vedou debaty o tom, co stagflaci způsobilo. Jedni tvrdí, že příčinou byly ropné šoky z let 1973 a 1979.² Avšak někteří ekonomové spatřují hlavní příčinu v chybné monetární politice Federálního rezervního systému Spojených států.³

Právě Fed bude mým předmětem zájmu. S tím, jak inflace a nezaměstnanost stoupala v 70. letech, se proměňovaly i iniciativy a samotný Fed. Mým cílem bude sledovat období Velké inflace, které bývá označeno lety 1965 a 1982, a roli Fedu během této éry, přičemž se také zaměřím na to, jakým způsobem toto období ovlivnilo jeho dnešní fungování. V úvodní části se budu zabývat poválečným vývojem americké ekonomiky, a jakou roli v něm hrál Fed. Dále se zaměřím na jednotlivá období šéfů Fedu s postupující krizí americké ekonomiky. Období Arthura Burnse v čele Fedu bude zkoumáno v jednotlivých etapách, jelikož během jeho éry došlo k několika významným milníkům krize. Jeho nástupce William Miller „vydržel“ v čele Fedu pouhý rok, tudíž jeho éře není věnována tak dlouhá kapitola jako Burnsovi a Millerově nástupci Volckerovi. Závěrečné období, na které se zaměřuju, tedy Paula Volckera v čele Fedu bude zkoumáno obšírněji jen do roku 1982, které se považuje za konec období Velké

¹ V čele Fedu je šéf rady guvernérů.

² Například James D. Hamilton, “Oil and the Macroeconomy since World War II”, *Journal of Political Economy* 9, č. 2 (1983), 228-248.

³ Například Robert B. Barsky a Lutz Kilian, “Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative”, *NBER/Macroeconomics Annual* 16, č. 1 (2001) 137-183.

inflace. Zároveň došlo v tomto roce v politice Fedu k určitému návratu ke „konvenční“ monetární politice.

Cílem práce bude pokusit se potvrdit tezi, že se Fed během období Velké inflace výrazně proměnil, přičemž základní cíle, či přístupy přetrvávají ve Fedu dodnes. K dosažení cíle práce využiji sepsané literatury, které je velké množství a to nejen, co se týče ekonomických analýz jednotlivých politik, ovšem i memoárů někdejších pracovníků Fedu. Problémem literatury je však fakt, že ne všichni autoři docházejí ke stejným názorům, přičemž někdy dokonce docházejí k protikladným názorům. Příkladem toho je třeba otázka nezávislosti Fedu, nebo vliv monetární politiky na první ropný šok.

V práci postupuji chronologicky, přičemž analyzuji různé dopady monetární politiky Fedu i možné důvody, které Fed k tomu vedly, jako je například nejasná teorie. V průběhu textu se taky zmiňuji o různých proměnách Fedu, které se promítají do jeho dnešního fungování.

Zhodnocení literatury

Literatury ohledně Fedu v období Velké inflace bylo sepsáno mnoho. Toto období zkoumají často ekonomové, kteří se snaží přijít na příčinu stagflace. Jedním ze základních ekonomicko-analytických článků je pro mě "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative" (2001) od autorů Barskyho a Kilian z NBER (amerického národního ústavu pro ekonomický výzkum). Autoři v tomto článku analyzují ekonomickou situaci v 70. letech, přičemž docházejí k tomu, že Fed nejenže mohl přispět k stagflaci, ovšem také způsobit první ropný šok svou monetární expanzí. Nikolsko-Rzhevskyy s Papellem ve svém článku "Taylor Rules and the Great Inflation" (2012) zase zkoumali, zdali Fed postupoval podle Taylorova pravidla. Zjišťují, že Fedu hlavně chyběla správná data, která mu znemožňovala správně postupovat. Dalším tématem ekonomického výzkumu je nezávislost Fedu, kterou zkoumal například Nathaniel Beck ve svém článku "Elections and the Fed: Is There a Political Monetary Cycle?" (1987). Dochází k tomu, že se jedná spíše o akomodaci fiskální politiky, nikoli však k politickému monetárnímu cyklu. Nicméně o tom, že Fed nebyl v této éře nezávislý, píše například Abrams, který ve svém článku "How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence From the Nixon Tapes" (2006) dokazuje na základě studie Nixonových nahrávek z Bílého domu tlak, který byl na Nixona vyvíjen.

Tím se dostávám k hlavnímu problému těchto ekonomických článků a tou jsou nejednoznačné názory. Často v nich autoři docházejí k až protichůdným názorům.

Kvůli nejednoznačnosti některých článků jsem se rozhodl využít knihu "Inside the Fed" (2011) Stephena Axilroda, dlouholetého pracovníka Fedu, který se běžně setkával a diskutoval s šéfy Fedu. Ve své knize přibližuje osobnosti jednotlivých šéfů a různé motivace a prostředí, které činitele ve Fedu ovlivnily. Této knihy využívám zejména při svědectvích z Fedu. Například o tom, jak někteří členové Fedu komentovali různá rozhodnutí. Dále jsou pro mě důležité odborné články, které se zabývají různými obdobími Fedu. Morgan se ve svém článku "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation" (2012) zabývá Volckerovo obdobím. Hetzel zase obdobím Arthura Burnse v "Arthur Burns and Inflation" (1998). Nicméně i z této literatury může vycházet více „kritický/oslavný“ tón na vedení Fedu a objektivita může být zpochybněna. Nicméně některá opatření měla lepší úspěchy než jiné a alespoň z toho se tedy dá usuzovat, zdali monetární politika byla v onom období úspěšná, či nikoli.

Důležitou pro mou práci byla také například Graetzova kniha „The End of Energy“ (2011) pro pochopení ropných šoků a jejich popsání v práci. Pro popsání jednotlivých zákonů ohledně fungování a cílů Fedu posloužila stránka <http://www.federalreservehistory.org/>, kde jsou sepsány základní body legislativy uchopující Federální rezervní systém. Dále bylo ještě využito mnoho článků zabývajících se stagflací jako celku, nebo například ekonomické teorie, přičemž například u zpochybnění Phillipsovy křivky a argumentů monetaristů jsem vycházel primárně z Friedmanova "The Role of Monetary Policy" (1968), který byl pro teorii monetární politiky zásadní.

1 Poválečný vývoj a Federální rezervní systém

Od velké hospodářské krize 30. let byla americká hospodářská politika silně ovlivněna Keynesiánstvím.⁴ Keynesiánství ospravedlňovalo politiku státních zásahů do ekonomiky především pomocí vysokých vládních výdajů a podpory zaměstnanosti. V době recesí měl stát zastupovat ekonomické subjekty soukromého sektoru, které měly menší ochotu investovat, čímž se recese ještě prohlubovala.⁵ Vysoké výdaje se již projevíly během Nového údělu a přirozeně i během druhé světové války. V roce 1946 byl pak vydán zákon o plné zaměstnanosti, takzvaný Employment Act, který se opíral o keynesiánské myšlenky a zároveň zaváděl CEA (Council of Economic Advisers – poradní ekonomický sbor prezidenta).⁶

Americká ekonomika po druhé světové válce výrazně rostla. To bylo způsobeno i vymaněním se z izolace po přijetí Vandenbergovy rezoluce⁷ a díky Marshallovu plánu, což mělo za následek vysoký příjem americké ekonomiky z mezinárodního obchodu. Za vlády Dwighta Eisenhowera zažívala americká ekonomika největší expanzi ve svých dějinách. Nicméně i přes ekonomickou expanzi byly stále vládní výdaje vysoké a to i navzdory Eisenhowerově konzervatismu.⁸ Stavěly se velké veřejné projekty jako například dálnice (Federal Highway Act) a kanál spojující řeku Svatého Vavřince a Atlantický oceán. Ovšem díky konjunkturu bylo z čeho tyto projekty financovat.

Za prezidenta Johna F. Kennedyho se pak naplno projevila aktivní role státu v hospodářské politice a keynesiánství. Vytvářely se velké sociální programy na podporu chudých a nezaměstnaných, většina z nich však neprošla převážně republikánským Kongresem. Tato podpora v sobě neměla pouze solidární myšlenku, ale opět se opírala o keynesiánství. Díky podpoře měli chudí více utrácet, což mělo napomáhat ekonomice. Lyndon B. Johnson již proti sobě měl více demokratický Kongres a jeho program Velké společnosti (Great Society) prošel. Ten v sobě zahrnoval velké sociální programy, které však znamenaly opět vysoké vládní výdaje. V této době navíc eskaloval konflikt ve Vietnamu, který opět vyžadoval velké množství finančních prostředků. Státní rozpočet se tak dostával do vysokých deficitů.⁹

⁴ Thomas Borstelmann, *The 1970s: a new global history from civil rights to economic inequality*, (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2012), 120.

⁵ John Cassidy, "The Demand Doctor", *New Yorker* 87, č. 31 (2011), 46-57.

⁶ Byrd L. Jones, "The Role of Keynesians in Wartime Policy and Postwar Planning", *American Economic Review* 62, č. 2 (1972), 129.

⁷ Vandenbergova rezoluce, znamenala ukončení Monroeovy doktríny a s tím spojený americký izolacionismus.

⁸ Rudolph G. Penner, "When Budgeting Was Easier: Eisenhower and The 1960 Budget", *Public Budgeting & Finance* 34, č. 4 (2014), 27.

⁹ Op. cit., 24.

V důsledku toho také rostla ve Spojených státech konzervativní opozice, která kritizovala obrovské vládní výdaje. Z nichž například Barry Goldwater, senátor a kandidát na prezidenta v roce 1964, prohlásil: „Více než Moskvy se bojím centralizované vlády ve Washingtonu.“¹⁰ I přes představu, že expanze bude trvalá, a že keynesiánství zavedlo účinnou hospodářskou politiku, se začaly objevovat první náznaky krize. Americké saldo obchodní bilance již nebylo tak výrazné jako dříve. Čistý export klesl z 6,9 miliardy dolarů v roce 1964 na 1,4 miliardy v roce 1968.¹¹ Americký export klesal z důvodu zvyšující se zahraniční konkurence. Mnoho států se v 60. letech dostalo z poválečné obnovy do stavu expandující ekonomiky.

Federální rezervní systém (dále Fed) prováděl monetární expanzi a vytvářel nové peníze. Nicméně zatímco za druhé světové války byla tímto způsobem odčerpána třetina vládního dluhu, v 60. letech bylo toto číslo zanedbatelné.¹² Fed tím ovšem ztrácel část ze své nezávislosti, která je pro centrální banky velice důležitá. Avšak v roce 1951 byla vydána dohoda „Treasury-Federal Reserve Accord“, která toto jednání přímo zakazovala.¹³ Měl to být obrat k nezávislé politice centrální banky. Nicméně propojení monetární a fiskální politiky bylo stále velice výrazné.¹⁴ Nebylo zvykem, že by v radě guvernérů Fedu působili ekonomové. Výrazný vliv na fungování a rozhodování Fedu, ať už externí či interní, měli v té době lidé ze soukromého sektoru, což opět samozřejmě ubíralo na nezávislosti instituce.¹⁵

Ve Fedu působili spíše bankéři a právníci. Výjimkou mezi nimi nebyl ani William McChesney Martin, vystudovaný lingvista, který však pracoval dlouhá léta v bankovním a finančním sektoru. V čele Fedu působil v letech 1951-1970. Sám příliš nevěřil ekonomickým teoriím a nepoužíval ekonometrické modely. Nevěřil ani ve schopnosti monetární politiky významněji ovlivňovat ekonomiku, nebo cenovou hladinu.¹⁶ Fed se pod vedením Martina spíše snažil o politiku nezasahování a množství peněz v ekonomice tak spíše přenechával tržnímu řádu. Jeho monetární politika byla velmi jednoduchá a značně optimistická, jak prohlásil Ben S. Bernanke, šéf Fedu

¹⁰ Borstelman, "The 1970s", 129.

¹¹ Data z Fed St. Louis, <https://research.stlouisfed.org/>.

¹² Jean Boivin, "Has U.S. Monetary Policy Changed? Evidence from Drifting Coefficients and Real-Time Data", *Journal Of Money, Credit, And Banking* 38, č. 5 (2006), 1151.

¹³ Jessie Romero, "Treasury-Federal Reserve Accord", *Federalreservehistory.Org*. <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/30>, (staženo 4. 3. 2016).

¹⁴ Allan H. Meltzer, "From Inflation to More Inflation, Disinflation, and Low Inflation", *American Economic Review* 96, č. 2 (2006), 185.

¹⁵ Stephen H. Axilrod, *Inside the Fed*, (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2011), 27.

¹⁶ Melzter, "From Inflation to More Inflation, Disinflation, and Low Inflation", 185.

v letech 2006-2014.¹⁷ V praxi šlo o to, že Fed cíloval úrokovou míru, na základě které si mohly banky vypůjčovat z federálních rezerv. Tato úroková míra pak byla stanovena na základě poptávky po penězích. Nabídka v tomto případě vůbec nehrála roli. Nejednalo se tedy o ekvilibrium nabídky a poptávky peněz. Monetární politika Fedu tak neměla žádný jasný cíl, v 50. a 60. letech totiž tato „politika“ fungovala. Nebyl tedy důvod jí měnit.¹⁸

Nicméně už v 50. letech se ekonomové okolo Milтона Friedmana začali hlouběji zabývat monetární politikou. Friedman společně se Schwartzovou v díle *Monetární historie Spojených států* ukazovaly, že monetární politika dokáže pouze v krátkém období ovlivnit reálné ekonomické ukazatele. V dlouhém období pak má vliv pouze na nominální ukazatele. Chtěli tím dokázat neutralitu peněz.¹⁹ Doporučovali, aby centrální banky nějakým způsobem kontrolovaly množství peněžní zásoby, které je do ekonomiky „pumpováno“. Výsledkem měl být konstantní růst peněžní zásoby, který by pak činil cenovou hladinu více předvídatelnou a stabilní. Tento směr nazvaný monetarismus začal konkurovat keynesiánství.

Brunner s Meltzerem, kteří byli v té době pracovníky Fedu, vydali zprávu, která zdůrazňovala nutnost „řízení“ monetární politiky.²⁰ O to se Fed pak skutečně i více pokoušel, když začala v důsledku války ve Vietnamu růst míra inflace. To, že tyto výdaje vedly k vyšší inflaci, ukazuje, že Fed zvyšoval peněžní zásobu na financování války. Právě to určitým způsobem vyvrací, že by Fed byl nezávislý na vládě. Ovšem i tyto výdaje bylo velice těžké odhadnout. Rozpočet na vedení války se neustále navyšoval a Fed do svých modelů nedokázal zabudovat přesné částky. To byla jedna z prvních velkých chyb Fedu, které vedly k Velké inflaci.²¹ Fed se sice snažil s inflací bojovat a byl mnohem více aktivní v monetární politice než v předchozích letech, avšak v důsledku toho, že byl na Fed vyvíjen velký tlak ze strany Johnsonovy administrativy, postupoval Fed mírně a gradualisticky. Váhal se zvýšením úrokové míry, ke kterému přistoupil až v roce 1965. To umožnilo roztočit inflační spirálu, jelikož lidé začali

¹⁷ Ben Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2013), 35.

¹⁸ Axilrod, *Inside the FED*, 35.

¹⁹ Neutralita peněz znamená, že peníze mají v dlouhém období vliv pouze na nominální ukazatele (inflaci)

²⁰ Axilrod, *Inside the Fed*, 35.

²¹ Op. cit., 45.

inflaci zabudovávat do svých očekávání.²² Martin navíc stále věřil, že inflace je způsobena hlavně rozpočtovými deficity.²³

Ve Fedu sice byla snaha bojovat s vysokou inflací, avšak v rozhodování o postupech komplikovala situaci tehdejší teorie. Hospodářská politika totiž stále používala Phillipsovu křivku, které ukazovala, že existuje substituční vztah mezi inflací a nezaměstnaností. Tudíž ve chvíli, kdy se Fed zaměřil na boj proti inflaci, neslo to s sebou vyšší míru nezaměstnanosti podle této teorie. To však v době dominujícího keynesiánského myšlení byla příliš velká oběť. Fed pod Martinem tedy nese svůj díl viny na velké inflaci 70. let. Přesto však došlo k nějakým posunům ve vedení Fedu. Monetární politika začala být více aktivní a důležitá místa začala být obsazována ekonomy.

²² Richard Clarida, Jordi Gali, a Mark Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory*", *Quarterly Journal of Economics* 115, č. 1 (2000), 171.

²³ Melzter, "From Inflation to More Inflation, Disinflation, and Low Inflation", 185.

2 FED za Artura Burnse

Arthur F. Burns byl na rozdíl od Martina ekonomem z povolání. Vysloužil si velké renomé už před svým nástupem do úřadu. Stál v čele CEA, také byl členem NBER (National Bureau of Economic Research – Národní Úřad pro ekonomický výzkum). Byl přítelem Dwighta Eisenhowera a pomáhal Richardu Nixonovi při jeho první prezidentské nominaci v roce 1960. Přesto je však jeho období charakterizováno vysokou inflací a nezaměstnaností, tedy stagflací. Dnes se neustále vedou i mezi ekonomy debaty, zdali vážně pochybil a způsobil dlouho trvající inflaci, či byl pouze v „nesprávný čas na nesprávném místě“.

2.1 Období do ropného šoku

Ve chvíli, kdy Burns nastupoval do úřadu, byla již inflace na 6%, což už bylo vnímáno jako velký problém.²⁴ Přicházel do Fedu jako „spasitel“, který má ekonomice pomoci od vysoké inflace. On sám však na schopnosti monetární politiky podobně jako jeho předchůdce Martin příliš nevěřil.²⁵ Monetární politiku viděl pouze jako jednu z mnoha zbraní proti inflaci. Jako mikroekonom používal neoklasické teorie²⁶, avšak jako makroekonom spíše věřil na psychologické efekty. Jeho skepse ohledně řízení ekonomiky souvisela i s tím, že se jako ekonom profiloval v průběhu velké deprese 30. let.²⁷ Mikroekonomické nástroje však viděl jako možnost jak ovlivnit ekonomické subjekty a skrz ně i celou ekonomiku. Věřil, že nízké úrokové míry budou působit pozitivně na obchodníky a investory a pomohou tak ekonomice. Nicméně americká ekonomika začala vykazovat anomálii v podobě růstu jak inflace, tak i nezaměstnanosti (4,9%), což bylo v zásadě prolomením mýtu o substitučním vztahu, tedy Phillipsovy křivky. Jedním z důvodů zvyšující se nezaměstnanosti bylo například to, že se zvýšil počet pracovních sil po poválečném baby boomu a trh práce je nebyl schopen přijmout. Přirozená míra nezaměstnanosti²⁸ se zvýšila, s čímž se tehdy příliš nepočítalo.²⁹

²⁴ Robert L. Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 84, č. 1 (1998), 27.

²⁵ Edward Nelson, "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?", (2004), 22, dostupné z <http://research.stlouisfed.org/wp/2004/2004-001.pdf>.

²⁶ Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", 27.

²⁷ Op. cit.

²⁸ Nezaměstnanost při plném využití všech zdrojů (vždy bude nějaká nezaměstnanost – lidé čekající na lepší nabídku atd.)

²⁹ Alex Nikolsko-Rzhevskyy a David H. Papell, "Taylor Rules and the Great Inflation". *Journal of Macroeconomics* 34, 4. 4 (2012), 904.

Brettonwoodský systém, díky kterému byl americký dolar nejdůležitější světovou měnou vzhledem k vázanosti na zlato, vykazoval slabiny. Zlatý standard už najednou nebyl tolik výhodný. V době obnovy poválečných ekonomik tento měnový systém fungoval velice dobře, ale když už se státy jako Japonsko a Německo vzpamatovaly, začali ekonomové upozorňovat na nevýhody tohoto systému. Například Paul Volcker, pozdější šéf Fedu, prohlásil, že zbývají dva roky na zachránění amerického dolaru.³⁰ Docházelo k velkým deficitům platební bilance a Američané žádali o revaluaci cizích měn, což udělalo pouze Německo. Ostatní státy revaluaci vlastní měny odmítly. Cizí banky měly v této době více amerických dolarů, než Spojené státy zlata.³¹ Zatímco Arthur Burns navrhoval devaluaci dolaru proti zlatu, Paul Volcker už neviděl v udržení zlatého standardu žádnou výhodu. Argumentoval tím, že evropské země udělají to samé. Němci museli stabilizovat měnu, ovšem nechali ji raději volně plout. Byl tedy pro odpoutání dolaru po 27 letech od zlatého standardu.³²

Volckerův návrh nakonec zvítězil. Richard Nixon poté svolal zástupce zemí brettonwoodského systému do Camp Davidu. John Connally, ministr financí USA, zde představil plán Spojených států, který spočíval v odpoutání se od zlatého standardu, 90-ti denním zmrazení mezd a cen a také deseti-procentním importním tarifu, kvůli ochraně amerických výrobků před znevýhodněním v důsledku fluktuace kurzu dolaru. Poslední dva kroky byly kontroverzní a Nixon v této souvislosti prohlásil: „Teď jsem Keynesiánek“.³³ Kontrola cen se ukázala jako účinná pouze krátkodobě, tedy hlavně před prezidentskými volbami, kdy míra inflace začala klesat ke 3,5%.³⁴ Naopak v delším období to vedlo k znehodnocení dolaru, čímž se importy do země staly dražšími a opět vzrostla inflace. K tomu mohlo dojít právě jen díky odstoupení od zlatého standardu, kdy se dolar stal měnou s flexibilním měnovým kurzem³⁵. To byla další do té doby nová zkušenost pro Fed a monetární politiku, přičemž kurz amerického dolaru je od té doby flexibilní dodnes.

Šéf Fedu Arthur Burns byl zastáncem kontroly cen a mezd. Svaloval příčinu inflace zejména na odbory, kterým se dařilo prosazovat vyšší mzdy. Kontrola cen měla

³⁰ Roger Lowenstein, "The Nixon Shock", *Bloomberg Businessweek* 4241 (2011), 74.

³¹ Op. cit., 75.

³² Op. cit., 76.

³³ Yanek Mieczkowski, *Gerald Ford and the challenges of the 1970s* (Lexington: University Press of Kentucky, 2005), 126.

³⁴ Data z „Inflationdata.com“ (viz. příloha č. 2)

³⁵ Měnový kurz má dva režimy, buď fixní, kdy se centrální banka musí snažit o zachování stejné směnné hodnoty, ať už při apreciaci, či depreciaci, nebo flexibilní (floating), kdy nechává směnný kurz volně plout. (Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 2010)

monopol odborů omezit. Propagoval takzvanou důchodovou politiku, tedy politiku vládních zásahů. Friedman byl však ostře proti a s Burnsem se od té chvíle nadobro zneprátelil.³⁶ Když pak Fed po kontrolách cen zvýšil úrokové sazby, došlo k „Nixonově recesi“, protože byla spojena hlavně s Nixonovým rozhodnutím o přijetí plánu po rozpadu bretonwoodského systému. Nicméně i Fed ztratil v této době velkou část kredibility. Za prvé právě Burnsovou obhajobou mzdové a cenové kontroly, ovšem i krach bretonwoodského systému považovala společnost za selhání Fedu.³⁷ Kredibilita je však pro centrální banky velice důležitá. Ekonomické subjekty potřebují mít důvěru v instituci Fedu, aby mohli lépe předpovídat jevy v ekonomice.

Dalším bodem, který na začátku 70. let ubíral Fedu na kredibilitě, byla údajná pomoc znovuzvolení Richarda Nixona v roce 1972. V ekonomii se tomu, co následuje po takovém kroku, říká politický cyklus. Jedná se o to, že před volbami politici navenek zlepšují ekonomickou situaci, která pak pomůže ke znovuzvolení kandidáta. Toho může být dosaženo i expanzivní monetární politikou. Podezření, že Fed takovou politiku prováděl, napomáhal i fakt, že Burnsovo a Nixonovo spojenectví bylo veřejným tajemstvím. Burns radil Nixonovi už před volbami v roce 1960. V té době mimo jiné prohlásil, že pokud by Fed ubral na expanzivní politice, mohlo by to Nixonovi uškodit.³⁸ Z Nixonových pásek z Bílého domu vyplývá, že Nixon výrazně apeloval na expanzivní monetární politiku, i když se Burns stavěl jednoznačně proti.³⁹ O nátlaku Nixonovy administrativy mluví i Stephen Axilrod, konkrétně nátlakem Erlichmana a Haldemana.⁴⁰ Dokonce se tomuto politickému nátlaku na Fed přezdívalo „politický monetarismus“.⁴¹ Nathaniel Beck, který politické cykly a vliv Fedu na jejich vznik zkoumal, tvrdí, že monetární expanze bývá nejvyšší v poslední čtvrtině prezidentského období, což platilo i pro Nixona. Nicméně zdůrazňuje, že je tomu tak v důsledku fiskální expanze, nikoli monetární, která pouze fiskální šok akomoduje vytvářením nových peněz.⁴² Nicméně tento závěr opět zpochybňuje nezávislost Fedu na vládě a dohodu z roku 1951.

³⁶ Lowenstein, "The Nixon Shock", 75.

³⁷ Axilrod, *Inside the Fed*, 57-8.

³⁸ Lowenstein, "The Nixon Shock", 74.

³⁹ Burton A. Abrams, "How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from The Nixon Tapes", *Journal of Economic Perspectives* 20, č. 4 (2006), 184.

⁴⁰ Axilrod, *Inside the Fed*, 61.

⁴¹ Thomas F. Cargill a Gerald P. O'Driscoll Jr, "Federal Reserve Independence: Reality or myth?", *Cato Journal* 33, č. 3 (2013), 421-422.

⁴² Nathaniel Beck, "Elections and The Fed: Is There a Political Monetary Cycle?", *American Journal of Political Science* 31, č. 1 (1987), 215.

Kredibilitu Fedu zároveň snižovala prohlášení, která Fed (lépe řečeno Burns) ohledně monetární politiky a boji proti inflaci vydával. Prvním byl fakt, že komunikace Fedu s veřejností a Kongresem byla na velice nízké úrovni.⁴³ Když už Arthur Burns vystoupil (což v té době nebylo zvykem) a měl pohovořit o inflaci, svaloval příčinu na jiné, speciální faktory. Nevěřil, že by za inflaci mohlo „příliš mnoho peněz na příliš málo statků“, tedy tradiční vysvětlení monetaristů. Svaloval příčiny na nemonetární faktory, tudíž si za inflaci nepřipadal vinný.⁴⁴ Navíc ani neviděl v monetární politice takové schopnosti, jak snížit inflaci. Ty viděl hlavně u vlády, kterou přímo vybízel: „Přetrvávání rychlého růstu mezd a cen ve Spojených státech a dalších zemích, a to i v době recese, mě vedlo k závěru, že státní moc k omezení růstu cen a peněžních příjmů představuje nezbytný doplněk našeho arzenálu ekonomických stabilizačních zbraní, které by měly být občas použity.“⁴⁵

2.2 Ropný šok 1973

Velký problém pro centrální bankéře přišel s ropným šokem roku 1973. Američané těžili z nízkých cen ropy v období poválečné expanze.⁴⁶ Ceny ropy byly drženy nízko i díky celosvětovému přebytku ropy.⁴⁷ K čemuž napomáhal i fakt, že od svržení Mossadeka v Íránu ovládaly trh velké ropné společnosti, přezdívané „Sedm sester“.⁴⁸ Tyto společnosti však měly nepoměrně vysoké zisky a státy produkující ropu v reakci na to založily Organizaci zemí vyvážejících ropu (OPEC) v roce 1960. Nicméně „Sedm sester“ OPEC neuznávalo a ceny byly udržovány pod 5 dolary za barel (v dnešních cenách zhruba okolo dvaceti dolarů).⁴⁹ Určitý zlom přišel v roce 1970, kdy se Muammar Kádaffí pokusil o zvednutí cen ropy a ovlivnil tak i další státy, které také chtěly prosadit zvýšení cen. Když se ceny zvedly o třicet centů za barel, znamenalo to zvýšení vlivu OPECu na ceny ropy.⁵⁰ Produkce ropy ve Spojených státech od počátku 70. let klesala, což bylo způsobeno zejména výrazně vyššími náklady, nežli v případě zemí Středního východu.⁵¹

⁴³ Axilrod, *Inside the Fed*, 60.

⁴⁴ Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", 39.

⁴⁵ Op. cit., 40.

⁴⁶ Data z Fed St. Louis, inflationdata.com (viz příloha č. 4)

⁴⁷ Michael J. Graetz, *The End of Energy*, (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2011), 23.

⁴⁸ „Sedm sester“ tvořily společnosti: BP, Texaco, Standard Oil of California, Gulf Oil, Royal Dutch Shell, Standard Oil of New Jersey, Standard Oil Company of New York

⁴⁹ Data převzata z inflationdata.com (viz příloha č. 4)

⁵⁰ Graetz, *The End of Energy*, 27

⁵¹ Op. cit., 26.

Ekonomika však v této době expandovala a tlak na zvýšení cen byl narůstající. V Teheránu a následně také v Tripolisu se uskutečnily dohody o zvýšení cen ropy na dalších 5 let. Došlo zde sice opět jen k lehkému nárůstu cen ropy, nicméně státy produkující ropu chtěly prosadit mnohem vyšší nárůst. K tomu došlo, až když se Spojené státy rozhodly podpořit Izrael v jomkippurské válce na podzim roku 1973. Státy OPAEC (pouze arabské státy OPECu) nejprve varovaly Spojené státy, že pokud neustoupí od podpory Izraele, uvalí na vývoz ropy embargo. Američané však nebrali tuto hrozbu příliš vážně.⁵² Jejich podpora Izraele pokračovala a OPAEC skutečně uvalil embargo na vývoz ropy. Následkem toho pak vzrostly ceny ropy do konce roku na téměř dvojnásobek původních hodnot. V jednu chvíli se sice diskutovalo o možné intervenci na Střední východ pro hájení amerických zájmů, tedy v tomto případě levné ropy, avšak Henry Kissinger, tehdejší ministr zahraničí, byl silně proti především díky zkušenosti z Vietnamu.⁵³ Na ropě byla závislá odvětví průmyslu a zvýšení cen ropy znamenal negativní nabídkový šok pro ekonomiku.⁵⁴

Prezident Richard Nixon se různými opatřeními snažil zamezit negativním důsledkům nárůstu cen ropy. Některé kroky spočívaly v apelu na menší spotřebu. Tato omezení ovšem vedla k dalším problémům, když se například motoristé bouřili proti rychlostním omezením.⁵⁵ Nixon v důsledku energetické krize založil White House Energy Policy Office a jeho klíčovým poradcem v oblasti energetiky se stal William Simon. Nixon však tvrdil, že energetická krize je jen dočasná.⁵⁶ Proti nárůstu cen zavedl opět kontroly cen a mezd, které měly zabránit inflační spirále. Zastáncem opatření byl stejně jako v roce 1971 po pádu bretonwoodského systému šéf Fedu Arthur Burns.⁵⁷ Nicméně ceny a mzdy působí v ekonomice jako určitý „termostat“. Dokáží signalizovat stav ekonomiky. Avšak s kontrolou cen a mezd tento termostat nefungoval, což komplikovalo i rozhodování Fedu, který mohl mnohem hůře odhadovat budoucí vývoj.⁵⁸ V ekonomice tak ceny díky kontrolám nevystoupaly do dostatečné výše a docházelo tak k převisu poptávky. Naopak ve chvíli, kdy se kontroly uvolnily, vylétla inflace během krátké doby velice vysoko.

⁵² Graetz, *The End of Energy*, 32.

⁵³ Op. cit., 33.

⁵⁴ Allan S. Blinder, a Jeremy B. Rudd, "The Supply-shock explanation of the Great Stagflation revisited", (2008), 8, dostupné z <http://www.nber.org/papers/w14563>.

⁵⁵ Graetz, *The End of Energy*, 35.

⁵⁶ Op. cit., 34.

⁵⁷ Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", 24.

⁵⁸ Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 34.

Tradičně se v literatuře ropný šok objevuje jako exogenní politická událost, která se udála bez ohledu na ekonomické faktory. Nicméně někteří autoři tuto tezi zpochybňují.⁵⁹ Všímají si toho, že i ceny potravin a komodit stoupaly již od začátku roku 1973. Barsky a Kilian (2001) tento jev přisuzují monetární expanzi Fedu, která byla velice výrazná už od nástupu Arthura Burnse do čela Fedu.⁶⁰ Úrokové míry totiž v těchto letech „kopírovaly“ míru inflace. Přičemž někdy byly dokonce pod ní, což znamenalo negativní reálné úrokové míry. To je znakem výrazné monetární expanze. Barsky a Kilian vysvětlují, že nárůst cen ropy byl „zpožděn“ oproti nárůstu cen komodit a potravin v důsledku dlouhodobých smluv vyjednaných v Teheránu a Tripolisu.⁶¹ Stínová cena ropy tudíž „vystoupala“ na mnohem vyšší úroveň a na trhu s ropou vznikl převis poptávky nad nabídkou. Autoři tento svůj argument dokládají také tím, že politici, kteří stáli za rozhodnutím o ropném embargu, museli vědět, jaké důsledky by mělo zvýšení cen nad rovnovážné množství.⁶² Státy OPAEC byly závislé na produkci ropy, pokud by došlo k výraznému navýšení cen, mohlo by to vést k ekonomickým problémům těchto států. Na druhou stranu tento argument může být zpochybněn tím, že pro ropu v 70. letech neexistovaly dostatečné substituty. Případné nové využití paliv by znamenalo obrovské náklady. Nicméně nedá se zcela vyloučit, že určitý nárůst cen ropy mohl mít na svědomí právě Fed svou monetární expanzí.

2.3 Postup proti stagflaci

Následkem ropného šoku pak byl výrazný nárůst cenové hladiny. Meziroční míra inflace let 1973 a 1974 byla na jedenácti procentech, do té doby na americké poměry nevídané číslo. Ekonomika upadla v roce 1974 do recese, přičemž stoupala i nezaměstnanost.⁶³ Do té doby se však v ekonomické vědě uznával substituční vztah mezi inflací a nezaměstnaností podle Phillipsovy křivky. Pro ekonomy nastal nový jev, který byl nazván stagflací. Phillipsovu křivku již v roce 1968 zpochybnil monetarista Milton Friedman, když ji označil jako pouze krátkodobou.⁶⁴ V dlouhém období v důsledku adaptivních očekávání subjektů trhu neexistoval substituční vztah mezi inflací a nezaměstnaností. I keynesiánc Edmund Phelps vyvracel dlouhodobý

⁵⁹ Robert B. Barsky a Lutz Kilian, "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative", *NBER/Macroeconomics Annual 16*, č. 1 (2001), 138.

⁶⁰ Barsky a Kilian, "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative", 139.

⁶¹ Op. cit., 155

⁶² Op. cit., 174-175

⁶³ Data získána z Fed St. Louis, viz příloha č.1 a 3

⁶⁴ Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review 58* (1968), 8-9.

substituční vztah inflace a nezaměstnanosti. Podle něho je ekvilibrium na trhu práce nezávislé na míře inflace.⁶⁵ Dokládá to i přirozenou mírou nezaměstnanosti.

Ostatně ta byla pravděpodobně odhadována nižší, než ve skutečnosti byla. Odhady CEA byly zhruba okolo 4,5%. Avšak zveřejněná data hovoří o tom, že přirozená míra nezaměstnanosti byla na 6%.⁶⁶ Důvodem mohl být poválečný baby boom, který trh práce nedokázal dostatečně pojmout. Navíc data CEA mohla být v této době značně zpolitizovaná a produktivita práce také.⁶⁷ Když se zpočátku 70. let nezaměstnanost dostala na 6%, byla tato míra vnímána jako vyšší nezaměstnanost, i když byla ve skutečnosti pravděpodobně na úrovni svého potenciálu (přirozené míry). Hospodářská politika Spojených států se tak snažila nějakým způsobem podpořit nezaměstnanost, což však v tehdejší stále ještě keynesiánském diskurzu znamenalo vyšší míru inflace. Věřilo se tomu, že došlo k pouze k posunu Phillipsovy křivky, tudíž že je třeba vyšší míry inflace pro nižší nezaměstnanost, než tomu bylo dříve.⁶⁸ Odhad mezery produktu je také velice důležitým zdrojem pro rozhodování monetární politiky, ten byl však v roce 1975 odhadován zhruba o 6% vyšší, než říkají dnešní zveřejněná data.⁶⁹ Důsledkem toho pak Fed pracoval se špatnými daty, které mohly vyústit ve špatné odpovědi monetární politiky.

Teoretický rámec, z kterého Fed vycházel, byl velice odlišný od toho, z kterého vychází dnešní centrální bankéři. Monetární politika neměla pevná pravidla.⁷⁰ Dnes se často používá Taylorovo pravidlo, ve kterém je mezera produktu důležitým koeficientem. Nicméně během 70. let došlo v ekonomické vědě ještě k tzv. revoluci racionálních očekávání.⁷¹ Koncept, se kterým přišel Robert Lucas, tvrdí, že subjekty na trhu zabudovávají do svých očekávání o budoucím stavu ekonomiky všechny možné informace, které mají k dispozici. V důsledku toho pak hospodářská politika nemusí mít očekávaný dopad, jelikož mohou subjekty přesně čekat, co se stane. Dobrým příkladem je snížení daní, které bude mít za následek to, že subjekty ví, že v dalším období bude vláda potřebovat snížení daní v rozpočtu „něčím nahradit“, což se projeví v nižších

⁶⁵ Edmund S. Phelps, "Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium", *Journal of Political Economy* 76, č. 4 (1968), 703.

⁶⁶ Nikolsko-Rzhevskyy a Papell, "Taylor Rules and the Great Inflation", 910.

⁶⁷ Edward Nelson, "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?", 10.

⁶⁸ Op. cit., 6.

⁶⁹ David E. Spencer, "Output Gap Uncertainty and Monetary Policy During the 1970s", *Topics in Macroeconomics* 4, č. 1 (2004), 5.

⁷⁰ Allan H. Meltzer, "Origins of the Great Inflation", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 87, č. 2 (2005), 158.

⁷¹ Bennett T. McCallum, "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence", *Journal of Economic Methodology* 6, č. 2 (1999), 174.

vládních výdajích, nebo naopak dalším zvýšení daní. Následkem racionálních očekávání se v ekonomice spotřeba vůbec nezmění.

Friedman doporučoval monetární politice „vyvarovat se chybám“, čehož se mělo dosáhnout zejména pomalým a stabilním růstem cenové hladiny.⁷² V důsledku toho by totiž ekonomické subjekty mohly lépe očekávat budoucí tendence v ekonomice. Jiné cíle jsou pro monetární politiku příliš obtížné udržet na stanovených hodnotách. Naopak může pronásledováním jiných cílů docházet k fluktuacím v reálných veličinách. V dlouhém období by pak monetární politika měla mít vliv pouze na cenovou hladinu, což monetaristé dokládali kvantitativní teorií peněz. Mimo jiné Friedman prohlásil: „Inflace je vždy a všude monetárním fenoménem.“⁷³ Hetzel (1981) zpochybnil, že by Fed měl pod kontrolou množství peněz v ekonomice v 70. letech.⁷⁴ Navíc to ani nebylo operativní metodou Fedu.⁷⁵ Ten se v této době stále zaměřoval na kontrolu ceny peněz – tedy úrokové míry, kterou přizpůsoboval poptávce po penězích.

Toto doporučení pro monetární politiku Fedu se stávalo čím dál tím více populárním.⁷⁶ Na Arthura Burnse v čele Fedu byl tak vyvíjen tlak.⁷⁷ To bylo způsobeno i tím, že základní keynesiánské koncepty již byly zpochybněny, ne-li vyvráceny. Do popředí ekonomického diskurzu se naopak dostávali liberálové jako například právě Friedman. Ovšem i změna prezidenta byla poměrně významnou změnou v americké hospodářské politice. Gerald Ford byl totiž větším zastáncem volného trhu nežli jeho předchůdce Nixon.⁷⁸ Zatímco Nixon po zavedení kontroly cen a mezd prohlásil, že je Keynesiáncem,⁷⁹ Ford byl naopak ovlivněn velkými liberály Adamem Smithem a Friedrichem Augustem Hayekem. Na sjezdech ekonomických poradců v Camp Davidu, které Ford svolal kvůli neustávajícím ekonomickým problémům, zastával Ford názor, že je třeba výrazně bojovat s inflací a dát větší prostor volnému trhu. Opět byla na těchto sjezdech navržena kontrola cen a mezd s podporou Burnse, ovšem tentokrát zřejmě i díky Fordově liberálnímu myšlení, neprošla. V čele CEA navíc působil Alan Greenspan, pozdější šéf Fedu, který je také považován za velkého liberála.

⁷² Friedman, "The Role of Monetary Policy", 11-17.

⁷³ Milton Friedman, "The Counter-Revolution in Monetary Theory", *IEA Occasional Paper 33*, (1970), 11.

⁷⁴ Robert L. Hetzel, "The Federal Reserve System and Control of the Money Supply in the 1970S", *Journal of Money, Credit and Banking* 13, č. 1 (1981), 40.

⁷⁵ Op. cit., 42.

⁷⁶ Axilrod, *Inside the Fed*, 59.

⁷⁷ Op. cit., 57-8.

⁷⁸ Yanek Mieczkowski, *Gerald Ford and The Challenges of the 1970s*, (Lexington, Ky.: University Press of Kentucky, 2005), 120.

⁷⁹ Op. cit., 126.

Burns reagoval tak, jako kdyby stále nevěřil monetární politice. Burns nepostupoval proti inflaci radikálně. Když už se Fed pokusil o snížení úrokových sazeb na zpomalení inflace, opět přišel lehký nárůst míry nezaměstnanosti a Fed tak ze svých kroků ustoupil.⁸⁰ Fed pod Burnsem však nadržel úrokové míry ani na úrovni, na které si je keynesiánští ekonomové přáli, tedy mnohem níže.⁸¹ Burns nevěřil, že by Phillipsova křivka platila, přesto se zdá, že kroky Fedu byly konzistentní s ní.⁸² Burns prý věřil, že inflace existuje v době prosperity a deflace v době recese.⁸³ To opět souvisí s tím, že se profiloval jako ekonom během Velké deprese. Ve 30. letech ve Spojených státech skutečně k deflaci došlo. Jak píše Axilrod, Burns se nepokusil předstoupit před veřejnost a prohlásit, že je třeba radikálně zakročit proti inflaci, což si možná vyžádá nějaké oběti (například vyšší nezaměstnanosti), které však budou pouze krátkodobého charakteru. Burns si byl vědom ekonomických problémů, které nastaly. Nicméně jeho vedení Fedu bylo spíše manévrováním.⁸⁴

V roce 1975 již inflace a nezaměstnanost přestaly stoupat, nicméně stále byly na vysoké úrovni. Nezaměstnanost překračovala přirozenou míru nezaměstnanosti a ekonomický růst stagnoval.⁸⁵ Nicméně politika Fedu byla stále nekonzistentní a bez jasných pravidel.⁸⁶ Až v roce 1975 se začaly stanovovat cíle pro peněžní zásobu M1⁸⁷ na základě rezoluce kongresu č. 133, která vybízela Kongres k nižším úrokovým sazbám. Cíle však byly nastaveny okolo 3-4% růstu, což v důsledku mělo za následek 5,5% růst M1. Monetární expanze Fedu tak byla ještě silnější, než se uvažovalo.⁸⁸ Rezoluce 133 zároveň zaváděla povinnost Fedu komunikovat své cíle monetární politiky, což bylo krokem k větší otevřenosti Fedu. Již bylo zmíněno, že Fedu v období Arthura Burnse chyběla kredibilita a komunikace Fedu byla jedním z problémů. Tento krok však přikazoval Fedu seznamovat veřejnost s cíli monetární politiky. Fakt, že subjekty očekávají nějaký postup monetární politiky, může znamenat stabilnější ekonomické prostředí.⁸⁹ Dnes už je běžné, že Fed své cíle oznamuje. Období Velké inflace totiž poukázalo na tento problém. Dnešní (2016) šéfka Fedu Janet Yellenová

⁸⁰ Betty Joyce Nashová, "The Changing Face of Monetary Policy", *Region Focus* 3/4 (2010), 6.

⁸¹ Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", 22.

⁸² David R. Hakes, "The Objectives and Priorities of Monetary Policy under Different Federal Reserve Chairmen", *Journal of Money, Credit and Banking* 22, č. 3 (1990), 335.

⁸³ Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", 39.

⁸⁴ Axilrod, *Inside the Fed*, 64.

⁸⁵ Data získána z Fed St. Louis, viz. příloha č. 1 a 3

⁸⁶ Nashová, "The Changing Face of Monetary Policy", 6.

⁸⁷ M1 se rozumí množství peněz v hotovosti a na krátkodobých účtech, $M2 = M1 +$ peníze na spořicí účtech

⁸⁸ Axilrod, *Inside the Fed*, 75.

⁸⁹ Clarida, Gali, a Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory*", 169.

musí vystupovat před americkým Kongresem a informovat o stavu ekonomiky a zamýšlených cílech monetární politiky.⁹⁰

I přesto to, že Fed své cíle od roku 1975 komunikoval, nebyly stále cíle Fedu jednoznačné. Fed se stále opíral o zákon o plné zaměstnanosti z roku 1946, kde však nebyly cíle explicitně zmiňovány. Navíc se tento zákon, jak již bylo řečeno, opíral o keynesiánské myšlení, které však již bylo zpochybněno. Někteří ekonomové tvrdí, že politika Fedu byla v této době vedena stylem „pokus-omyl“, který měl za následek tzv. „stop and go“ policy⁹¹. Úrokové míry byly zvyšovány proti narůstající inflaci. Jakmile se však ekonomika dostala do recese, nebo stoupala míra nezaměstnanosti, Fed následně ze svých kroků ustoupil a snížil sazby. Nejenže tato politika vedla k nízké kredibilitě Fedu, jelikož subjekty pozorovali, že Fed není konzistentní ve svých cílech, ovšem vedlo to i k destabilizaci ekonomiky.⁹² Subjekty tak zároveň tvořili sebenaplňující se očekávání o stavu ekonomiky, která pak měla za následek fluktuaci nejen inflace, ale i produktu.⁹³ Někteří ekonomové tak spatřují příčinu stagflace nikoli v ropném šoku, jak se tradičně uvádí, nýbrž v monetární politice Fedu.⁹⁴ Tomuto vysvětlení napomáhá i komparace s jinými zeměmi, kterých se dotkly ropné šoky. Zatímco ve Spojených státech byla inflace nejvyšší v roce 1974, kdy byla okolo 12%, v Japonsku byla na 30%. Ovšem během pěti let míra inflace v Japonsku klesla na 5%. Ve Spojených státech byla na 13% v roce 1979. I když se ropný šok týkal obou zemí, doba i tempo návratu ekonomiky do stabilní cenové hladiny bylo zcela odlišné. Navíc Japonsko bylo na dovozu ropy zcela závislé, zatímco Spojené státy jen z 50%.⁹⁵

Stagflace se během let stala velkým politickým tématem, které ovlivnilo, jak období Geralda Forda, tak následně i volby a období Jimmyho Cartera. Ten šel do voleb v roce 1976 spíše jako outsider, ovšem překvapil tím, že do voleb šel, jakožto demokratický kandidát, s programem deregulace jednotlivých odvětví. Tento krok signalizoval, že došlo k určitému posunu od keynesiánského konsenzu. Sám Carter měl připravené programy na podporu zaměstnanosti a snížení inflace, tzv. Carterovy balíčky. Na podporu zaměstnanosti byly zavedeny různé rekvalifikační kurzy. V roce 1978 pak skutečně nezaměstnanost poklesla na 6%, nicméně za cenu velkých vládních

⁹⁰ "FRB: Testimony--Yellen, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress--February 10, 2016", *Federalreserve.Gov*, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20160210a.htm>, (staženo 4. 3. 2016).

⁹¹ Volně přeloženo jako politika „brzdy a plynu“, Např. Barsky a Kilian, Nash

⁹² Clarida, Gali, a Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory*", 170.

⁹³ Op. cit.

⁹⁴ Op. cit.

⁹⁵ Milton Friedman [z angličtiny přeložil Josef Šíma], *Za Vším Hledej Peníze*, (Praha: Grada, 1997), 198.

výdajů a není jisté, zdali rekvalifikační kurzy skutečně ekonomice pomohly, nebo zdali pouze došlo k tomu, že se úroveň nezaměstnanosti vrátila na svou přirozenou úroveň.⁹⁶ Na boj proti inflaci pak navrhoval opět kontrolu cen a mezd. Toto opatření však po předchozích nezdarech bylo již zdiskreditováno.⁹⁷ Carter byl však stejně jako Burns spíše zastáncem monetární expanze, tudíž také apeloval na spíše expanzivní politiku. Dohromady však tato opatření nedávala smysl a pouze vedla k další nejistotě společnosti a nedůvěře v instituci Fedu.⁹⁸

Jak již bylo zmíněno, Fedu chyběly jasně definované cíle. V roce 1977 tak byl vydán zákon „Fed Reform Act“, který explicitně zmiňoval nejdůležitější cíle Fedu. Cenová hladina byla vůbec poprvé v historii Fedu zmíněna jako explicitní cíl monetární politiky.⁹⁹ Tento zákon tak upravoval Employment Act z roku 1946. Byla v něm ještě zvýšena odpovědnost Fedu vůči Kongresu, zejména v otázce komunikace cílů. Od té doby se navíc hovoří o tom, že Fed má v americké hospodářské politice takzvaný duální mandát, který jej odlišuje od mnoha jiných centrálních bank.¹⁰⁰ Například Česká národní banka má za cíl udržovat stabilní cenovou hladinu, zatímco Fed má kromě cenové stability usilovat i o „maximální“ zaměstnanost. Tento zákon by dříve prakticky nebyl vůbec realizovatelný kvůli existenci teoretického konceptu Phillipsovy křivky, jelikož by dva cíle Fedu šly proti sobě. Nicméně tento mandát si Fed drží dodnes. Částí zákona byla tato část, která upravovala výběr členů rady guvernérů Fedu. Zákon měl limitovat funkce šéfa rady (šéf Fedu) a zástupce šéfa na čtyři roky. Navíc se zakazovala diskriminace ve výběru členů rady guvernérů. V neposlední řadě také zákon bránil střetu zájmů členů rady guvernérů. Členové rady guvernérů nesměli držet akcie v členských bankách Fedu, jakožto další krok k nezávislosti Fedu.

To už však Burns v čele Fedu pomalu končil. Carter do funkce dosadil Williama Millera. Burns tento krok příliš neočekával a byl z něho zklamán.¹⁰¹ Nicméně data dokazují, že Burnsovo období nebylo úspěšné. Průměrný roční růst peněžní zásoby M1 činil v období Arthura Burnse 5,9% a M2 dokonce 9%.¹⁰² To jen dokládá monetární expanzi, která se uskutečnila během jeho období. Do Fedu však přicházel jako někdo,

⁹⁶ Data z Fed St. Louis, viz. příloha č. 3

⁹⁷ Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", 37.

⁹⁸ Meltzer, "From Inflation to More Inflation, Disinflation, and Low Inflation", 188.

⁹⁹ Joy Zhu, "Federal Reserve Reform Act of 1977", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/38>, (staženo 4. 3. 2016).

¹⁰⁰ Op. cit.

¹⁰¹ Axilrod, *Inside the Fed*, 76.

¹⁰² William Poole, "Burnsian Monetary Policy: Eight Years of Progress?", *The Journal of Finance* 34, č. 2 (1979), 474.

kdo by měl snížit míru inflace. Monetární politika však podle Burnse neměla schopnosti na to s inflací bojovat, což se projevovalo v jeho argumentaci ohledně příčin vysoké míry inflace. Burnsovo období v čele Fedu bývá hodnoceno kvantitativně jako velice neúspěšné. Nicméně existují spory, zda bylo jeho období kvalitativně neúspěšné.¹⁰³ Fed se ocitl v nové situaci, kdy po pádu bretonwoodského systému, ropném šoku a stagflaci, čelil novým podmínkám. Teorie, kterou monetární politika používala, se ukázala jako neplatná a navíc Fed postrádal správná data, která pak vedla ke špatným rozhodnutím. Fed tedy měl velice složitou situaci. I přesto se objevují názory, že bez chybných kroků Fedu by vůbec k tak silné krizi americké ekonomiky nedošlo.¹⁰⁴ Toto období nicméně přineslo pro dnešní fungování Fedu mnoho ponaučení, která pomohla k lepšímu fungování Fedu. Jednak došlo k vyvrácení některých ekonomických dogmat. Pak také se ukázaly nedostatky v komunikaci Fedu, které měla zlepšit rezoluce Kongresu.

¹⁰³ Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", 22.

¹⁰⁴ Barsky a Kilian, "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative", 180.

3 Millerovo „interregnum“

George William Miller nastoupil do čela Fedu jako jedenáctý šéf rady guvernérů v březnu 1978. Před svým nástupem do funkce působil v čele Fedu v Bostonu. V té době činila inflace 6,5%, tedy stále více než v poválečné éře.¹⁰⁵ V čele Fedu však Miller vydržel pouhých 18 měsíců. Během této doby vystoupala inflace až na 12,5%.¹⁰⁶ Podle Axilroda byl Miller velice schopný a inteligentní, nicméně nesžil se dostatečně s funkcí šéfa a během jeho období také došlo k devalvaci dolaru a druhému ropnému šoku, což situaci ještě ztížilo.¹⁰⁷

V době Millerova nástupu do Fedu byla prováděna monetární expanze se snahou snížit vysokou úroveň nezaměstnanosti. K tomu došlo i přesto, že mezi členy FOMC¹⁰⁸ panoval neklid ohledně budoucí míry inflace. Záznamy jednání FOMC z 28. února 1978 ukazují, že mezi členy panovala obava, že se během roku zvýší míra inflace a bude následně řešena úloha monetární politiky.¹⁰⁹ I přes zvyšující se neklid však Fed nezareagoval dostatečně agresivně proti inflaci. I přes zvýšení úrokové sazby od dubna do konce roku 1978 o tři procenta, se Fed zachoval příliš mírně, oproti tomu, co situace vyžadovala.¹¹⁰

V říjnu 1978 byl vydán „Humphrey-Hawkins Act“, tedy další zákon upravující monetární politiku. Fed Reform Act sice explicitně zmiňoval cíle Fedu a monetární politiky. Nicméně cenová stabilita a „plná“ zaměstnanost nebyly v tomto zákonu specifikovány. Nezaměstnanost měla být podle „Humphrey-Hawkins Act“, nebo také zákonu o plné zaměstnanosti a stabilního růstu, pro lidi starší dvaceti let nižší než 3%, míra nezaměstnanosti, která opět neodpovídala své přirozené míře. Inflace měla být snížena na 3%, pokud to nebude odporovat cíli nezaměstnanosti.¹¹¹ Do roku 1988 pak měla být inflace na nule, přičemž byl cíl opět stanoven s podmínkou neodporovat druhému cíli duálního mandátu. Zákon stanovením explicitních cílů umožnil sledovat podrobněji plnění cíle Fedu, což se také dělo.¹¹²

¹⁰⁵ Data z Fed St. Louis, příloha č.2

¹⁰⁶ Data z Fed St. Louis, příloha č. 2

¹⁰⁷ Axilrod, *Inside the Fed*, 77-79.

¹⁰⁸ Federal Open Market Committee – komise, v které je 7 guvernérů plus šéf newyorské pobočky Fedu a zbytek tvoří 4 šéfové ostatních poboček Fedu, s tím, že se střídají – tato komise se schází jednou za zhruba 6 týdnů za monetární politiku Fedu, každý člen má stejně důležitý hlas

¹⁰⁹ Bill Medley, "Volcker's Announcement of Anti-Inflation Measures", *Federalreservehistory.Org*.
<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/41>. (staženo 4.3. 2016).

¹¹⁰ Op. cit.

¹¹¹ Op. cit.

¹¹² Op. cit.

Spojené státy se po prvním ropném šoku snažily o různá opatření, která by snížila energetickou závislost. Byla dokonce zřízena energetická komise. V čele CEA byl William Nordhaus, který byl významným ekonomem zabývajícím se energetikou. Carter dokonce jako důkaz podpory energetické nezávislosti nainstaloval na Bílý dům solární panely. Podporovala se také jaderná energetika. Tato podpora však neuspěla zejména kvůli havárii Three mile island, kdy veřejnost ztratila důvěru v tento typ energie.¹¹³ Spojeným státům se tak nepodařilo stát se energeticky nezávislymi. Naopak OPEC měl v tomto období rekordní zisky.¹¹⁴ Ještě před nástupem Millera do funkce vypukla Íránská revoluce, při které došlo k sesazení proamerického šáha Reza Pahlavího náboženským vůdcem Ajjatóláhem Chomejním. Jejím důsledkem pak bylo i znárodnění ropného průmyslu. Íránská produkce ropy klesla v lednu 1979 o 4,8 milionu barelů denně, což představovalo zhruba 7% světové produkce.¹¹⁵ To sice zvýšilo ceny ropy, ovšem hlavním faktorem zvýšení cen byla opatrnostní poptávka, která byla hnána spekulacemi. Ta vyústila v další zvýšení cen ropy, přičemž v reálných hodnotách bylo zvýšení ještě vyšší než při prvním ropném šoku.¹¹⁶

Pro monetární politiku to opět znamenalo vyšší inflaci, která se dostala na nejvyšší úroveň v poválečné éře.¹¹⁷ Fed zvýšil úrokové sazby, jenže ty byly díky vysoké inflaci opět v reálných hodnotách negativní. Miller se všemožně snažil s inflací bojovat. Chtěl dokonce prosadit vedoucí pozici v FOMC, která mu však byla z tradice rozmluvena. Fedu chyběla hlavně kredibilita v zahraničí, což způsobila devalvace dolaru. Navíc Fed stále nevykazoval známky jednoznačné politiky, nebo jednoznačných cílů. Fed tudíž zavedl takzvané eurodollary, které byly pro ostatní státy velice výhodné. Zahraniční banky nepodléhaly rezervním požadavkům Fedu a mohly tak nabízet vyšší úrokové sazby. Fed potřeboval zahraniční měny, protože po pádu brettonwoodského systému jich stále neměl dostatek.¹¹⁸ Někteří ekonomové zastávali názor, že tyto operace oslabovaly možnosti Fedu v boji proti inflaci.¹¹⁹ Nicméně poslední slovo v těchto operacích měl ministr financí, i přesto, že ministerstvo mělo zakázáno mluvit do monetární politiky. Právě na místo ministra financí byl poté v srpnu 1979 dosazen

¹¹³ Graetz, *The End of Energy*, 64

¹¹⁴ Laurel Graefe, "Oil Shock of 1978–79", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/40>, (staženo 4. 3. 2016).

¹¹⁵ Op. cit.

¹¹⁶ Data získána z inflationdata.com, příloha č. 4

¹¹⁷ Data z Fed St. louis, příloha č. 2

¹¹⁸ Op. cit., 84.

¹¹⁹ Op. cit., 85.

Miller. Carter potřeboval do vedení FEDu dostat člověka, který byl přesvědčen, že je potřeba zakročit proti inflaci velice rázně.¹²⁰

¹²⁰ Fernández-Villaverde, Guerron-Quintana, a Rubio-Ramirez, "Reading the Recent Monetary History of the U.S., 1959-2007", 330.

4 Volckerova „revoluce“

V roce 1979 byl do čela Fedu dosazen Paul Volcker, který byl předtím šéfem newyorské pobočky Fedu. V období pádu brettonwoodského systému mělo jeho slovo velký vliv. Před nástupem do úřadu však varoval Cartera, že bude postupovat proti inflaci velice tvrdě i přes potenciální oběti.¹²¹ Byl zastáncem názoru, že Fed v předchozích letech nepostupoval rázně. Na rozdíl od svých předchůdců naopak tvrdil, že monetární politika je jediným způsobem, jak snížit míru inflace. Říkal, že člověk nemusí mít ekonomický kurz, aby pochopil, že inflace má co dočinění s příliš mnoho penězi v ekonomice.¹²² Volcker byl už před nástupem do čela Fedu známý veřejnosti jako ekonomický liberál, který byl neodlišitelný i vzhledově. Měřil totiž dva metry a kouřil doutníky. Před jeho nástupem do Fedu upozorňoval Arthur Okun, bývalý šéf CEA, že bude hodně pravicový a že „ozdravení“ ekonomiky s sebou přinese ještě horší „nemoc“ než, v které se ekonomika nachází.¹²³ Volckerova éra v čele Fedu je dodnes připomínána zejména díky dvěma faktorům, tedy dezinflací a také změnou operativní metody Fedu. V čele nakonec zůstal do roku 1987, kdy nastoupil Alan Greenspan. Nicméně zásadní role ve snížení inflace je přisuzována často přímo jemu.¹²⁴

Se změnou operativní metody Fedu přišel hned zpočátku svého vedení. Snížení inflace pomocí omezení růstu peněžní zásoby totiž považoval za svůj primární cíl k dosažení udržitelného a stabilního růstu pro Spojené státy.¹²⁵ Už dříve bylo řečeno, že se Fed zaměřoval na kontrolu úrokové míry, tedy ceny peněz. V zásadě lze kontrolovat množství nebo cenu nějakého statku, v tomto případě peněz. Obojí však kontrolovat nelze.¹²⁶ Volcker přišel s tím, že by se Fed měl více zaměřit na množství peněz v ekonomice, protože v ekonomice bylo podle jeho názoru moc peněz, které pak stály za inflací.¹²⁷ Od rezoluce Kongresu v roce 1975 sice Fed musel udávat cíle pro růst peněžní zásoby a vysvětlovat jejich odchylky, nicméně kontrola množství byla velice obtížná s předchozí operativní metodou.¹²⁸ Kontroly množství peněz chtěl dosáhnout přes rezervy bank, nikoli stanovováním úrokové míry. FOMC měla pouze stanovená

¹²¹ Fernández-Villaverde, Guerron-Quintana, a Rubio-Ramirez, "Reading The Recent Monetary History of the U.S., 1959-2007", 330.

¹²² Iwan Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", *J. Policy Hist.* 24, č. 4 (2012), 552.

¹²³ Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", 553.

¹²⁴ Marvin Goodfriend, a Robert G. King. 2005, "The Incredible Volcker Disinflation", *Journal of Monetary Economics* 52, č. 5 (2005), 983.

¹²⁵ Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", 553.

¹²⁶ Axilrod, *Inside the Fed*, 92-3.

¹²⁷ Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", 552.

¹²⁸ Kenneth J. Robinson, "Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980", *Federalreservehistory.Org*. <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/43>, (staženo 4. 3. 2016).

široká pásma pro úrokové míry.¹²⁹ Podle růstu peněžní zásoby se poté upravovala úroková míra, což mělo za následek mnohem větší fluktuace úrokové míry, než tomu bylo v minulosti. S tím se mohla zvýšit kredibilita Fedu. Subjekty by pak lépe očekávaly jevy v ekonomice. Navíc změna metody ukázala odhodlání Fedu a Volckera o snížení míry inflace. Právě to snížilo očekávání subjektů, což byl jeden z klíčových faktorů vysoké inflace. Částečně se metoda opírala o myšlenky monetaristů. Volcker si byl vědom změn v ekonomice v průběhu času, tudíž neprosazoval stále konstantní růst. Nové metodě se říkalo „praktický monetarismus“.¹³⁰ Jednalo se o velkou revoluci v monetární politice. I Volcker si byl vědom toho, že se jedná o velkou změnu a o jakýsi experiment a podle toho také jednal. Axilrod píše o tom, že Volcker ho na své cestě do Jugoslávie s Air Force One doslova vyslyšel o tom, zda vše probíhá, tak jak má.¹³¹

V březnu 1980 byl podepsán Carterem další ze sérií zákonů upravujících bankovní sektor ve Spojených státech. „Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act“ se zaměřoval na legislativu v oblasti bankovního sektoru. Při vysokých úrokových sazbách mohly banky vyplácet omezené úroky na svá depozita, které byly stanovené již za doby Velké hospodářské krize. V důsledku toho začali lidé obcházet bankovní sektor. Například přes podílové fondy.¹³² K těm však měly nízkopříjmové skupiny omezený přístup. Tento zákon si kladl za cíl deregulovat úrokové míry na depozita a měl tak motivovat k větším úsporám. Dalším bodem zákona byla monetární politika. Do té doby musely povinné rezervy držet jen členské banky Fedu. Ostatní banky neměly tuto povinnost, což znesnadňovalo kontrolu nabídky peněz. Tento zákon stanovoval povinnost držet povinné rezervy i nečlenským bankám, což právě pomohlo Volckerovi v aplikování nové operativní metody.¹³³ Dále pak zákon obsahoval možnost Fedu účtovat si poplatky za různé služby, což předtím také nebylo možné.¹³⁴ Zákon měl významný dopad na Fed, přičemž povinné rezervy všech bankovních institucí jsou dodnes uplatňovány. Zákon umožnil Fedu lépe kontrolovat nabídku peněz.

V roce 1980 přišla recese ekonomiky a Fed od svých kroků odstoupil, což prakticky promazalo dosavadní snahy Fedu o snížení inflace. Lidé se ptali, kde jsou

¹²⁹ Axilrod, *Inside the Fed*, 106-110.

¹³⁰ Op. cit., 93.

¹³¹ Op. cit., 96-97.

¹³² Kenneth J. Robinson, "Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980", *Federalreservehistory.Org*. <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/43>, (staženo 4. 3. 2016).

¹³³ Op. cit.

¹³⁴ Op. cit.

slibované výsledky nové metody. Tvrdilo se, že recese bude ještě silnější než v roce 1974, což nakonec skutečně opravdu byla, jenže s mnohem rychlejším „ozdravením“.¹³⁵ Proti Volckerově vedení Fedu se dokonce konalo několik protestů. Lidé posílali Volckerovi dopisy s tím, že léta šetřili na nový dům a při vysoko nastavených sazbách si ho nejsou schopni pořídit.¹³⁶ Firmy si neměly jak vypůjčit při vysokých úrokových sazbách a nebyl tedy příliš prostor k investicím. V některých firmách došlo k masivnímu propouštění. Nezaměstnanost se dostala na téměř osmiprocentní hranici. Fed podle svého duálního mandátu musel nejen usilovat o stabilní cenovou hladinu, ale i „plnou zaměstnanost“. Došlo dokonce k uzavření několika továren a tvořila se tak „města duchů“, jedním z nich se stal například Yorkstown.¹³⁷ Zejména se to dotklo ocelářského průmyslu, který byl na rozdíl od jiných zemí ve Spojených státech v krizi.

Volcker však tvrdil, že je třeba proti inflaci zakročit rázně. Byl přesvědčen o tom, že pokud se podaří snížit inflaci, mohlo by to s sebou přinést i vedlejší účinky jako například snížení nezaměstnanosti a růst ekonomiky.¹³⁸ Fed však „ztratil“ téměř rok díky recesi, kdy se nemohl aktivně zapojit do boje proti inflaci. Fed si musel vydobýt kredibilitu zpět. Následně tedy Fed opět nechal úrokové sazby vystoupat do do té doby neobvyklých výšin. Úrokové sazby byly dvouciferné, přičemž se dokonce dostaly na 18% ke konci roku 1980.¹³⁹ Fed nepřistoupil ke snížení sazeb ani přes recesi ekonomiky. Růst peněžní zásoby M1 a M2 byl dokonce negativní v roce 1981. Navíc Volcker veřejně neustále prohlašoval, že Fed bude „nalepený“ k nové politice.¹⁴⁰ Chtěl tím ukázat odhodlání, s jakým je Fed připraven bojovat s inflací.

V roce 1982 však poklesla míra inflace na čtyřprocentní hranici, tedy nejnižší od krátkého období před prvním ropným šokem.¹⁴¹ Nicméně ukázalo to na úspěch Volckerovy operativní metody. Arthur Okun odhadoval v roce 1978, že procento dolů z míry inflace by znamenalo deseti-procentní pokles produktu.¹⁴² Volckerovi se však podařilo snížit míru inflace o šest procent, přičemž kumulativně to znamenalo zhruba dvaceti procentní pokles produktu. Ekonomika sice poté vstoupila do krátké recese, nicméně inflaci se podařilo snížit a od té doby se meziroční míra inflace ve Spojených

¹³⁵ Goodfriend, a King, "The Incredible Volcker Disinflation", 982.

¹³⁶ Kenneth J. Robinson, "Savings and Loan Crisis", *Federalreservehistory.Org*.
<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/42>, (staženo 4. 3. 2016).

¹³⁷ Edward D. Berkowitz, *Something happened*, (New York: Columbia University Press, 2006), 122.

¹³⁸ Axilrod, *Inside the Fed*, 93.

¹³⁹ Data z Fed St. Louis, příloha č. 5

¹⁴⁰ Axilrod, *Inside the Fed*, 99.

¹⁴¹ Data St. Louis, příloha č. 2

¹⁴² Goodfriend, a King, "The Incredible Volcker Disinflation", 983.

státech nedostala nad 5,5 procentní hranici, tedy úroveň, na kterou míra inflace v letech 1973-1981 neklesla ani jednou.¹⁴³ Nezaměstnanost stoupla v roce 1982 dokonce na téměř jedenáct procent, avšak poté se opět snížila.¹⁴⁴ Fed pak od cílování peněžní zásoby ustoupil a došlo k odmítání monetarismu jako nefunkčního mechanismu. Cílování peněžní zásoby se totiž ukázalo jako příliš obtížné a hodilo se spíše do období vysoké inflace.¹⁴⁵ Přesto se však nejednalo o návrat k původní politice, kdy se určovala úroková míra podle poptávky. Zahraniční centrální banky se pak začaly zajímat o tuto „experimentální“ operativní metodu Fedu.¹⁴⁶ Faktem zůstává, že právě období let 1979 až 1982 bylo klíčovým (a úspěšným) bojem proti inflaci.

Několik autorů zkoumalo chování Fedu v průběhu 70. a 80. let. Ve Volckerově éře spatřují mnohem stabilnější a stabilizační politiku než v předchozích érách.¹⁴⁷ Výzkum na základě Taylorova pravidla s revidovanými daty ukazuje, že úrokové míry byly v 70. letech pod úrovní, kterou „doporučuje“ Taylorovo pravidlo. Naopak ve Volckerově období byly úrokové míry nad těmito hodnotami, což ukazuje odlišný postoj k inflaci. Na druhou stranu Fed se v roce 1981 již potýkal s vysokou inflací patnáct let, během té doby došlo i ke změně názoru politiků i veřejnosti na inflaci. V průzkumech vnímání ekonomické situace veřejností Gallupu se již inflace ukazovala jako největší problém, kterému Spojené státy čelí.¹⁴⁸ Fed tak měl „jednodušší“ úlohu v nastavení vysokých úrokových sazeb.

Dalším významným faktorem, který pomohl Fedu snížit inflaci, byl nástup Ronalda Reagana do funkce prezidenta v roce 1981. Reagan byl velkým zastáncem laissez-faire. Obklopil se kolem sebe ekonomy, kteří byli pro-tržního smýšlení. Po nástupu do úřadu nechal odmontovat solární panely z Bílého domu a také odstranil portrét Harryho S. Trumana ze své kanceláře a místo toho pověsil portrét Calvina Coolidge, což mělo ukazovat jeho odpor ke Keynesiánství a naopak podporu konzervativní hospodářské politiky. Reaganova administrativa podporovala opatření Fedu, jelikož inflaci považovala za velký problém.¹⁴⁹ Inflace poškozovala podnikatelské prostředí, což byla skupina pro Reagana velice významná. Důležitým okamžikem bylo,

¹⁴³ Data Fed St. Louis, příloha č. 2

¹⁴⁴ Data Fed St. Louis, příloha č. 3

¹⁴⁵ Axilrod, *Inside the Fed*, 111.

¹⁴⁶ Op. cit., 103.

¹⁴⁷ Clarida, Gali, a Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory*", 169.

¹⁴⁸ Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", 551.

¹⁴⁹ Tim Sablik, "Recession of 1981–82", *Federalreservehistory.Org*.

<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/44>, (staženo 4. 3. 2016).

když Ronald Reagan odolal nátlaku odborů letištních trafikantů na zvýšení mezd. Ti vstoupili sice do stávků, ovšem Reagan řekl a trval na tom, že pokud stávků neukončí, budou propuštěni. Právě vliv odborů byl totiž pro neustávající inflace velkým problémem. Zvýšení mezd na základě tlaku odborů totiž pomáhalo „roztočit“ inflační spirálu.

Ovšem i Reaganova administrativa znervózňela ve chvíli, kdy stoupala nezaměstnanost a tlačila na méně restriktivní politiku.¹⁵⁰ Velkým kritikem Fedu byl v této době Beryl Sprinkel, ekonomický poradce Reagana, který si však později uvědomil, že jeho výroky proti Fedu jsou kontraproduktivní.¹⁵¹ Ekonomie strany nabídky, ekonomický směr, který se v této době dostával do popředí ekonomického diskurzu a ovlivňoval výrazně také Reagana, prosazoval zejména snížení daní. Odkazoval se při tom na Lafferovu křivku, která měla ukazovat, že vyšší zdanění nemusí znamenat vyšší příjem do státní pokladny. Tento směr, který se pak také stal základem Reaganomiky, se tak dostal do sporu s Fedem, jelikož byl proti monetární restrikci. I přes určitou disharmonii se však Volckerově Fedu podařilo „rozjet“ Reaganomiku.¹⁵² V kombinaci s několika Reaganovy programy, které podpořily investice a tím pádem i růst ekonomiky se ekonomice po Volckerově dezinflaci podařilo dostat z recese dříve a nastoupit tak dráhu ekonomické expanze. Mnoho autorů dnes přisuzuje Reaganovi zásadní podíl na konjunktúře v 80. a 90. letech, avšak Volckerovo působení ve Fedu bylo také velice významné pro následný růst americké ekonomiky. I díky tomu byl Reaganem v roce 1983 znovu jmenován šéfem rady guvernérů Fedu, přičemž však James Baker, ministr financí v letech 1985-88, prohlásil, že ho vybraly trhy, nikoli Reagan.¹⁵³ V dalších letech pak Fed snižoval úrokové sazby postupně, nicméně vysoká inflace se nevrátila. Po určitých sporech s guvernéry dosazenými Reaganem, se rozhodl o další funkční období neusilovat.

Volckerovo období ve Fedu nicméně bývá v literatuře hodnoceno kladně. Nejenže se podařilo po letech snížit inflaci, ovšem i znovunastartovat ekonomiku. Bez Volckerovy dezinflace by se pravděpodobně Reaganomika neobešla. Volckerovo období v čele Fedu navíc přineslo novou operativní metodu Fedu inspirovanou monetarismem. Od té se sice upustilo, nicméně již nedošlo k návratu k tradičnímu cílování úrokové míry. Centrální bankéři navíc od té doby již nemají hlavní cíl v podobě

¹⁵⁰ Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", 559

¹⁵¹ Axilrod, *Inside the Fed*, 100-1.

¹⁵² Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", 561.

¹⁵³ Op. cit.

keynesiánské plné zaměstnanosti, ovšem snaží se plnit duální mandát, přičemž boj s vyšší inflací může v dlouhodobém horizontu přinést i nižší nezaměstnanost a tyto cíle tak nemusí jít proti sobě. Při pohledu na míru inflace ve Spojených státech od 80. let (příloha č. 2) je vidět, že Fedu se mnohem lépe daří udržovat stabilní cenovou hladinu. To i přesto, že dochází k podobným fluktuacím v cenách ropy jako v 70. letech.

Závěr

Monetární politika Fedu sehrála ve Velké inflaci 70. let významnou roli. Už politika před prvním ropným šokem mohla určitým způsobem ovlivnit, či dokonce způsobit vysokou inflaci a následné recese, což vyústilo ve stagflaci. Fed neměl jasná pravidla pro postup monetární politiky. Ve vysokých funkcích Fedu ani nepůsobili ekonomové. Sami šéfové Fedu byli skeptičtí ohledně fungování monetární politiky a jejího fungování, což také způsobila nejasná, nebo zavádějící ekonomická teorie. Hospodářská politika byla pod silným vlivem keynesiánství a konceptů jako například Phillipsovy křivky. Prvním ekonomem v čele rady guvernérů byl až Arthur Burns v roce 1970. Ten však po svém nástupu snížil úrokové sazby Fedu a reálné sazby se dokonce dostaly do záporných čísel. To znamenalo velkou monetární expanzi, která mohla způsobit výrazné zvýšení cen ropy, která bývá jinak tradičně přisuzována ropnému šoku. Ani v dalších letech se Fedu nedařilo se s vysokou inflací vypořádat. Americká ekonomika v letech 1974-75 upadla do recese, což byl do té doby nový jev, kdy stoupala míra inflace a míra nezaměstnanosti, přičemž ekonomika klesala. Tento jev, nazvaný stagflace, pak způsobil zpochybnění keynesiánství, které začaly nahrazovat nové liberálnější ekonomické proudy. Fed však přesto stále nepostupoval jednoznačně, kvůli obavám z vyšší nezaměstnanosti.

V roce 1975 byla vydána rezoluce Kongresu, která Fedu přikazovala stanovovat cíle růstu peněžní zásoby a vysvětlovat odchylky Kongresu. Byl to první krok k dnešní podobě Fedu. Fed měl být otevřenější ve smyslu komunikace s veřejností a zároveň měl mít stanovené dlouhodobé cíle. Nicméně Fedu se stále nedařilo snížit míru inflace a dokonce prováděl monetární expanzi, což z dnešního pohledu může znít nepochopitelně, vzhledem k přijímané teorii, že zvýšení množství peněz v oběhu, znamená vyšší inflaci.. Souvisí to však s výše řečeným, kdy se Fed ocitl v nové situaci a „nefunkční“ ekonomické teorie. Fed Reform Act z roku 1977 pak explicitně k cílům monetární politiky přidal stabilní cenovou hladinu. Cíle monetární politiky pak byly specifičtěji popsány v Humphrey Hawkins Act z roku 1978. Mluví se o tom, že Fed má od té doby v americké hospodářské politice takzvaný duální mandát. Fed má za cíl nejen maximální možnou zaměstnanost, ovšem i stabilní cenovou hladinu. To byl zásadní krok k dnešní podobě Fedu a centrálních bank obecně. Burnse vystřídal v roce 1978 Miller, který se sice pokusil o restriktivní monetární politiku, ovšem s odstupem času se ukazuje, že monetární politika za jeho éry nebyla dostatečná, aby mohla zabránit

vyšší inflaci. Tu dostal do rekordních výšin druhý ropný šok, kdy v důsledku opatrnostní poptávky došlo k rapidnímu zvýšení cen ropy.

Miller však v čele rady guvernérů Fedu nevydržel příliš dlouho a vystřídal ho Volcker. S ním přišla „revoluce“ do Fedu v podobě změny operativní metody, která spočívala ve větší kontrole množství peněz v ekonomice pomocí rezerv. K tomu pomohl i zákon „Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act“, který umožnil Fedu stanovovat povinné rezervy všem deponitním institucím. To byl další zákon, který se odráží v dnešním Fedu. Volckerovi se nakonec i přes zastavení „experimentu“ v roce 1980 kvůli recesi a protestům obyvatel proti vysokým sazbám, podařilo snížit míru inflace. Zároveň se díky jeho vedení Fedu podařilo pomoci Reaganomice a americká ekonomika tak nastoupila dráhu ekonomické expanze.

V práci jsem se snažil dokázat, že Velká inflace 70. let byla zásadním faktorem pro změnu a dnešní fungování Fedu. Zákony a ponaučení, které vzešly z této éry, pomohly velké transformaci Fedu. Pokud by se měl v budoucích pracích porovnávat Fed období před Velkou inflací a dnešní dojde se k závěru, že došlo k velkým změnám. Tyto změny má právě Velká inflace na svědomí. Fed totiž od té doby mnohem lépe drží stabilní cenovou hladinu a zároveň mnohem více komunikuje svou monetární politiku, což má velký vliv na kredibilitu této instituce a očekávání subjektů o dalším ekonomickém vývoji.

Summary

The paper deals with the period of the Great Inflation in the United States and Fed's role in it. Keynesianism was the economic policy doctrine and so the government intervention through spending was an inherent component. However, when the economy slowed down in the late 1960's high government spending caused a cumulating budget deficit and higher inflation. The Fed under its chief Martin tried moderately to curb inflation. Nevertheless, economic theory of monetary policy and inflation-unemployment trade-off caused insufficient reactions of the Fed. With the escalating conflict in Vietnam, the rate of inflation peaked post-war records.

Martin was replaced by Burns, who was the first economist to be in the head of the Fed. Despite this fact, he lowered interest rates, which reached negative levels in real terms. In 1971, the Bretton Woods system collapsed. This was a new situation for the Fed since the end of fix exchange rates. President Richard Nixon installed a price and wage control system to curb inflation. However, the results were perverse and resulted in "Nixon's recession". This step was supported by Burns, who blamed non-monetary factors causing high inflation. He was also very sceptical about the role and the "abilities" of monetary policy. The first oil shock of 1973 caused a negative supply shock for the US economy and led to a new phenomenon – stagflation, a mix of high inflation and unemployment and an economic slowdown. The Fed was unable to curb high inflation and was also worried to do so. The Fed didn't want to raise interest in case of augmenting unemployment. The Fed's policies were still inspired by the Employment Act of 1946. Even though the Fed had to communicate its goals with the Congress (House resolution 133, 1975) it was unable to curb inflation with Burns in office. Nevertheless, the resolution was a step forward to modern central banking. Even the economic discuss was changing. The ideas of economic liberals like Milton Friedman were becoming more and more popular. The high inflation also became a political problem and the administrations of Gerald Ford and Jimmy Carter tried to deal with it. The Fed Reform Act of 1977 signed by Carter was the first act to explicitly cite price stability as Fed's goal. The Fed's dual mandate continues till nowadays.

However, Burns after unsuccessful monetary policy, was replaced by William Miller. During his tenure the second oil took place. Inflation reached 11, 5% and Miller instead became Secretary of the Treasury after eighteen months in office. His successor Paul Volcker entered into office with a single goal – to curb inflation. He started by

changing Fed's operating method in order to have more control over the money supply, which was according to him the primary source of high inflation. However, a recession hit the economy and Volcker was forced to stop the experiment. Nevertheless, Volcker took a strict stance and raised the interest rates to record high levels. In 1982, the economy "returned to normal levels" with a four percent inflation.

The period of the Great Inflation was a serious lesson from US monetary policy and led to great changes in its functioning. Central banking in the end of the Great Inflation was more similar to its contemporary form than in its beginning.

Použitá literatura

Burton A. Abrams, "How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from The Nixon Tapes", *Journal of Economic Perspectives* 20, č. 4 (2006), 177-188.

Stephen H. Axilrod, *Inside the Fed*, (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2011), 225.

Robert B. Barsky a Lutz Kilian, "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative", *NBER/Macroeconomics Annual* 16, č. 1 (2001), 137-183.

Nathaniel Beck, "Elections and The Fed: Is There a Political Monetary Cycle?". *American Journal of Political Science* 31, č. 1 (1987), 194-216.

Edward D. Berkowitz, *Something happened*, (New York: Columbia University Press, 2006), 296.

Ben Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2013), 134.

Allan S. Blinder, a Jeremy B. Rudd, "The Supply-shock explanation of the Great Stagflation revisited", (2008), 1-78, dostupné z <http://www.nber.org/papers/w14563>.

Jean Boivin, "Has U.S. Monetary Policy Changed? Evidence from Drifting Coefficients and Real-Time Data", *Journal of Money, Credit, and Banking* 38, č. 5 (2006), 1149-1173.

Thomas Borstelmann, *The 1970s: a new global history from civil rights to economic inequality*, (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2012), 401.

Thomas F. Cargill a Gerald P. O'Driscoll Jr, "Federal Reserve Independence: Reality or myth?", *Cato Journal* 33, č. 3 (2013), 417-435.

John Cassidy, "The Demand Doctor", *New Yorker* 87, č. 31 (2011), 46-57.

Richard Clarida, Jordi Gali, a Mark Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory*", *Quarterly Journal of Economics* 115, č. 1 (2000), 147-180.

Jesús Fernández-Villaverde, Pablo Guerron-Quintana, a Juan Francisco Rubio-Ramirez, "Reading The Recent Monetary History of the U.S. MP, 1959-2007", *Federal Reserve Board of St. Louis Review* 92, (srpen, 2010), 311-338.

Milton Friedman, "The Counter-Revolution in Monetary Theory", *IEA Occasional Paper* 33 (1970), 1-14.

Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review* 58 (1968), 1-17.

Milton Friedman [z angličtiny přeložil Josef Šíma], *Za Vším Hledej Peníze*, (Praha: Grada, 1997).

Marvin Goodfriend, a Robert G. King, "The Incredible Volcker Disinflation", *Journal of Monetary Economics* 52, č. 5 (2005), 981-1015.

Michael J. Graetz, *The End of Energy*, (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2011), 396.

David R. Hakes, "The Objectives and Priorities of Monetary Policy under Different Federal Reserve Chairmen", *Journal of Money, Credit and Banking* 22, č. 3 (1990), 327-337.

James D. Hamilton, "Oil and the Macroeconomy since World War II", *Journal of Political Economy* 9, č. 2 (1983), 228-248.

Robert L. Hetzel, "The Federal Reserve System and Control of the Money Supply in the 1970S", *Journal of Money, Credit and Banking* 13, č. 1 (1981), 31-43.

Robert L. Hetzel, "Arthur Burns and Inflation", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 84, č. 1 (1998), 21-44.

Byrd L. Jones, "The Role of Keynesians in Wartime Policy and Postwar Planning", *American Economic Review* 62, č. 2 (1972), 125-133.

Roger Lowenstein, "The Nixon Shock", *Bloomberg Businessweek* 4241 (2011), 74-78.

Bennett T. McCallum, "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence", *Journal of Economic Methodology* 6, č. 2 (1999), 171-198.

Allan H. Meltzer, "Origins of The Great Inflation", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 87 č. 2 (2005), 145-175.

Allan H. Meltzer, "From Inflation to More Inflation, Disinflation, and Low Inflation", *American Economic Review* 96, č. 2 (2006), 185-188.

Yanek Mieczkowski, *Gerald Ford and The Challenges of the 1970s*, (Lexington, Ky.: University Press of Kentucky, 2005), 455.

Iwan Morgan, "Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation", *J. Policy Hist.* 24, č. 4 (2012), 545-571.

Betty Joyce Nashová, "The Changing Face of Monetary Policy", *Region Focus* 3/4 (2010), 1-11.

Edward Nelson, "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?", (2004), 1-51, dostupné z <http://research.stlouisfed.org/wp/2004/2004-001.pdf>.

Alex Nikolsko-Rzhevskyy a David H. Papell, "Taylor Rules and the Great Inflation". *Journal of Macroeconomics* 34, 4. 4 (2012), 903-918.

Rudolph G. Penner, "When Budgeting Was Easier: Eisenhower and the 1960 Budget", *Public Budgeting & Finance* 34, č. 4 (2014), 24-37.

Edmund S. Phelps, "Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium", *Journal of Political Economy* 76, č. 4 (1968), 678-711.

William Poole, "Burnsian Monetary Policy: Eight Years of Progress?", *The Journal of Finance* 34, č. 2 (1979), 473-484.

David E. Spencer, "Output Gap Uncertainty and Monetary Policy During the 1970s", *Topics in Macroeconomics* 4, č. 1 (2004), 1-18.

Elektronické zdroje

Laurel Graefe, "Oil Shock of 1978–79", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/40>, (staženo 4. 3. 2016).

Bill Medley, "Volcker's Announcement of Anti-Inflation Measures", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/41>, (staženo 4. 3. 2016).

Kenneth J. Robinson, "Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/43>, (staženo 4. 3. 2016).

Kenneth J. Robinson, "Savings and Loan Crisis", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/42>, (staženo 4. 3. 2016).

Jessie Romero, "Treasury-Federal Reserve Accord", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/30>, (staženo 4. 3. 2016).

Tim Sablik, "Recession of 1981–82", *Federalreservehistory.Org*, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/44>, (staženo 4. 3. 2016).

Aaron Steelman, "Full Employment and Balanced Growth Act of 1978, Commonly Called Humphrey-Hawkins", *Federalreservehistory.Org*,
<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/39>, (staženo 4. 3. 2016).

Joy Zhu, "Federal Reserve Reform Act of 1977", *Federalreservehistory.Org*,
<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/38>, (staženo 4. 3. 2016).

"FRB: Testimony--Yellen, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress--
February 10, 2016", *Federalreserve.Gov*,
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20160210a.htm>, (staženo 4.
3. 2016).

Seznam příloh

Příloha č. 1 Růst reálného HDP Spojených států v poválečném období a během Velké inflace (graf)

Příloha č. 2 Meziroční míra inflace ve Spojených státech (graf)

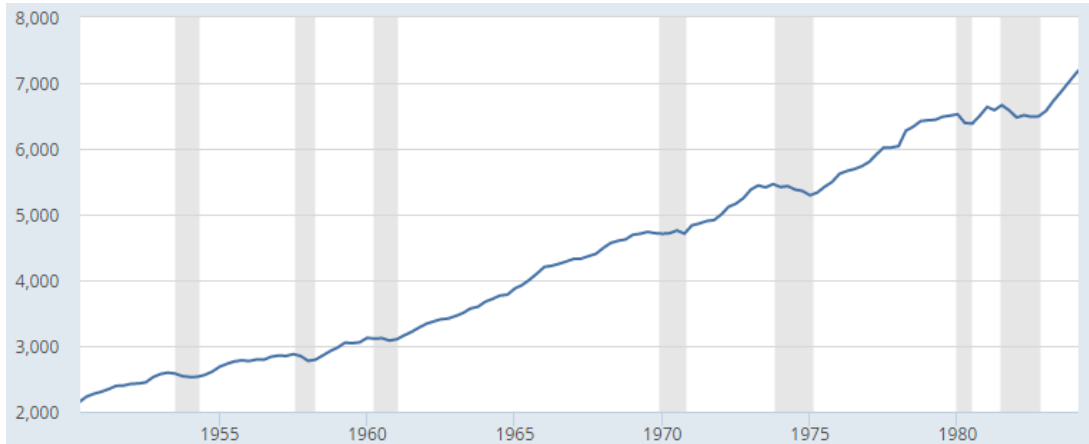
Příloha č. 3 Vývoj míry nezaměstnanosti v poválečném období a během Velké inflace (graf)

Příloha č. 4 Vývoj cen ropy od druhé světové války (graf)

Příloha č. 5 Vývoj úrokových sazeb (Federal Funds Rate)

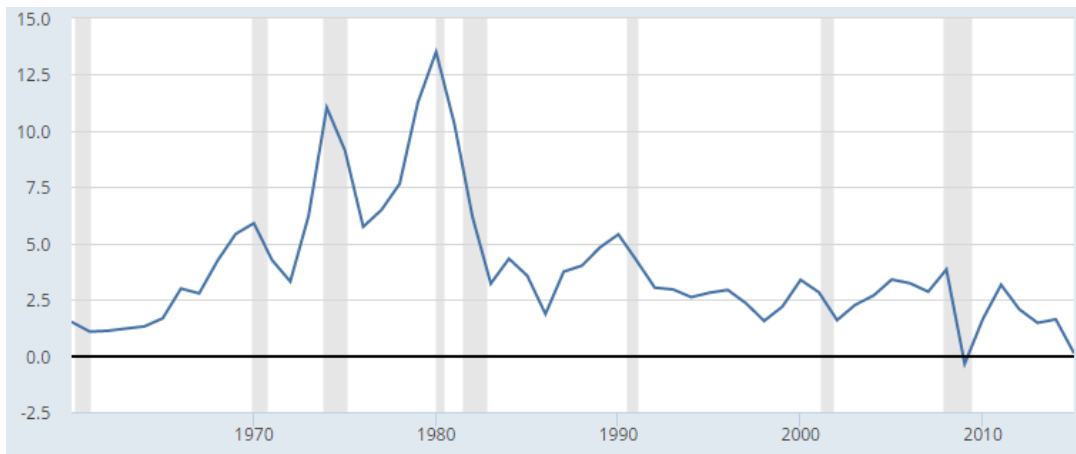
Přílohy

Příloha č. 1 Růst reálného HDP Spojených států v poválečném období a během Velké inflace (graf)



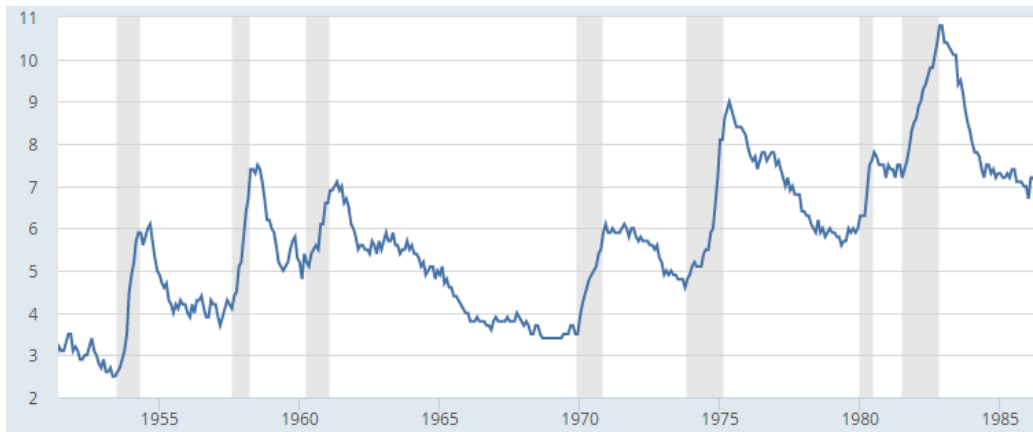
zdroj: Fed St. Louis

Příloha č. 2 Meziroční míra inflace ve Spojených státech (graf)



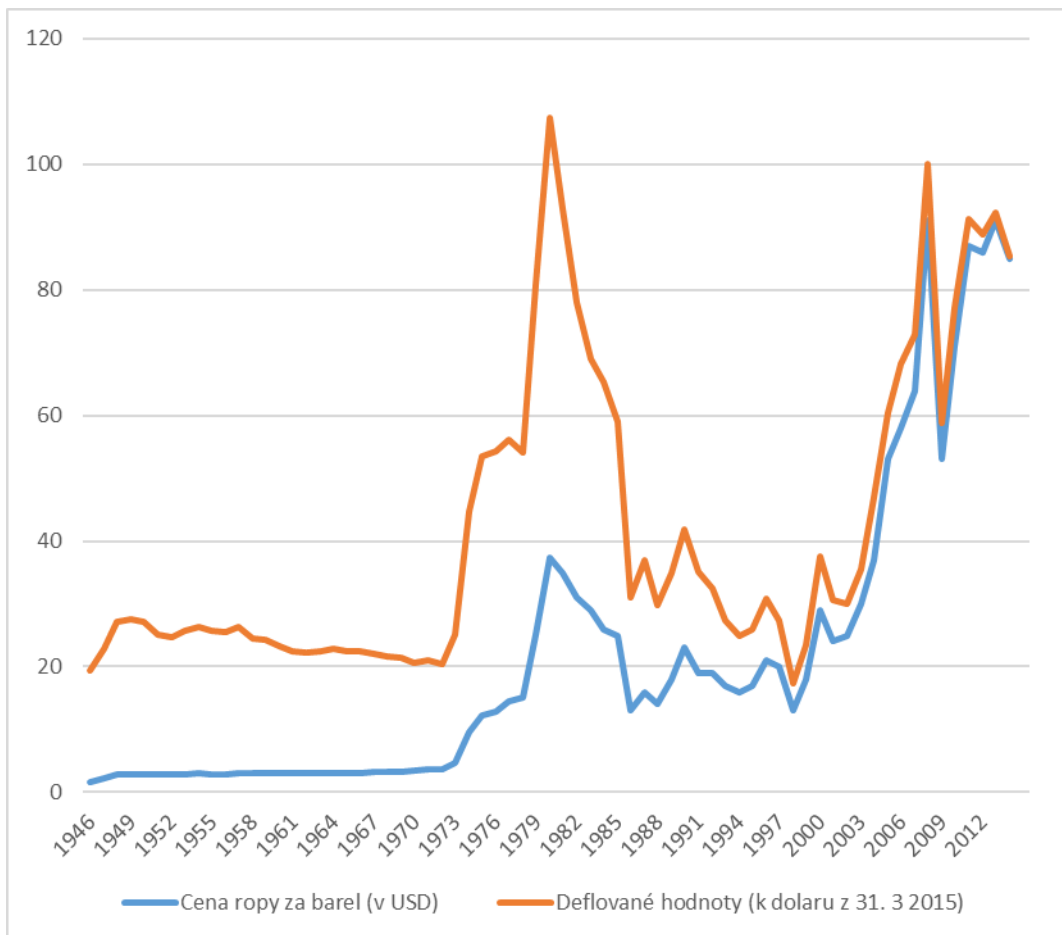
zdroj: Fed St. Louis

Příloha č. 3 Vývoj míry nezaměstnanosti v poválečném období a během Velké inflace (graf)



zdroj: Fed St. Louis

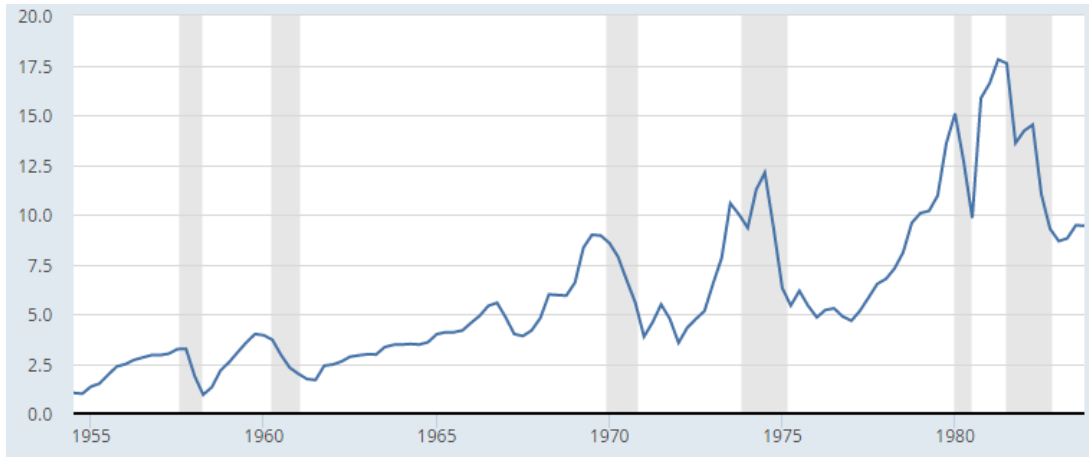
Příloha č. 4 Vývoj cen ropy od druhé světové války (graf)



vlastní zpracování, data

z http://inflationdata.com/Inflation/Inflation_Rate/Historical_Oil_Prices_Table.asp

Příloha č. 5 Vývoj úrokových sazeb (Federal Funds Rate)



Zdroj: Fed St. Louis