

TEORIE ENDOGENNÍCH PENĚZ

Daniel Krejčí

červen 1997

(verze obhájená jako diplomová práce na FSV UK v Praze)

ÚVOD

Peněžní teorie bývá nezdědka označována za královnu národohospodářské vědy. Na první pohled nadnesené přirovnání má svůj hluboký vnitřní smysl; je totiž výrazem uznání jedinečného postavení peněz v individualistické hospodářské soustavě. Tato hospodářská soustava je ze své podstaty soustavou peněžní, soustavou, v níž peníze vstupují do veškerých úvah hospodařících subjektů. Peněžní podstatu rozvinutého tržního systému vystihuje Clowerova charakteristika: „Peníze kupují statky, statky kupují peníze, ale statky nekupují statky.“¹ A přestože považujeme správně fungující peníze za *sine qua non* plynulého a efektivního chodu celého národohospodářského mechanismu, jen s obtížemi a pouze více či méně úspěšně se snažíme fenomén peněz teoreticky uchopit, pochopit a popsat. Jedna z mnoha lidových moudrostí, tak důkladně prověřená časem, říká, že na nejprostší otázky se hledají odpovědi nejobtížněji. Možná víc než kde jinde to platí právě při zkoumání o původu a podstatě peněz. Nemůžeme se vůbec divit, jestliže F. A. von Hayek v roce 1931 smutně konstatuje, že za sto let po Ricardově díle neučinila nauka o penězích zdaleka takového pokroku, jakého docílily jiné obory hospodářské vědy², a jestliže po dalších více než šedesáti letech vyjadřuje prakticky totéž P. Davidson, když říká, že ačkoli ekonomové vypotřebovali na peníze zřejmě více inkoustu než na jakékoli jiné téma své vědy, a ačkoli se peněžní teorie dotýká snad každého jiného odvětví ekonomické analýzy, hospodářskou nauku i nadále souží zmatky ohledně významu a podstaty peněz³.

Ke stále otevřeným problémům nauky o penězích bezpochyby patří spory o povahu, zákonitosti a principy, které určují dynamiku procesu peněžní tvorby, a o subjekty, které se tohoto procesu aktivně účastní. Učebnicové výklady pojmají nabídku peněz jako proměnnou určenou mimo vlastní hospodářskou soustavu. Stát sledující účel rovnovážného mezihospodářského pořádku povětšinou převádí správu peněžního oběhu na 'čtvrtý pilíř' své moci, na centrální banku, která pak usiluje o sestavení spolehlivého stabilizačního rámce pro vývoj kupní síly národní peněžní jednotky. Zkušenosti z dávnější i méně dávné historie vedou řadu ekonomů k přesvědčení, že nejlepší z možných cest k měnové stabilitě je stanovení pevného pravidla pro růst peněžní nabídky. Studentům je potom předkládán přinejlepším neúplný pohled: buď centrální banka určí, vyhlásí a následně 'vytvoří' určitý objem peněz v oběhu a úrokovou rovnici ponechá volnému působení tržních sil, nebo naopak zaměří svou pozornost na úrokovou míru a smíří se s poptávkově řízenou determinací peněžního množství. Dostane-li pevné pravidlo řízeného růstu peněžní nabídky přednost před diskreční manipulací s úrokovou mírou, určuje centrální banka o své vůli číselnou hodnotu nabídky peněz, která se vůči hospodářské soustavě chová jako

¹ Tato Clowerova formulace odhalující peněžní podstatu efektivní hospodářské soustavy založené na rozhodování a konání subjektů, které nejsou objektem vyšší, objektivní péče, ukazuje na neadekvátnost 'barterového' přístupu k analýze hospodářských jevů. Citace pochází z Davidson (1972, s. 142).

² Von Hayekův výrok z knihy *Ceny a výroba (Preise und Produktion)* uvádí ve své práci Král (1936, s.102)

³ Viz Davidson (1994, s.86)

vnější parametrické omezení. Hospodářská čísla determinovaná uvnitř soustavy se musí nastavenému parametru přizpůsobit. V tomto duchu jsou nadále vedeny kursy makroekonomie a kursy peněžní teorie, které zobrazují centrální banku jako svrchovaného vládce nad množstvím obíhajících peněz, který toto množství může bez výhrad stanovit nezávisle na poptávce hospodařících subjektů. Fakt, že peněžní politika touto metodou prováděna není, je považován za dějinný omyl centrálních bankéřů, kteří nepochopili co je pro ně a pro celé národní hospodářství dobré. Po upřímné a úplné reflexi průkazného zhroucení kvantitativně orientovaného paradigmatu peněžní teorie v učebnicích nenajdeme sebemenší stopu.

Učebnicové pojetí peněžní tvorby je zavádějící ve dvou úzce propojených momentech. Na hospodářskou soustavu nelze aplikovat aparát *nepeněžního walrasovského přístupu* a teprve následně zavést do úvah - ovšem násilně - statkové peníze, jejichž tvorba se řídí zcela jinými principy než tvorba úvěrově podložených peněz. Kromě toho musí peněžní nauka více než jakákoli jiná partie hospodářské vědy dbát na důsledné zohlednění *institucionálních charakteristik* peněžního systému a na jeho *historický vývoj*. Zřejmě právě zde leží příčina všech sporů a nejasností okolo peněz, neboť univerzální, nadčasovou peněžní teorii, platnou v nejrůznějších vývojových etapách lidstva dosud nikdo nezformuloval a pravděpodobně ani nezformuluje. Peněžní soustavu konce dvacátého století jednoduše nelze popisovat pomocí principů, které platily v době, kdy John Locke a David Hume hledali vysvětlení cenových pohybů v přílivu měnového kovu do národních peněžních soustav, založených téměř výlučně na oběhu plnohodnotných mincí.

Ve své práci bych se proto chtěl věnovat mechanismu, který řídí dynamiku peněžního oběhu v rozvinuté peněžní soustavě založené na neplnohodnotném peněžním standardu. Proces tvorby peněz souvisí v první řadě se subjekty, které se ho aktivně účastní. Před vyslovením určitých závěrů o příčinném nexu mezi penězi a hospodářskou aktivitou je nutné spolehlivě porozumět účelům a omezením subjektů peněžní tvorby. Proto v následujícím textu bude kladen důraz na behaviorální, subjektové pojetí exogenity či endogenity peněžní nabídky, bez kterého nelze spolehlivě říci téměř nic ve věci kauzálního pojetí exogenity či endogenity peněz. Předkládaná studie míří k hlavnímu cíli: *vyhodnotit adekvátnost tradičního učebnicového přístupu k problematice peněžní kreace, která díky mechanistickému pojetí činnosti bankovních zprostředkovatelů probíhá podle jakýchsi quasi statkových principů, a popsat alternativní přístup, ve kterém úvěrové peníze vznikají uvnitř hospodářské soustavy na průsečíku soukromohospodářských účelů bank, výdělečných a spotřebních hospodářství, a ve kterém centrální banka vedená národohospodářským účelem stabilního peněžního prostředí působí na posazení tohoto průsečíku především úrokovými a kursovými postupy.*

Výchozím bodem úvah zachycených v mé práci je rozlišení mezi příčinnostním a behaviorálním (subjektovým) přístupem k problematice exogenity či endogenity peněz. Behaviorální exogenitu peněžní nabídky chápu jako nutnou podmínku kauzální exogenity, proto se zaměřuji na proces peněžní kreace a jeho subjekty. Neméně důležitou základnu pro zkoumání tohoto procesu představuje pokus o zřetelné vymezení pojmu peníze, jakkoli jde o pokus nedokonalý, neboť jednostranný. Na rozlišení dvou kategorií peněz potom stojí vlastní zkoumání emisního procesu. Bez těchto dvou výchozích momentů, které dodávají obsah

pojmovému aparátu celé studie, bych nebyl schopen zhodnotit historický vývoj sporu o exogenitu či endogenitu peněžního množství. Tento aspekt pevné základny pro celé studium procesu peněžní tvorby zakládá možná poněkud netradiční obsahové členění práce, ve kterém přehled postupně se rozvíjejících polemik o řídicích silách tohoto procesu následuje až po výkladu vlastního pohledu na to, jak v současném decentralizovaném a deregulovaném peněžním systému peníze vplývají do oběhu. Je samozřejmé, že předložená představa peněžní kreace jako kombinace rezervně-multiplikačního a bankovně-úvěrového modelu emisního procesu nemohla vzniknout bez znalosti názorů a myšlenek teoretiků různých dějinných období a různých konfesí. Nicméně považoval jsem za vhodné a účelné nejprve systemizovat nesmírně širokou škálu pojmů a přístupů k problematice, abych se mohl pokusit o následné vyhodnocení tohoto téměř dvě století starého sporu o metodu peněžní kreace a její vazbu na vývoj hospodářských čísel až v závěru. Proto poslední dvě přehledové kapitoly chápu a pojmám jako historické zarámování úvah předchozích čtyř kapitol, spíše než jako jejich základ.

Pokud bych se měl pokusit o velice obecné načrtnutí tohoto základu, pak vidím poměrně zřetelnou historickou návaznost dvou velkých polemik o peněžní politice ve Velké Británii první poloviny 19. století, které souvisely nejprve s peněžním vývojem po opuštění zlatého standardu, a poté s přípravou zákona ukládajícího úplné zlaté krytí nově vydaných bankovek Bank of England. Tyto polemiky ovlivnily řadu pozdějších myslitelů, přičemž významnou úlohu ve vývoji neortodoxní teorie peněz sehrál, zřejmě proti své vůli, zejména Knut Wicksell a po něm John M. Keynes. Poněkud posunutá interpretace Keynesova přístupu k penězům, kterou podali John Hicks a Alvin Hansen, sjednotila poválečnou ekonomii hlavního proudu na hypotéze exogenity peněžní nabídky. Monetaristické oživení tradiční kvantitativní teorie peněz prosazované především Miltonem Friedmanem, stejně jako nová klasická makroekonomie Roberta Lucase, nemohou než pracovat s exogenně určenou peněžní nabídkou. Na druhou stranu peněžní myšlení postkeynesovského proudu reprezentované především Nicolasem Kaldorem a Paulem Davidsonem trvale rozvíjí endogenní teorii peněz. Postkeynesovci trvají na tom, že adekvátním analytickým přístupem k pochopení peněžní problematiky je přesun důrazu od statkového, či quasi statkového principu peněžní kreace k principu úvěrovému⁴.

Chci věřit, že výsledek mého studia přispěje alespoň částečně k lepšímu pochopení toho, jak se současné peníze zmnožují, anebo přinejmenším k podnícení dalšího bádání nad procesem peněžní tvorby. Už samotná kontroverznost tématu je toho nejlepším předpokladem.

⁴ Pro výkladové účely se při sumarizaci sporu o exogenní či endogenní peněžní nabídku občas používá zjednodušená, zřejmě neúměrně, kontrapozice obou postojů, která znázorňuje tradiční exogenní pojetí svislou, tj. absolutně neelastickou křivkou peněžní nabídky, a pojetí endogenní křivkou vodorovnou, tj. absolutně pružnou.

I. ENDOGENITA VERSUS EXOGENITA

Sledování účelu rovnovážného pořádku v individualistické hospodářské soustavě přivedlo nakonec jednotlivé státy (byť v rozdílných časových horizontech) k vytvoření centralizovaného institucionálního rámce peněžní politiky. Centrální banka či jiná myslitelná ústřední měnová autorita v něm získala privilegium emisního monopolu, zároveň však byla zavázána povinností zajistit co možná nejstabilnější peněžní prostředí, považované za nutnou podmínku plynulosti a efektivnosti peněžně-reálných procesů výroby, směny a spotřeby. Tento úkol lze rozvést ve dvou souběžných rovinách a vymezit tím dva účely, k jejichž naplnění centrální banka směřuje: prvním účelem je *stabilita kupní síly peněžní jednotky*, druhým účelem pak *stabilita bankovního sektoru*. Revenda (1995a) v této souvislosti hovoří o dvou funkcích centrální banky, funkci makroekonomické a funkci mikroekonomické. Goodhart (1989a) používá totožné pojmy, přičemž pod makroekonomickou funkcí chápe „provádění diskreční peněžní politiky“, zatímco funkci mikroekonomickou vidí v poskytování finanční podpory bankovnímu systému prostřednictvím institutu věřitele poslední instance a ve vytváření regulatorního a dohlížecího rámce pro bankovní podnikání.

Klíčovým problémem teorie peněžní politiky, která formuluje principy tvorby konkrétních peněžně-politických strategií a jejich následného provádění, se bezpochyby jeví vzájemná provázanost makro- a mikroúčelu na straně jedné a jejich domnělá neslučitelnost na straně druhé. Provázanost obou účelů se projevuje především v tom, že nestabilita bankovního sektoru výrazně ohrožuje stabilitu měny. Důvod je prostý: rozhodující část peněžní nabídky sestává z vybraných pasiv obchodních bank. Většina peněžních prostředků určených k financování statkových toků v mezihospodářském styku existuje ve formě nároku na zákonné platidlo (kterým je oběživo ve formě bankovek a mincí), tzn. ve formě bankovních depozit. Tyto peněžní prostředky tudíž představují pohledávku za bankovním sektorem. Majitelé bankovních vkladů stojí na věřitelské straně dluhového vztahu a jsou tedy nuceni nepřetržitě vyhodnocovat bonitu či kvalitu svých pohledávek. Jakékoli prudké výkyvy důvěry veřejnosti ve schopnost bankovních domů dostát svým závazkům (umoření vlastních bankovních ‘peněz’ v zákonném platidle) vedou k narušení portfoliové rovnováhy hospodařících subjektů, neboť neúměrně roste riziko bankovních úložek. Přeskupování portfolií hospodařících subjektů směrem k držbě zákonného platidla znamená hrozbu úplného kolapsu bankovní soustavy, která pracuje na principu zlomkového krytí depozit konečnými penězi.

K podepření likvidity bankovního sektoru (s cílem zažehnat hrozící krizi) poskytuje centrální banka nouzové úvěry; ty však zároveň rozšiřují měnovou bázi a v závislosti na intenzitě multiplikačního efektu pak stejnosměrně působí i na úhrnnou peněžní nabídku. Peněžní analýza vycházející z tradic kvantitativní teorie takovému vývoji připisuje inflační následky, a tím také postuluje zmíněnou konfliktnost obou účelů, o jejichž dosažení se centrální banka snaží. Praxe peněžní politiky, a to nejen ve

vyspělých zemích, potvrzuje intuitivně zřejmou skutečnost, že centrální banka a vláda vnímají oba naznačené účely jako přinejmenším souřadné.⁵

Úloha peněžní nabídky ve stabilizační struktuře peněžní politiky se citelně mění v závislosti na teoretickém paradigmatu, které při víceméně objektivně daném instrumentáriu formuje obecnou strategii k naplnění makroekonomického účelu centrální banky. Optimální podoba *peněžně-politické strategie* není jednoznačně zodpovězenou otázkou⁶, což souvisí se dvěma neukončenými základními polemikami, které mezi sebou vedou jednotlivé školy peněžního myšlení. Prvním sporným bodem je otázka, zdá má či nemá centrální banka mít volnost v rozhodování při sledování svého makroekonomického účelu. Alternativou diskrečního rozhodování je politika pevného pravidla; tato polemika proto bývá označována jako spor o *pravidla versus volné rozhodování* (rules vs discretions). Souřadný spor v peněžní teorii se týká determinace úhrnné nabídky peněz v národní hospodářské soustavě. Polemika o principech, které řídí proces peněžní kreace, a o příčinné vazbě mezi penězi a hospodářskou aktivitou, je známa jako spor o *endogenní versus exogenní peníze*.

Ne vždy lze z textů, které se zabývají principy tvorby peněžní nabídky a jejím chováním vůči nominálním hospodářským číslům, zřetelně vyčíst, jaký obsah nesou pojmy endogenní či exogenní. Desai (1991) výstižně poukazuje na to, že koncept endogenity či exogenity lze smysluplně vysvětlovat toliko v kontextu určitého modelu. Právě absence takových modelů je podle něj příčinou pokračujícího sporu o povaze nabídky peněz. Formulace potřebného modelu vyžaduje precizní vymezení několika klíčových charakteristik. V první řadě jde pochopitelně o samotnou veličinu národní peněžní nabídky, a dále pak o typ peněžní soustavy, o míru otevřenosti národního hospodářství, o časový rozměr analýzy a o dynamický kontext celého modelu. Neméně důležitou stránkou celé analýzy je nutnost přesně uchopit obecný význam endogenity či exogenity. K tomuto uchopení lze dospět dvěma odlišnými přístupy.

1. Kauzální přístup

První přístup staví na matematicko-statistické formalizaci, která při aplikaci na národohospodářský systém ústí do sestavení a následného 'testování'

⁵ V našich podmínkách je tato souřadnost jasně vyjádřena v zákoně o České národní bance, konkrétně v paragrafu druhém, v němž se říká: „Hlavním cílem České národní banky je zabezpečovat stabilitu české měny. Za tím účelem Česká národní banka (a) určuje měnovou politiku; (b) vydává bankovky a mince; (c) řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank a pečuje o jejich plynulost a hospodárnost; (d) vykonává dohled nad prováděním bankovních činností a pečuje o bezpečné fungování a účelný rozvoj bankovního systému v České republice; (e) provádí další činnosti podle tohoto zákona a podle zvláštních zákonů.“

⁶ Tuto nevyjasněnost dokládají např. diskuse věnované modelům peněžní politiky, které přicházejí do úvahy pro budoucí evropskou centrální banku. Praxe peněžních politik v zemích, které pravděpodobně vytvoří jednotný měnový prostor v Evropě, není zdaleka jednotná. Vedle dominantní politiky německé Bundesbank, která se orientuje na řízení široké peněžní nabídky M3, funguje stejně spolehlivě, měřeno výslednou mírou cenového pohybu, strategie přímého cílování inflace ve Velké Británii či ve Švédsku a strategie pevného měnového kursu uplatněná v Rakousku, Nizozemsku ale i ve Francii.

ekonometrického modelu. Problémem se přehledně zabývá Simon (1991). Uvažuje systém n lineárních rovnic o n neznámých, přičemž každá rovnice ztělesňuje určitý mechanismus, který determinuje hodnotu určité proměnné. Celou lineární strukturu je možné postupně rozdělit na nejmenší samonosné (self-contained) podmnožiny různých řádů a z nich odvodit proměnné těchže řádů.⁷ *Rozlišování mezi exogenitou a endogenitou se při matematicko-statistickém pohledu na problém stává rozlišováním mezi příčinou a následkem.* Exogenní proměnnou, či řečeno Simonovými slovy, jednou z příčin té které hodnoty endogenní veličiny, se rozumí taková veličina daného řádu, která se vyskytne s nenulovým koeficientem v rovnici náležející do podmnožiny vyššího řádu, která determinuje zmíněnou hodnotu endogenní proměnné.

Matematicko-statistické formalizace využívá k vymezení pojmů endogenita a exogenita rovněž Desai (1991). Jeho výkladový model, který je již přímo nasměrován na agregovanou národohospodářskou problematiku, obsahuje čtyři proměnné: cenovou hladinu (P), reálný výstup (Y), úrokovou míru (R) a množství peněz v oběhu (M). Veličiny P, Y a R agreguje do proměnné X. Vedle takto vymezených proměnných obsahuje model dále veličinu Z zahrnující preference, technologie a mezinárodní vazby. Veličině M přisuzuje příčinnostní analýza status endogenní proměnné, pokud lze korelaci (tj. společné rozdělení) proměnných M a X rozložit na (i) podmíněné rozdělení M na X a Z a (ii) marginální rozdělení X na Z. Analogicky za exogenní budou považovány peníze tehdy, pokud lze zmíněnou korelaci rozložit na (i) podmíněné rozdělení X na M a Z a (ii) marginální rozdělení M na Z. Existence třetí proměnné Z značně komplikuje proces utváření jednoznačných soudů a závěrů o endogenitě či exogenitě peněz v systému a tudíž i o příčinných vazbách mezi klíčovými hospodářskými čísly.

Desai (1991) dále rozvíjí a zjemňuje svou argumentaci zavedením dynamického pohledu na problém endogenity a exogenity. Pokud veličina M v běžném období není ovlivněna běžnou hodnotou proměnné X, avšak pokud existuje vliv minulých hodnot proměnné X na běžnou hodnotu proměnné M, pak lze peníze označit za slabě exogenní. Totéž lze říci o některých proměnných vnějšího rozměru, které jsou zařazeny do souhrnné veličiny Z, a ke kterým patří např. příliv kapitálu. Na kapitálové toky mezi národní hospodářskou soustavou a jejím vnějším prostředím totiž vedle jiných determinant působí také minulý vývoj jejich rozhodujících hospodářských čísel (inflace, růst HDP či kursová stabilita). Pohyby na kapitálovém účtu jsou proto slabě exogenní ve vztahu k vnitřní dynamice hospodářské soustavy zachycené proměnnou X.

⁷ Za samonosnou podmnožinu lineární struktury označuje Simon uskupení takových rovnic, k jejichž řešení lze dospět nezávisle na zbytku struktury. Nejmenší samonosná podmnožina systému neobsahuje žádnou menší podmnožinu; vyřešením rovnic, z nichž nejmenší samonosná podmnožina sestává, získáme hodnoty endogenních proměnných - tzv. proměnných řádu nula. Po jejich dosazení do zbytku rovnic v lineární struktuře se celý postup opakuje: opět je nutné ze struktury vydělit novou nejmenší samonosnou podmnožinu a vyřešit rovnice, kterými je tvořena. Tím získáme hodnoty dalších endogenních proměnných, tentokrát řádu jedna. Po vyřešení celé struktury se tedy objeví endogenní proměnné různých řádů.

Přístup založený na matematicko-statistické formalizaci tedy v teoretické rovině vymezuje problém endogenity či exogenity jako problém identifikace příčin a následků ve vývoji hospodářských čísel. Peněžní nabídka je modelována jako exogenní proměnná, pokud její dynamika vysvětluje pohyby sledovaných veličin (především nominálního HDP, inflace a/nebo měnového kursu), tzn. pokud jsou peníze příčinou těchto pohybů. Peněžní nabídka vstupuje do lineární struktury popisující chování hospodářské soustavy jako *parametr*, který se následně objeví s nenulovým koeficientem v rovnicích determinujících hodnoty endogenních hospodářských čísel. Klíčovým prvkem teorie exogenních peněz se nutně stává *přenosový (transmisní) mechanismus*, který poskytuje vysvětlení toho, proč stojí peníze na počátku kauzálního řetězce.

Teorie endogenních peněz naproti tomu pojímá peněžní nabídku jako veličinu, která svou dynamikou odráží pohyby ve vazbách mezi hospodářskými čísly, je jejich zrcadlem. Peníze pak představují proměnnou, jejíž determinace je *vnitřním procesem* hospodářské soustavy. Exaktněji řečeno, lze je vnímat jako veličinu vyššího řádu v lineární struktuře modelující hospodářský systém. Nanejvýš obezřetně je ovšem nutné vyvozovat z teze o endogenitě peněžní nabídky důsledky pro peněžní politiku centrální banky (či jiné ústřední měnové autority).

Empirické testy příčinnosti

Empirické zkoumání časových řad, které zachycují vývoj peněžní nabídky, inflace a nominálního důchodu, patří k nejčastějším ekonometrickým analýzám vůbec. Jejich cílem je prokázat existenci příčinné vazby od peněz k hospodářské aktivitě a v delším období pak výlučně k inflaci. Testy příčinnosti mají *empiricky* podložit hypotézu peněžní exogenity v kauzálním pojetí, kterou *teoreticky* popisuje lineární struktura *a priori* modelující dynamiku hospodářské soustavy jako změny parametricky omezené nabídkou peněz. Stoupenci kvantitativní teorie peněz spoléhají na různé sofistikované ekonometrické testovací postupy, s jejichž pomocí se snaží převést empiricky zjevnou a teoreticky samozřejmou souběžnost pohybu peněz, nominálního důchodu a inflace v rámci cyklu na jednoznačné schéma příčina - následek. Obhájci koncepce endogenních peněz poukazují na inherentní nespolehlivost interpretace výsledných hodnot těchto testů, které postrádají pevné ukotvení v teoretickém strukturálním modelu hospodářské soustavy⁸.

Silný průnik empirických metod do peněžní analýzy přinesla šedesátá léta v souvislosti s rostoucím vlivem nové teoretické školy peněžního myšlení - monetarimu. Příčinou zájmu o empirické analýzy byla podle Brunnera (1970) především ta skutečnost, že „hlavní keynesovské postuláty nebyly nikdy systematicky vyhodnoceny na základě zkoumání důkazů.“ (s.144) Tobin (1970) shrnuje empirické přístupy monetaristické školy k potvrzení tradiční představy o příčinném vztahu mezi penězi a hospodářskou aktivitou do tří kategorií: jde o (i) historické případové studie, (ii) regresní analýzy časových řad popisujících vývoj hospodářských čísel a (iii) zkoumání fenoménu předstřednosti a následnosti referenčních zlomových bodů v rámci cyklického vlnění zmíněných časových řad. Od případových studií, které

⁸ Viz např. úvodní kapitola v Eichner (1991).

rozebírají a vysvětlují chování peněžních soustav a jejich vazeb na peněžně-reálné procesy v širších hospodářských soustavách, se odvíjí podpurná argumentace k výstupům 'exaktnějších' statistických analýz spadajících do dvou zbylých kategorií.

Úskalí empirických rozborů, které se orientují na identifikaci předsledných a následných veličin v běhu hospodářského cyklu, se skrývá v prostém faktu, že zjištěné šablony časování (timing) vrcholů a sedel ve vývoji peněz a nominálního důchodu *nelze* vykládat jako důkaz příčinnosti. Tobin (1970) prezentuje dva teoretické modely vazeb mezi peněžní nabídkou a důchodem a zkoumá časování změn obou proměnných, které z každého modelu vyplývá. 'Ultra-keynesovský' model, ve kterém je důchod determinován investičními a vládními výdaji, a ve kterém se peníze pouze pasivně přizpůsobují hospodářské dynamice, vede paradoxně k nastavení předslednosti a následnosti interpretovatelnému jasnou příčinnou vazbou od peněz (*a priori* modelovaných jako pasivní proměnná) k důchodu. Naproti tomu friedmanovský model poptávky po penězích na bázi teorie permanentního důchodu (tj. model *a priori* stavící peníze na počátek příčinných vazeb) ukazuje na „mnohem méně působivý předstih peněz vůči podnikatelské aktivitě“ ve srovnání s ultra-keynesovským modelem. (s.314)

Neméně závažným důvodem k opatrnosti při interpretaci předslednosti peněz vůči důchodu ve smyslu příčinného nexu je přílišný rozptyl v délce 'peněžního předstihu': Friedman a Schwartzová (1963) např. dospívají k závěru o zpoždění mezi vrcholem v cyklickém vývoji tempa růstu peněžní nabídky a po něm jdoucím vrcholem obchodního cyklu v rozmezí 6 až 29 (!) měsíců, při průměrném zpoždění 18 měsíců a směrodatné odchylce 7 měsíců. Pro zpoždění mezi sedly v obou časových řadách platí rozmezí 4 až 22 měsíců s průměrem přesně jeden rok a směrodatnou odchylkou půl roku (s.8-9). Davidson a Weintraub (1973) upozorňují na obecně problematické důsledky značné variability v délce zpoždění mezi referenčními body, která fakticky do značné míry, ne-li zcela, popírá vypovídací hodnotu výsledků o časování těchto bodů:

„Kdyby byla základní hospodářská struktura stabilní, a kdyby nepůsobily zevnější prvky, pak by 'předstihy' a 'zpoždění' byly vždy stejného trvání; následovalo by vědecké vytěžení pro efektivní předpovědi. Avšak jestliže jsou kalendářní 'předstihy' a 'zpoždění' vrtošivé, existuje nepříjemná možnost, že 'zevnější' události jsou spíše než změny peněžní nabídky tou příčinou, která ovlivňuje ceny a ostatní hospodářské jevy. Přisoudit penězům příčinný status jako klíč ke stabilizaci by pak mohlo vyvolat spoušť.“ (s.239)

Friedman a Schwartzová (1963) uznávají, že empiricky vysledované časování zlomových bodů v cyklickém vývoji peněz, podnikatelské aktivity a důchodu neříká samo o sobě nic o směru příčinnosti ve vazbách mezi těmito veličinami. Ke zřetelným závěrům o postavení peněz v kauzálním nexu hospodářského cyklu lze dospět až na základě důkazů „shromážděných studiím historických okolností, za nichž proběhly změny v peněžním množství.“ (s.21) Ze skloubení statisticky popsaných šablon časování s analýzou obsaženou v historických případových studiích vycházejí důkazy a podklady pro formulaci *peněžní teorie hospodářského cyklu* spíše než cyklické teorie peněžních fluktuací. Peněžní teorie cyklu pro vážné výkyvy hospodářské aktivity podle Friedmana a Schwartzové vyhovuje dvěma klíčovými testům, kterým by mělo být podrobeno jakékoli vysvětlení cyklických

pohybů v hospodářských číslech: každá interpretace normativně musí vysvětlit (i) proč došlo k závažnému pohybu důchodu právě v době, kdy k němu došlo, a (ii) proč by tyto vážné pohyby měly být pravidelně doprovázeny odpovídajícími pohyby peněžní zásoby. (s.25)

Pro vážné cyklické výkyvy formulují Friedman a Schwartzová silný závěr, ve kterém tvrdí, že „citelné změny tempa růstu peněžního množství jsou nutnou a postačující podmínkou pro citelné změny tempa růstu nominálního důchodu.“ (s.24) Pro menší cyklické výkyvy má tento závěr omezenou platnost, neboť „důkazy jistě nevylučují jiné [než peněžní] vysvětlení“, nicméně je „přijatelné předpokládat, že změny peněžního množství sehrály důležitou nezávislou úlohu.“ (s.34) Na rozdíl od pozdějších Friedmanových studií (např. 1982) a zejména populárně laděných novinových článků⁹ obsahuje diskutovaná práce Friedmana a Schwartzové také další změkčující momenty domnělé jednoznačnosti a úplnosti peněžního vysvětlení hospodářského cyklu. Konkrétně se jedná o nesouměrnost amplitudy ve vývoji důchodu a amplitudy změn peněžní nabídky; tato nesouměrnost ústí do procyklického chování rychlosti oběhu peněz. (s.27) Druhým momentem pak je explicitně zmíněná a nepopíraná existence zpětné vazby od důchodu k penězům. (s.20)

Stejně jako v případě analýzy předsledných a následných veličin není zřejmě ani v silách ekonometrické regresní analýzy časových řad peněz a důchodu být arbitrem teoretických sporů o endogenitu či exogenitu peněz v kauzálním pojetí. Nepozorovaná třetí proměnná, od které vychází jedna příčinná vazba k peněžní nabídce a současně druhá příčinná vazba k veličině X, může navodit *zdání příčinnosti* mezi penězi a ostatními hospodářskými čísly. Možnost vzniku takové falešné kauzality významně ovlivňuje vypovídací hodnotu ekonometrických analýz, které se zaměřují na empirické testování hypotéz o fenoménu příčinnosti v hospodářské soustavě. Na obtížnost interpretace výsledků těchto analýz upozorňuje Sims (1972):

„Musíme zvážit, zda dvouprvkový model [peněžní nabídky a nominálního důchodu]...může zastoupit komplikovanější model s odlišnou příčinnou strukturou. ... Komplikované struktury ..., ve kterých jsou jak HNP, tak peníze endogenní, povedou s výjimkou velmi speciálních předpokladů k dvouprvkové redukované formě vykazující oboustrannou příčinnost. Speciální předpoklady, kterých je v dvouprvkovém systému zapotřebí k tomu, aby se endogenní peníze jevíly exogenními, musí peníze v podstatě ztotožnit s ryze exogenní proměnnou. Pokud se tedy peníze ve zkoumaném souboru přizpůsobují pasivně a rychle živočišnému duchu bankéřů a podnikatelů a pokud je živočišný duch ryze exogenní proměnnou, která s rozloženým zpožděním ovlivňuje HNP, potom se může mylně zdát, že peníze jsou příčinou vůči HNP. Pokud však existuje podstatná náhodná chyba v souladu mezi živočišným duchem a penězi, a pokud se chování sériové korelace této chyby liší od chování sériové korelace náhodné chyby živočišného ducha, pak dvouprvkový vztah mezi penězi a HNP ukáže dvoustrannou příčinnost.“ (s.543)

Výraznou dávku skepse vůči schopnosti těchto testů spolehlivě identifikovat příčinné vazby mezi penězi a ostatními hospodářskými proměnnými vyjadřuje Wray

⁹ Viz kupř. sloupek v časopise *Newsweek* citovaný v *Tobinově studii* (1970)

(1990). Používat exogenní peněžní nabídku v empirických modelech by podle něj bylo možné pouze v případě, že lze teoreticky obhájit zcela inertní postoj centrální banky vůči vývoji hospodářských čísel:

„Mají-li být peníze brány jako statisticky exogenní proměnná, je nutné ukázat, že nereagují na změny v poptávce po penězích. I když [centrální banka] řídí měnovou bázi, a i když je tato báze spolehlivě svázána s nabídkou peněz, nelze ani bázi ani peněžní nabídku považovat za exogenní proměnnou, pokud [centrální banka] reaguje na cokoli, co zvyšuje poptávku po úvěru.“ (s. 81)

Tento postoj vychází z definice exogenity relevantní pro statistické odhady, která za exogenní veličinu považuje proměnnou, jež je nezávislá na nepozorované vysvětlující proměnné. Protože však centrální banka reaguje určitými opatřeními na povšechný vývoj v národní hospodářské soustavě (a nezřídka také na vývoj vnějšího hospodářského prostředí), nelze se příliš spoléhat na empirické testy, které pracují s konceptem exogenních peněz. Statistické odhady vazeb mezi penězi a ostatními proměnnými budou v takových testech nutně vychýlené.

2. Behaviorální přístup

Koncept exogenity či endogenity peněžní nabídky lze pojímat také na základě druhého přístupu, ve kterém se o problému uvažuje jako o problému *ovladatelnosti* (kontrolovatelnosti) dynamiky úhrnného objemu peněz v hospodářské soustavě. Na rozdíl od kauzálního přístupu staví tento druhý přístup k endogenitě či exogenitě na výrazně behaviorálních základech: zkoumá chování hospodařících subjektů účastných na procesu tvorby peněz. Emisní monopol státu (tj. centrální banky) v žádném případě neznamená, že je centrální banka jediným aktivním subjektem peněžní emise, pokud uvažujeme žirovou peněžní soustavu. Tezi o schopnosti obchodních bank podílet se na procesu emise peněz dnes nezpochybňuje žádná ze škol peněžního myšlení. K názorovému střetu nicméně dochází, pokud jde o nepřímý vliv nositele emisního monopolu (centrální banky) na úhrnnou nabídku peněz.

Z národní hospodářské soustavy vyděluje behaviorální přístup pojmově centrální banku jakožto instituci, přes kterou stát vedený účelem stabilizace peněžního prostředí působí na klíčové proměnné v peněžně-politickém rámci v souladu se svou konkrétní strategií. Po takto provedeném vyčlenění ústřední měnové autority se řešení problému endogenity či exogenity peněz odvozuje od zkoumání toho, zda představuje úhrnná peněžní nabídka proměnnou, jejíž dynamika je plně, avšak nepřímou, řízena centrální bankou oddělenou od všech ostatních subjektů, anebo zda probíhá proces tvorby peněz mimo dosah kontrolní moci centrální banky a na základě mikroekonomického rozhodování hospodařících subjektů.

V prvním případě je relevantní vnímat peníze jako exogenní proměnnou; peněžní nabídka se stává parametrem vstupujícím do vazeb mezi hospodářskými čísly jaksi 'zvenku' na základě vědomého rozhodnutí centrální banky. Stává se pevným číslem, jemuž se ostatní proměnné musí přizpůsobit svými pohyby. Ve druhém případě, kdy se dynamika peněžního oběhu odvozuje primárně od poptávky po penězích, nikoli od operací centrální banky, pak nabídka peněz představuje endogenní veličinu. Schopnost centrální banky 'řídít' objem peněz v oběhu je v tomto pojetí dána její schopností efektivně ovlivňovat veličinu poptávky po penězích.

V peněžním systému postaveném na pevném provázání peněžního oběhu s měnovým kovem bylo možné identifikovat ještě třetí, doplňkovou možnost klasifikace užívané k charakteristice chování peněžní nabídky. Objevy nových nalezišť zlata či stříbra (coby hlavních kovů, na nichž historicky vyrostly peněžní soustavy), či nové technologické postupy v procesu průmyslového použití obou kovů, to vše vedlo, odmyslíme-li možnou teauraci, k nárůstu množství kovových peněz, danému *de facto* vyšší mocí. Ani centrální banka, ani hospodařící subjekty v takovém případě neovlivňují dynamiku peněžní nabídky; naopak celá národní hospodářská soustava je konfrontována se zcela autonomním vývojem objemu kovových peněz.

Tato naznačená *ryzí exogenita*, která se vztahovala k plnohodnotným penězům, s postupující demonetizací zlata a přechodem k peněžním soustavám neplnohodnotné měny slábla a nakonec vymizela úplně. Je však velice pravděpodobné, že právě takto pozorovaná exogenita kovové peněžní nabídky dala vzniknout koncepci postulující příčinnou vazbu mezi penězi a cenovou hladinou. Friedmanova metafora peněz rozhazovaných z helikoptéry nepředstavuje než ozvěnu právě této ryzí exogenity peněžní nabídky. V systému neplnohodnotných peněz, jejichž emise nese výrazně a možno říci téměř výlučně úvěrový charakter, však takové pojetí exogenity *deus ex machina* ztrácí smysl a nemůže být užitečným analytickým nástrojem. Svůj smysl a analytickou užitečnost si koncept ryzí exogenity peněz částečně zachovává v systému neplnohodnotných peněz, které se do oběhu dostávají přes souhrnné saldo platební bilance.

Nyní jsme dospěli do bodu, kdy již není nadále možné pracovat s kategorií peněz bez přesné specifikace jejího obsahu. Následující kapitola bude proto věnována pojednání o podstatě peněz. V návaznosti na to se pak pokusíme vymezit národní peněžní nabídku jak po linii teoretické, tak po linii praktické, a teprve potom se budeme moci vrátit k behaviorálnímu přístupu k exogenitě či endogenitě úhrnné nabídky peněz v národním hospodářství.

II. PENÍZE

Zkoumání určujících charakteristik procesu tvorby peněžní nabídky vyžaduje, aby byl co možná nejpřesněji vymezen pojem peněz. Nejčastější přístup k definici peněz představuje jejich *funkční charakteristika*. Blanchard a Fisher (1993) kladou počátky klasického vysvětlování peněz pomocí funkcí, které v hospodářské soustavě plní, přinejmenším do dob Aristotelových. Slabina funkcionálního přístupu k vymezení peněz spočívá v tom, že tento přístup májí *podstatu* peněz samu o sobě, nepostihuje esenci peněžního fenoménu, a že zabývá se až vnějšími projevy jejich existence (funkcemi). Tím nemá být řečeno, že zkoumání funkcí peněz svádí teorii na scesti. Je tomu právě naopak, neboť prostřednictvím funkcí zachycuje peněžní analýza vícerozměrnost společenské instituce peněz. Avšak funkcemi lze popsat pouze jednotlivé aspekty přítomnosti peněz v hospodářské soustavě, nikoli jejich podstatu.

Rozřešení tohoto teoretického sporu podává Engliš (1938):

„Obecně se v teorii definují peníze tak zvanými funkcemi, to jest účely, k nimž se peněz používá. Uvádí se, že peníze jsou měnidlem, platidlem, uchovatelem a přenašečem hodnot. Základem všech těchto tak zvaných funkcí však jest, že statek peníze je *nositelem hodnot*, tj. nepřímé univerzální upotřebitelnosti, neboť jen proto, že umožňuje směnu, přenosem svým přenáší i tuto upotřebitelnost na jiné osoby, na vzdálenost, a nepoužije-li se jí, uchovává ji časově. Funkce, jimiž se zde peníze definují, jsou myšlenkovým derivátem podstaty peněz ... jsou *in concreto* nahodilé, protože peníze zůstanou penězi, i když se jich nepoužije ke všem uvedeným účelům a lze takových funkcí vymyslet i více ...“ (s. 223, proložení upraveno)

Podstata peněz se tedy skrývá ve skutečnosti, že jsou jediným statkem, kterému hospodářící subjekty připisují *nepřímou abstraktní* (či univerzální) *užitečnost*. Englišova teleologická metoda zkoumání však současně vede k souřadné definici peněz, tentokrát z hlediska státu, který peníze v rámci odpovídající jurisdikce spravuje, a který na ně nahlíží jako na *organizační prostředek* individualistického směnného společenství. Toto druhé vymezení peněz odvozuje jejich podstatu od organizační mezihospodářské hodnoty peněžní soustavy.

Mikroekonomická podstata peněz (vymezená z hlediska hospodářícího subjektu) je zcela nezávislá na institucionálním a historickém prostředí, neboť představuje primární definiční charakteristiku kategorie peněz. V okamžiku, kdy se ve směně vydělilo tzv. třetí zboží, vznikají peníze coby statek, který je pro svého majitele nositelem přímé konkrétní užitečnosti a zároveň také užitečnosti nepřímé a abstraktní. Naproti tomu makroekonomická podstata peněz (vymezená z hlediska subjektu organizujícího peníze) je podmíněna existencí státu (či jiné myslitelné autority), sledujícího účel plynulosti a rovnovážnosti hospodářských procesů v hranicích své územní pravomoci.¹⁰

¹⁰ Z argumentace o dvojím možném pohledu na peníze a jejich podstatu vyplývá, jak je důležité přísně rozlišovat mezi postojem státu coby hospodářícího subjektu a postojem téhož státu coby subjektu spravujícího peněžní oběh. Nejdůležitější poruchy v systému mezihospodářských vazeb totiž vznikají v okamžiku, kdy hospodářící stát, který je nucen získávat příjmy ke krytí svých výdajů, dotlačí stát administrující peníze k tomu, aby se na takovém krytí podílel. Ve

Oba pohledy na podstatu peněz v individualistické hospodářské soustavě s centrální bankou jsou souřadné a vytvářejí základ teoretického rámce pro peněžní analýzu. Teprve na pevné uchopení toho, co peníze jsou, lze naroubovat rozbor jednotlivých funkcí, které blíže specifikují odpovídající aspekty přítomnosti peněz v hospodářském mechanismu, a které jsou odvozeny z výše vymezené dvojí podstaty tohoto fenoménu. Analýza chování peněžní nabídky, kterou se budeme zabývat, stojí především na rozpracování funkce peněz, označované jako prostředek ke splacení dluhu.¹¹

Zcela klíčovým bodem úvah o povaze peněžní nabídky je vyjasnění vzájemného vztahu mezi penězi coby *prostředkem splacení dluhu* (means of payment) a aktivy, která mohou sloužit jako *prostředník směny* (medium of exchange). Odlišnost těchto dvou konceptů vystihuje Goodhart (1989a):

„Je důležité poznamenat, že se funkcionální vymezení peněz coby ‘prostředku ke splacení dluhu’ liší od, a je užší než, pojetí aktiva coby ‘prostředníka směny’. Prostředník směny zahrnuje ta aktiva, či pohledávky, jejichž přesun na prodávajícího běžně umožňuje, aby se prodej uskutečnil. Rozdíl je v tom, že pokud prodávající proti prodeji obdrží prostředníka směny, který není prostředkem splacení dluhu, bude to vnímat tak, že má neustále platný nárok na budoucí platbu, a to vůči kupujícímu, anebo mnohem obecněji vůči nějaké další skupině, na kterou zní pohledávka převedená kupujícími na prodávajícího.“ (s. 26)

Teoretické rozlišení mezi oběma funkcemi peněz je velmi důležité, neboť v sobě skrývá klíčovou tezi pro vymezení peněžní nabídky, či lépe řečeno, pro vymezení a analýzu její struktury. Směnu umožňuje vícero aktiv, stejně tak je myslitelné, aby se subjekt vyvázal z dluhu převodem některého z více druhů aktiv. Avšak jediné aktivum je nositelem vlastnosti, která z něj činí prostředek *konečného* splacení dluhu. Tato vlastnost se odvozuje v moderních systémech papírové (neplnohodnotné) měny od privilegia státní moci přisoudit vybranému aktivu status tzv. *zákonného platidla* (legal tender). V systému kovové měny byla schopnost konečným způsobem umořit dluh odvozená od hmotné podstaty plnohodnotné kovové mince, resp. kovového slitku.

snaze zabránit tomuto ‘střetu zájmů’ přistoupila většina vyspělých zemí k odluce státních financí od centrálního bankovníctví

Druhá poznámka se váže ke skutečnosti, že makroekonomická podstata peněz není nutně spojena s existencí státní moci. Prvotním podnětem k tomu, aby se stát ujal úlohy administrovat peníze, totiž byla vidina výnosného zdroje příjmů; jednoznačně tedy převládlo hledisko státu jako hospodařícího subjektu. Snaha vytvořit příznivé (tj. stabilní) peněžní prostředí pro výrobu a směnu souvisí až s pozdějším vývojem centrálního bankovníctví a projevuje se v explicitním závazku peněžní politiky ke stabilizaci kupní síly peněz. Reforma peněžní soustavy, navrhovaná stoupenci koncepce tzv. svobodného bankovníctví, pracuje s vidinou úplného zrušení emisního monopolu státu a s přenesením odpovědnosti za stabilitu peněžního oběhu na bankovní trh. Tím by se definice makroekonomické podstaty peněz stala zbytečnou a teoretická analýza by vycházela pouze z podstaty vymezené mikroekonomickým pohledem hospodařícího subjektu (včetně státu).

¹¹ *V souladu se starší českou literaturou by bylo možné uvádět jednoslovný název platidlo, nicméně ten nevystihuje podstatu této funkce tak precizně, jako uvedené, byť delší, víceslovné pojmenování.*

Nejužší vymezení peněz (peněžní nabídky) staví na uvedené jedinečnosti vybraného aktiva, které musí být ze zákona přijímáno při vyrovnání mezi věřitelem a dlužníkem. Pouze ve funkci prostředku konečného umoření dluhu jsou tedy peníze jediným aktivem; ve všech ostatních funkcích mohou být zastoupeny jinými aktivy a povětšinou navíc těmito aktivy dominovány. V praktickém pohledu představují takto úzce vymezenou peněžní nabídku pouze bankovky a pohledávky za subjektem, který je nositelem výhradního práva tyto bankovky emitovat (tedy za centrální bankou). Ke stejnému závěru lze dospět alternativní argumentací založenou na zkoumání dluhového základu aktiv, která běžně slouží plynulosti hospodářského procesu ve funkci prostředníka směny. Všechna taková aktiva, až na jednu výjimku, ztělesňují soukromý dluh. Jde pouze o rub a líc úvěrového vztahu mezi dvěma rovnoprávnými subjekty v hospodářském systému; závazek (dluh) jednoho hospodařícího subjektu a pohledávku jiného hospodařícího subjektu. Zmíněná výjimka se týká vztahu mezi soukromým hospodařícím subjektem a státem v roli správce peněžního oběhu.

Stát coby nositel výsadního práva emitovat bankovky, kterým současně dává *nucený oběh* (tj. prohlásí je za zákonné platidlo) sice vykazuje vydané bankovky na pasivní straně rozvahového účtu centrální banky, avšak tyto bankovky nepředstavují 'normální' pohledávku za státem, neboť jsou neumořitelné. Pouze o malinko komplikovanější se může zdát úvaha o rezervách bankovního sektoru uložených na účtech u centrální banky, neboť zde existuje vztah věřitele a dlužníka. Nicméně tyto pohledávky komerčních bank za bankou centrální mohou kdykoli přejít z žirové formy do formy bankovek, čímž pohledávka zanikne při současném přeskupení pasivní strany rozvahového účtu centrální banky. Podstatný je fakt, že převod z žirové pohledávky do bankovek není zatížen nejistotou ohledně schopnosti centrální banky tuto *de facto* čistě účetní transakci provést. Lze proto pojmově sjednotit kategorii bankovek a kategorii rezerv bankovního sektoru uložených u centrální banky (za nimiž bezvýhradně stojí možnost okamžité a neodmítnutelné konverze do bankovek). Dostaneme se tím k nejužšímu vymezení peněžní nabídky, pro které teoretická analýza používá termín *vnější peníze* (outside money).

Vnější peníze představují z pohledu hospodařících subjektů pojmově jedno aktivum, jehož výjimečnost je odvozena z toho, že jeho převodem umožňují subjekty své dluhy definitivně. Jakékoli jiné splacení dluhu, při kterém přechází z dlužníka na věřitele aktivum nemající status zákonného platidla, není umožněním nýbrž převedením (cesí) pohledávky, kterou má dlužník vůči třetímu subjektu. V takovém případě sice zmizí pohledávka (a z druhé strany závazek) v konkrétním úvěrovém vztahu, avšak na agregátní úrovni se objem pohledávek nezmění. Odsud už je jen krůček ke druhé významné tezi, a sice že protipól statkových toků představují (i) toky vnějších peněz; (ii) převody stávajících dluhů a (iii) nově vznikající úvěrové vztahy.

Logickým doplňkem ke kategorii vnějších peněz jsou pochopitelně peníze vnitřní (inside money); spolu tvoří obě kategorie peněžní nabídku v širším vymezení. Za vnější peníze budeme považovat tu část peněžní nabídky, která je z pohledu hospodářských subjektů neumořitelnou pohledávkou za centrální bankou. Vnější peníze tedy představují čisté aktivum v myšlené úhrnné bilanci všech hospodařících subjektů spadajících pod jednu měnovou jurisdikci. Vnitřní peníze, jejichž praktické vymezení naráží na určité obtíže, jsou současně a nerozdílně zachyceny na obou

stranách zmíněného agregátního účtu aktiv a pasiv. V důsledku této podvojnosti nepředstavují vnitřní peníze součást bohatství v hospodářské soustavě.

V systému plnohodnotné měny splývají vnější peníze s úhrnem valutárních mincí. Pro podmínky peněžní soustavy založené na neplnohodnotných penězích ztotožňují např. Blanchard a Fisher (1993) vnější peníze s měnovou bází. Toto pojetí odpovídá také výše uvedené argumentaci. Brunner (1991) však upozorňuje na určitou trhlinu v takovém přístupu:

„[V]nější peníze nespływají nutně s měnovou bází. Ta převyšuje objem vnějších peněz o množství soukromého dluhu, který v systému neplnohodnotné měny koupí centrální banka. Oba koncepty se nicméně vztahují ke stejné veličině v systému čisté kovové měny a také v některých systémech centrální banky s určitými úpravami. Z toho plyne, že měnová báze pokrývá poněkud širší prostor než vnější peníze. Tento rozdíl odpovídá rozdílným analytickým účelům obou konceptů. ‘Měnová báze’ je vhodná pro vysvětlení chování národní nabídky peněz, kdežto ‘vnější peníze’ byly zformulovány pro vyjádření přínosu peněžního systému k čistému bohatství v hospodářství.“ (s. 654)

Brunnerova kritika mylného ztotožnění vnějších peněz a měnové báze je relevantní ve vztahu k analýze růstu čistého bohatství v národní hospodářské soustavě. Odkrývá totiž intuitivně přijatelnou skutečnost, že přírůstek měnové báze (primární emise peněz), kterému na straně aktiv bilance centrální banky odpovídá přírůstek diskontních úvěrů krytých jinak než obchodní nebo exportní směnkou, a/nebo přírůstek držaných cenných papírů, není zvýšením čistého národního bohatství. Totéž platí pro přírůstek oficiálních devizových rezerv, který vzniká v důsledku přijímání zahraničních úvěrů.

Analýza emise peněz do měnové báze, zaměřená na spojitost tohoto procesu se změnou národního bohatství, nutně dochází k závěru, že jediným zdrojem vnějších peněz (coby podmnožiny měnové báze) může být přebytek běžného účtu platební bilance. Tuto ozvěnu merkantilismu pochopitelně nelze absolutizovat, neboť se jedná o pojetí založené na čistě účetním principu bez zapracování cenových, důchodových a platebně-bilančních efektů zpětné vazby vycházejících od zvýšení čistých aktiv (tj. přírůstku čistého bohatství) v národní hospodářské soustavě. Uvedený závěr lze vyložit také alternativně, a to tak, že v teoretickém modelu zcela uzavřeného národního hospodářského systému se standardem neplnohodnotných peněz musí celá měnová báze sestávat pouze z vnitřních peněz.

Pro analýzu chování úhrnné peněžní nabídky však vazba mezi emisí peněz do báze a přírůstkem čistého bohatství není rozhodující. Naopak zcela klíčovým se ukazuje rozdělení peněžní zásoby na segment vnějších peněz, vymezený měnovou bází, a segment vnitřních peněz, který odpovídá vybraným pasivům vybraných subjektů finančního (bankovního) sektoru. Takto vedená dělicí linka mezi vnitřními a vnějšími penězi pochopitelně nespývá nutně s onou dělicí linkou mezi oběma kategoriemi, která představuje analytický nástroj pro rozbor vlivu emisní činnosti na objem čistých aktiv. To však není podstatné, neboť odlišně zaměřené analýzy mohou využívat odlišně konstruovaných nástrojů nesoucích stejný název.¹²

¹² Jednoznačné vymezení pojmů je mnohem důležitější než samotné pojmenování; přitom zároveň představuje jedinou možnou cestu, jak se vyhnout zcela zbytečným zmatkům při

Do segmentu vnějších peněz tedy zahrneme ta aktiva hospodařících subjektů, jejichž převodem definitivně zaniká úvěrový vztah na agregátní úrovni bez ohledu na metodu tvorby těchto aktiv. Mikroekonomická podstata vnějších peněz, tak jak byla vymezena výše, se projevuje v tom, že umožňují svým vlastníkům vyvázat se konečným a neodmítnutelným způsobem z dluhu. V měnové soustavě s neplnohodnotným standardem mohou tuto úlohu hrát pouze papírové peníze s nuceným oběhem a pohledávky bankovních institucí za subjektem s právem emitovat zákonná platidla. Tyto specifické pohledávky obchodních bank za centrální bankou lze považovat za určitou metamorfózu papírových bankovek, a tak formálně chápat vnější peníze (měnovou bázi) jako jediné aktivum.

Teoretické vymezení *vnitřních peněz* vychází ze skutečnosti, že jejich převodem může, ale nemusí, zaniknout konkrétní úvěrový vztah ze směny, avšak nadále se nemění úhrn všech úvěrových vztahů v rámci všech hospodařících subjektů. Mikroekonomická podstata vnitřních peněz se projevuje v tom, že umožňují směnu, jsou jejím nástrojem. Míra oběžnosti kolísá podle typů pohledávek (a zároveň závazků), které do kategorie vnitřních peněz spadají (lépe řečeno, o kterých rozhodneme, že by do ní měly či mohly spadat). Jestliže vnitřní peníze fungují jako peníze ve smyslu nástroje směny, je tomu tak proto, že jsou spojeny s potenciální převoditelností na vnější peníze. Brunner (1991) v této souvislosti hovoří o dvou typech peněz, které obíhají v institucionálním kontextu finančního zprostředkování:

„Jeden typ se vyskytuje pouze jako ‘peněžní závazek’ finančních zprostředkovatelů. Je pro něj příznačné, že skýtá potenciální nárok na jiný typ peněz. Smluvní vztah mezi zákazníky a zprostředkovateli ukazuje, že tento potenciální nárok, který bude naplněn kdykoli se pro to jeho vlastník rozhodne, formuje klíčovou podmínku pro uplatnění těchto peněžních závazků zprostředkovatelů na trhu. Naproti tomu onen druhý typ peněz žádný takový nárok s sebou nenese. Lze jej směňovat za jiné statky, zároveň přitom představuje jisté ‘konečné peníze’ bez možnosti ústupu k jiným typům peněz.“ (s. 654)

Jestliže u vnějších neboli konečných peněz bylo jejich praktické vymezení poměrně jednoduché, u vnitřních peněz se otázka praktické definice značně komplikuje. Na obtížnost sladit teoretickou a praktickou definici peněz upozorňuje např. Miskhin (1989), avšak nepracuje přitom s peněžní nabídkou rozdělenou na dva diskutované segmenty. Jakkoli je tedy v teoretické rovině zřejmé, že se některá aktiva stávají vnitřními penězi a proč se jimi stávají, v praktické rovině stojí peněžní analýza před problémem, jaká aktiva (pohledávky) do této kategorie zařadit, a tím také vymežit úhrnnou peněžní nabídku v národním hospodářství.

Je nutné si uvědomit, že *rozhodnutí o tom, které pohledávky budou relevantní pro určení a měření peněžní nabídky, je vždy rozhodnutím arbitrárním. Každá*

interpretaci různých teoretických myšlenek a postojů. O potřebě být si v každém okamžiku vědom obsahu používaných pojmů se velice výstižně vyjadřuje Robertson (1928), když se pokouší vymezit pojem peníze:

„Je jisté velice žádoucí dospět k včasnému pochopení toho, co myslíme penězi. V tomto bodě nepadne nijak všeobecná shoda; ale stejně jako v případě tolika jiných ekonomických pojmů nezáleží příliš na tom, jaký význam přijmeme, pokud se ho poté držíme, anebo pokud jej v žádném případě neměníme, aniž bychom si byli vědomi, že tak činíme.“ (s. 2, proložení přidáno)

pohledávka vykazuje určitý stupeň *peněžnosti* (míru likvidity), tzn. je spojena s nárokem na konečné peníze. Proto může pojmově sloužit jako nástroj směny (tj. jako vnitřní peníze) jakákoli pohledávka, kterou je konkrétní subjekt ochoten přijmout úhradou za prodané statky. Míra *oběžnosti*, nebo také míra všeobecné přijatelnosti ve směně, se odvozuje od míry peněžnosti a od důvěry vůči dlužníkovi, na něhož postoupená pohledávka zní. Míra peněžnosti souvisí s možností uplatnit okamžitě, podle volby vlastníka pohledávky, nárok na konečné peníze.

Stanovením určité normativní míry peněžnosti se zúží množina pohledávek, na kterých lze vymezit peněžní zásobu. Všeobecně nejvyšší míru peněžnosti přisuzuje analýza pohledávkám za bankami. Proto se v měnových přehledech jednotlivých zemí uvádí vybraná pasiva obchodních bank jako složka národní peněžní zásoby. Avšak rovněž napříč stranou pasiv bankovního sektoru lze rozlišovat různé stupně peněžnosti, což se odráží v praktickém využívání různých peněžních agregátů při sledování peněžní nabídky. Nepochybně nejvyšší míru peněžnosti vykazují zůstatky na bankovních účtech splatné na požádání a depozita, vůči kterým může majitel vypisovat šeky. Přesto míra jejich všeobecné přijatelnosti ve směně není totožná s mírou oběžnosti vnějších peněz. Tato vlastnost, jak již bylo uvedeno, závisí nejen na likviditě (peněžnosti) pohledávky, ale současně také na její bonitě. Likvidita zůstatků na bankovním účtě je oproti absolutní peněžnosti vnějších peněz zatížená rizikem úpadku bankovního domu a zejména pak časovou (bankovní přepážky nejsou otevřeny nonstop) a prostorovou (ne vždy je v bezprostřední blízkosti automat pro výběr hotovosti) překážkou okamžitého převodu do formy bankovek. Ani placení šekem není plně srovnatelné s placením v hotovosti; zde vstupuje do hry druhý aspekt oběžnosti, a sice důvěra ve výstavce šeku.

V praktických úvahách se nicméně tyto jemné rozdíly zanedbávají a agregát peněžní zásoby, příznačně nazývaný úzké peníze (*narrow money*), zahrnuje kromě konečných, vnějších peněz také vnitřní peníze ve formě bankovních depozit na požádání. Takto definovanou nabídku peněz označuje Goodhart (1989a) za „užitečnou aproximaci úhrnných prostředků ke splacení dluhu.“ (s.43-44) Provázáním vnějších (konečných) peněz s výsekem vnitřních peněz do jednoho peněžního agregátu, který povětšinou nese označení M1, tak analýza definuje kategorii národní peněžní nabídky, fungující *jako* konečné peníze, byť by jimi z pohledu čisté peněžní teorie nebyla.

Vedle agregátu úzkých peněz sleduje peněžní analýza také agregáty širší, které však představují spíše určitá vymezení likvidity hospodařících subjektů. Není náhoda, že bankovní pasiva vřazovaná do těchto agregátů nad rámec úzkých peněz nesou označení *quasi* peníze nebo skoro-peníze. Čím širší pojmání peněžních agregátů, tím větší rozdíly se projevují v metodice jejich definování mezi zeměmi.

III. FORMY PENĚŽNÍ EMISE

Rozčlenění peněžní nabídky na segment vnějších peněz, ztělesňující kategorii konečných peněz, a na segment vnitřních peněz, představující nárok na konečné peníze zároveň však jako konečné peníze sloužící, nutně formuluje problém emise peněz v rámci obou naznačených podmnožin celkového množství peněz v oběhu. Vystává potřeba zkoumat a popsat způsoby a zákonitosti, jimiž se řídí zmnožování peněžního oběhu, ať je jeho praktické vymezení ve formě 'M' jakékoli. Behaviorální přístup k endogenitě či exogenitě peněžní nabídky se snaží objasnit problematiku peněžní tvorby analýzou chování těch subjektů, které se na kvantitativních změnách úhrnného množství peněz v oběhu *aktivně* spolupodílejí.¹³

1. Vnější peníze

Hotovostní oběživo a rezervy obchodních bank uložené u centrální banky dohromady tvoří kategorii vnějších peněz, pro kterou peněžní teorie používá spíše označení měnová báze. Vnější peníze, z hlediska funkce prostředku ke konečnému splacení dluhu pojmově sjednotitelné v jedno aktivum, představují pro centrální banku určitou výseč na pasivní straně rozvažného účtu. Rozpínání či smršťování měnové báze souvisí s rozličnými pohyby ve struktuře zbylých pasiv a všech aktiv, které centrální banka vykazuje na svých účtech, a které se pokouší v souladu se svou peněžně-politickou strategií ovlivňovat a řídit. Přesněji řečeno, pohyby měnové báze jsou výslednicí změn všech ostatních rozvahových účtů ústřední měnové autority.

Proces řízení aktiv a pasiv centrální banky, který se zrcadlí v emisi vnějších peněz, zkoumá analýza pomocí tzv. *zdrojů měnové báze*. Tradiční monetaristické, resp. vůbec učebnicové pojetí peněžní politiky, předpokládá úplnou a svrchovanou kontrolu centrální banky nad souhrnným vývojem vlastních aktiv a pasiv, kdy lze záměrnými kroky řídit změny vybraných položek rozvažného účtu, a tím buď přímo měnit parametry určující měnovou bázi, anebo oslabit či úplně přetlačit působení autonomních faktorů na jiné rozvažné položky a zabránit tak nežádoucímu vývoji agregátu vnějších peněz. Pokud tedy centrální banka dokáže řídit celkovou dynamiku své vlastní účetní bilance a její struktury, pak agregát vnějších peněz představuje pro národní hospodářství parametr, neboli exogenní proměnnou. V žirové peněžní soustavě vytváří vnější peníze základnu, na které systém finančního zprostředkování staví úvěrově-peněžní konstrukci, parametricky omezenou dvěma veličinami: (i) velikostí měnové báze a (ii) hodnotou příslušného peněžního multiplikátoru. Jestliže teorie postuluje vedle exogenního charakteru tzv. mocných peněz také stabilitu multiplikátoru, je logickým vyústěním celého přístupu teze o exogenitě úhrnné nabídky peněz.

Souřadně s konceptem zdrojů měnové báze konstruuje teorie koncept *užití báze*, který zachycuje poptávku obchodních bank a všech ostatních hospodařících subjektů po konečných penězích. Užití báze popisuje, jak je úhrn konečných peněz rozdělen

¹³ Naše analýza tak navazuje na přerušovaný výklad behaviorálního přístupu z první kapitoly.

mezi oběživo mimo bankovní sektor a rezervy obchodních bank uložené u centrální banky, včetně rozlišení mezi povinnými a volnými rezervami.

Konečné peníze se do oběhu dostávají a zpětně z něj odplývají prostřednictvím tří operačních procedur centrální banky: (i) řízením salda nově poskytnutých úvěrů, (ii) nákupem a prodejem cenných papírů dluhového charakteru a (iii) nákupem a prodejem cizích měn proti měně domácí. Každé z těchto emisních aktivit centrální banky lze v její účetní bilanci přiřadit určitou položku, která představuje zdroj měnové báze, přičemž takových položek pro jednu emisní metodu může být i více. Změna stavu na jakémkoli účtu, jehož obsahem je zdrojová položka měnové báze, představuje nutnou podmínku pro změnu úhrnného množství konečných peněz. To, zda se pohyb zdrojového účtu skutečně přelije do rozšíření či zúžení měnové báze (neboli do pohybu účtu užití) odvisí od chování všech zbylých zdrojových položek: pokud jsou jejich pohyby protisměrné a kvantitativně zcela stejné, pak se objem konečných peněz nezmění, pokud jsou sice protisměrné, avšak nevykrývají se objemově, pak změna měnové báze odpovídá saldu všech zdrojových položek.

Zdroje měnové báze nepředstavují souhrn stejnorodých prvků; napříč jejich spektrem lze vést dělicí čáru, která od sebe odděluje dvě základní skupiny těchto zdrojů. Do první skupiny vřazuje teorie bilanční účty, na jejichž pohyb nemá centrální banka vliv, které se však přes změnu svých zůstatků přímo odrážejí v rozšiřování či zužování měnové báze, pochopitelně ovšem za předpokladu, že jejich vliv není kompenzován pohybem jiné zdrojové položky. Pro tyto zdroje emise konečných peněz se používá výstižné označení *autonomní faktory*.

Druhou skupinu zdrojů měnové báze tvoří *peněžně-politické faktory*. Jde o bilanční účty, jejichž zůstatky se mění výlučně na základě rozhodnutí centrální banky. Z této definiční charakteristiky peněžně-politických metod emise však nikterak nevyplývá, že by všechny operace centrální banky, jejichž účelem je ovlivnit dynamiku těchto faktorů, byly založeny na principu *dobrovolnosti*. V řadě případů se jedná o operace *vynucené*, které nutně rozmazávají hranici mezi autonomními faktory, jejichž dynamikou se centrální banka pouze přizpůsobuje změnám v peněžní soustavě, a peněžně-politickými faktory, kterými teoreticky může peněžní soustavu ovlivňovat. Klasickým příkladem vynucených posunů v nastavení peněžně-politických faktorů představuje sterilizace přílivu likvidity z vnějšího hospodářského okolí do národní peněžní soustavy¹⁴. Z hlediska výsledného dopadu na vývoj agregátu konečných peněz se pohyby autonomních faktorů a vynucené pohyby peněžně-politických faktorů od sebe neliší.

Klasifikace zdrojů měnové báze podle kritéria svrchovanosti, kterou nad nimi má centrální banka, není v důsledku obsahového rozostření tohoto kritéria přesným

¹⁴ Nesmíme ovšem ztrácet ze zřetele, že sterilizace přílivu zahraničních peněz zamezuje tomu, aby nárůst rezerv v peněžní soustavě vyvolal pokles úrokové hladiny spojený s následným uvolněním poměrů na trhu úvěru. Zvýšená úvěrová aktivita obchodních bank by totiž znamenala emisi kupní síly se všemi dopady do možných poruch vnitřní měnové stability (tlak na vzestup cenové hladiny) a vnější platebně-bilanční stability (tlak na schodek běžného účtu). Avšak zmíněnému nárůstu rezerv, neboli také primární emisi vnějších peněz do báze, centrální banka zabránit nemůže; nárůst čistých zahraničních aktiv totiž přináleží mezi autonomní faktory vývoje měnové báze.

nástrojem peněžní analýzy. Navzdory jeho určité pružnosti lze vést obecné úvahy o jednotlivých principech, jimiž se řídí dělení zdrojových položek na autonomní a peněžně-politické faktory. Tyto úvahy nejsou samoúčelné, neboť závěry ohledně schopnosti centrální banky řídit dle vlastní vůle dynamiku jednotlivých zdrojů báze, odvozené od relativního významu obou skupin zdrojových položek, se bezprostředně vážou na behaviorální přístup k endogenitě či exogenitě konečných peněz. Míra endogenity vnějších peněz se odvíjí od podílu autonomních faktorů, tj. emisních forem fungujících mimo sféru vlivu centrální banky.

Rozhodující složkou úvěrového portfolia centrální banky jsou diskontní úvěry, které ústřední měnová autorita poskytuje obchodním bankám. V závislosti na konkrétním uspořádání vztahů jednak mezi ústřední měnovou autoritou a institucemi reprezentujícími stát v postavení hospodařícího subjektu, jednak mezi ústřední měnovou autoritou a nebankovními subjekty se v rozvaze centrální banky dále objevuje položka úvěr vládě a úvěry klientům coby doplňkový prvek v úhrnu poskytnutých úvěrů. Zatímco diskontní úvěry se při hodnocení vlivu na objem konečných peněz vykazují ve formě hrubé dlužnické pozice, dopad vládního úvěru a úvěrů klientských lze popsat až po jejich očištění o vládní a klientské vklady, tedy ve formě čisté dlužnické, resp. věřitelské pozice.

Čistý úvěr klientům vzhledem k jeho marginálnímu významu v rozvahách centrálních bank nepředstavuje objekt zájmu při zkoumání autonomních a peněžně-politických faktorů emise konečných peněz. Postavení čistého úvěru vládnímu sektoru mezi emisními formami vnějších peněz si zaslouží více pozornosti. V některých zemích je do vazeb mezi centrální bankou a vládními institucemi vestavěn explicitní zákaz přímého úvěrování. Krátkodobý nesoulad příjmových a výdajových toků ve státním rozpočtu překrývají emise státních pokladničních poukázek, či obdobných dluhových cenných papírů s krátkou dobou splatnosti. Odrazem přebytkových tendencí je změna čisté věřitelské pozice vlády u centrální banky. Tato úprava vzájemných vztahů mezi finančním hospodařením vlády a centrální bankou vede k asymetrii působení čistého úvěru vládě na emisi konečných peněz, kdy rozšiřování měnové báze je zapovězeno, avšak ke zužování tohoto agregátu dochází nezávisle na vůli centrální banky. Lze pochopitelně uvažovat také situaci, kdy vláda snižuje svou čistou věřitelskou pozici vůči centrální bance; touto metodou se do báze dostávají dodatečné peníze bez ohledu na zákaz přímého úvěrování státu¹⁵. Naznačené argumenty zdůvodňují, proč zdroj emise konečných peněz ve formě čistého úvěru vládě náleží do skupiny autonomních faktorů ovlivňujících měnovou bázi¹⁶.

Důležitou položkou v úvěrovém portfoliu centrální banky jsou pohledávky za obchodními bankami. Na poskytnutí diskontního úvěru nemá žádná obchodní banka

¹⁵ Přísně vzato, zvyšování měnové báze takto vyvolané nepředstavuje emisi nových konečných peněz, nýbrž návrat starých, které z báze odplynuly v důsledku přebytkovosti běžného hospodaření státu.

¹⁶ Pokud se centrální banka ve své peněžně-politické strategii orientuje na kvantitativní operativní a zprostředkující mezicíle, může se pokusit o potlačení autonomního charakteru čistého úvěru vládě coby zdroje měnové báze cestou dohody s vládou o nakládání s rozpočtovými přebytky.

nárok, proto se tyto úvěry přiřazují k peněžně-politickým faktorům emise konečných peněz. Přestože formálně není centrální banka vázána povinností pokrýt úvěrovou poptávku obchodních bank, která splývá s poptávkou těchto institucí po tzv. primárních rezervách, vyvolává jednoznačné zařazování diskontních úvěrů do segmentu peněžně-politických zdrojů měnové báze silné pochybnosti o oprávněnosti takové klasifikace. Představa, že centrální banka může zcela libovolně zavírat či otevírat diskontní okénko, pěstovaná především v akademických kruzích, se zakládá na vědomém či bezděčném opomíjení duality účelů existence ústřední měnové autority.

Stabilita peněžní soustavy, v níž tvoří konečné, vnější peníze pouze malou součást peněžní nabídky, vyrůstá ze stability bankovního sektoru, jehož vybraná pasiva plní funkci prostředku ke splacení dluhu, ačkoli jimi formálně nejsou. Toto rozšíření funkce konečných peněz i na zůstatky na bankovních účtech, které jsou pouze nárokem na konečné peníze, ovšem předpokládá vytlačení prvku nejistoty ohledně vývoje bankovního sektoru, či lépe řečeno nejistoty ohledně schopnosti bankovní soustavy, nikoli nutně každé jednotlivé banky, vyhovět požadavku nebankovních subjektů na konverzi jejich pohledávek do hotovostní formy. Bankovní soustava přitom pracuje na principu zlomkového hotovostního krytí pasiv, což ji činí kriticky závislou na důvěře vkladatelů. Stabilita bankovního systému a jeho důvěryhodnost jsou vzájemně se podmiňujícími momenty, které centrální banka nemůže ignorovat.

Nejde pochopitelně o povšechnou nejistotu, která neodmyslitelně patří k reálnému světu okolo nás. Řeč je o jiném fenoménu, spojeném pouze s bankovním podnikáním, a sice o hrozbě systémové krize, vedoucí ke kolapsu bankovního systému. Proto podléhají obchodní banky, které přijímají vklady, procesu regulace a dohledu, a proto funguje centrální banka jako věřitel poslední instance. Tváří v tvář počínající krizi bankovního sektoru, která vždy ústí do oněch nechvalně známých 'runů' na banky, si žádá centrální banka nemůže dovolit odmítnout požadavky obchodních bank na podporu likvidity v systému. Funkci *garanta likvidity* bankovní soustavy na sebe bere centrální banka proto, aby dostála mikroekonomickému účelu své existence, tzn. aby zajistila stabilitu bankovního sektoru, a bere ji na sebe dobrovolně, neboť tím brání úplnému zhroucení úvěrově-peněžní nástavby hotovostního oběhu, kterou v hospodářské soustavě prochází bezhotovostní platební styk. Z tohoto důvodu není možné zařazovat minimálně nouzové úvěry centrální banky mezi peněžně politické faktory emise konečných peněz.

Autonomní či naopak peněžně-politický charakter pohybů čistých zahraničních aktiv lze hodnotit pouze v kontextu konkrétního režimu měnového kursu. Volně plovoucí kurs domácí měny ponechává rozhodování o změně položky čistých zahraničních aktiv zcela v rukou centrální banky. Z hlediska vnitřní peněžní politiky se klade důraz spíše na to, že změny čistých zahraničních aktiv v důsledku intervencí centrální banky na devizovém trhu nejdou proti snaze ovlivnit emisi konečných peněz přes operace na volném trhu, případně přes posuny v jejím úvěrovém portfoliu, než na to, že by tyto změny měly či mohly být metodou k dosažení cílového objemu konečných peněz. Sleduje-li centrální banka strategii pevného zavěšení měnového kursu, pak změny v úhrnu čistých zahraničních aktiv odrážejí dynamiku platební bilance ve vymezení salda maximální likvidity. Závazek stabilizace vnější kupní síly národních peněz 'tlačí' centrální banku do intervenčních operací na devizovém trhu,

kteře vyrovnávají kvantitativní nesoulad mezi kreditními a debetními položkami ve vertikální struktuře platební bilance. Nákupy domácí měny vedené snahou potlačit depreciační tendenci, stejně jako skupování cizích měn proti domácí měně při tlacích na její apreciaci se bezprostředně promítají do odpovídajících změn v měnové bázi¹⁷.

Tvorba či stahování konečných, vnějších peněz metodou devizových intervencí probíhá mimoběžně k peněžně-politickým operacím centrální banky, a nemusí proto být v souladu s jejími představami o optimálním vývoji vnitřních peněžních čísel. Ústřední měnová autorita, která čelí rozměrným či dlouhodobějším saldům platební bilance, a která se snaží odizolovat vnitřní peněžní oběh od kvantitativních důsledků platebně-bilanční nerovnováhy, musí přistoupit ke sterilizačním operacím s cílem 'umrtvit' úvěrový potenciál nově vytvořených bankovních rezerv při devizových intervencích proti zhodnocení domácí měny, nebo s cílem dodat bankovní soustavě volné rezervy při intervencích proti poklesu domácí měny.

Výsadní postavení v paletě metod, jimiž vnější peníze vznikají či zanikají, zaujímají operace na volném trhu. Centrální banka nákupem či prodejem určitých druhů cenných papírů, případně repo operacemi s těmito cennými papíry, usměřňuje dynamiku měnové báze podle své představy o optimálním (neinflačním) vývoji tohoto agregátu, nebo usiluje o neutralizaci měnových dopadů nerovnovážného vývoje platební bilance při pevném měnovém kursu¹⁸. Zdrojovou položkou měnové báze, která číselně zachycuje a popisuje operace na volném trhu, je držba cenných papírů. Pojmově lze vymezit dvě mezní roviny provádění operací na volném trhu; každá z těchto rovin odpovídá limitní teoretické zaměnitelnosti stability krátkodobé úrokové míry a stability objemu měnové báze. První mezní rovinu formuje kombinace zcela stabilní úrokové míry peněžního trhu a zcela volného pohybu měnové báze. Proces tvorby vnějších peněz je při tomto nastavení operativního kritéria určen poptávkou obchodních bank po primárních rezervách. Druhá mezní rovina je tvořena kombinací úplné kontroly emise vnějších peněz a zcela volného kolísání krátkodobé úrokové míry.

Nutnou podmínku účinnosti operací na volném trhu představuje dostatečné množství vhodných cenných papírů vytvářejících likvidní, plynulý a stabilní trh. Centrální banka rozšiřuje či zužuje objem konečných peněz přes operace s krátkodobými vládními dluhopisy, které jsou všeobecně považována za bezrizikové finanční instrumenty. Neexistence rozvinutého trhu obchodovatelného vládního dluhu nutí centrální banku do hledání technické alternativy, kterou může být posílení významu diskontních úvěrů nebo emise vlastních krátkodobých dluhopisů. Tyto alternativy nejsou zdaleka souměrné; rozdíly mezi nimi spočívají ve dvou oblastech. Diskontní úvěry nejsou symetrické ve svém působení na volné rezervy bankovní soustavy: centrální banka jich může využít pouze k dodání dodatečné likvidity, ze své podstaty však tyto úvěry nemohou fungovat jako nástroj stahování přebytečné likvidity na účtech volných rezerv obchodních bank. Symetrie působení na řízení

¹⁷ Protože centrální banka své intervence provádí na mezibankovním devizovém trhu, dochází ke změnám měnové báze ve složce primárních bankovních rezerv.

¹⁸ Obdobně jako u devizových intervencí stojí při operacích na volném trhu vůči centrální bance obchodní banky. Objemové změny měnové báze se proto projeví ve změnách volných rezerv bankovní soustavy.

celkového úhrnu volných rezerv je naproti tomu přirozenou charakteristikou operací na volném trhu. Nicméně emise vlastních dluhopisů centrální banky náhradou za nedostatečný objem vládních dluhopisů s sebou nese úrokové náklady, které jsou navíc rostoucí funkcí objemu těchto cenných papírů. Naopak úvěrové operace centrální banky jsou velice výnosnou aktivitou, neboť ústřední měnová autorita pouze inkasuje úrokové příjmy, aniž by měla nějaké náklady na refinancování své pozice. Je proto zřejmé, že volba alternativy k objektivně neuskutečnitelným operacím s vládními dluhopisy odvisí od konkrétního vývoje hospodářských čísel přímo ovlivňujících vnitřní peněžní oběh.

Připojená tabulka zachycuje přehled zdrojů a užití měnové báze tak, jak je sestavován v České národní bance.

Tab.1 Výkaz o zdrojích a užití měnové báze ČNB (mld Kč, průměrné měsíční stavy)

	XII/94	XII/95	XII/96
A. ZDROJE MĚNOVÉ BÁZE	155,9	197,9	256,7
1. Autonomní faktory	177,3	292,6	306,0
1.1. vnější sektor úhrnem	148,5	330,6	316,2
1.2. čistá aktiva ČNB vůči NBS	24,6	26,2	26,2
1.3. čistý úvěr vládě (bez cenných papírů)	-24,7	-37,9	-43,2
1.4. úvěry do hospodářství	5,0	1,5	1,8
1.5. čistá ostatní aktiva	24,1	-27,8	10,1
1.6. poukázky ČNB mimo bankovní sektor	0,0	0,0	-5,2
2. Peněžně politické faktory	-21,4	-94,7	-49,2
2.1. refinanční úvěry	11,8	6,3	14,7
2.1.1. aukční refinanční úvěr	0,0	0,0	0,0
2.1.2. nouzový ref. úvěr (překlenovací)	0,6	0,0	9,5
2.1.3. reeskont	6,2	4,4	3,5
2.1.4. eskont	1,3	1,7	1,7
2.1.5. lombardní úvěr	3,9	0,2	0,0
2.2. držba cenných papírů	-33,2	-100,9	-63,9
2.2.1. držba cenných papírů bez PP ČNB	5,2	0,8	0,4
2.2.2. emise PP ČNB v portfoliu obchodních bank	-38,4	-101,7	-64,3
2.2.3. doporučení pro OMO	0,0	0,0	0,0
B. UŽITÍ MĚNOVÉ BÁZE	155,9	197,9	256,7
1. Oběživo	99,5	122,1	143,1
2. Rezervy bank	56,4	75,8	113,6
2.1. povinné minimální rezervy	56,3	75,7	115,5
2.2. volné rezervy	0,1	0,1	-1,9

pozn. rozdíly v součtech, pokud se objeví, jsou dány zaokrouhlováním

2. Vnitřní peníze

Při analýze principů, které formují chování vnitřních peněz, je užitečné pracovat s Wicksellovým (1898) konceptem ryziho úvěrového systému (pure credit system). Tento analytický nástroj představuje hypotetickou peněžní soustavu, v níž veškeré platby probíhají formou bezhotovostního převodu pohledávek vůči bankovním

domům, a v níž tudíž není zapotřebí oběživa¹⁹. Wicksell tento systém, o němž zdůrazňuje, že je teoretickou úvahou nikoli popisem praktického fungování bankovního zprostředkování, popisuje takto:

„Není vůbec zapotřebí peněz, pokud lze platbu mezi dvěma [bankovními] klienty provést prostě převedením příslušné částky peněz v bankovních knihách. Lze ji odepsat z účtu dlužníka (kupujícího) a připsat k dobru na účet věřitele (prodávajícího). Předpokládejme nyní, že se tento systém, který je znám pod názvem Virement, Žiro či šekový systém, rozvine až do bodu, kdy bude každý majitelem bankovního účtu. Veškeré platby by poté bylo možné uskutečnit prostřednictvím těchto účetních převodů. ... V této formě se ryzí úvěrový systém zatím ... nerozvinul.“ (1898, s. 68-69)

Ani dnes, téměř sto let poté, co Wicksell postavil do kontrapozice ryzí úvěrový systém a ryzí hotovostní systém (pure cash system), nesplyvají peněžní soustavy s jeho konceptem úplného bezhotovostního platebního styku ve směnném společenství. Úvahy o možné existenci čisté žirové soustavy však byly oživeny v rámci myšlenkového proudu tzv. *nové peněžní teorie* (new monetary economics). Smithin (1994) vymezuje společné jádro tohoto směru peněžního myšlení, k němuž směřují jeho stoupenci, když argumentují, že je možné a potřebné vytvořit

„ ... deregulované a technologicky sofistikované konkurenceschopné platební systémy, které jsou bezhotovostní [cashless] v tom smyslu, že v nich chybí vnější peníze či měnová báze, a ve kterých je obíhající prostředník směny oddělen od účetní jednotky. ... Účetní jednotka hraje ve finančním systému úlohu analogickou té, kterou mají ve fyzickém světě míry a váhy, a nezastupuje jednotky rezervního aktiva, v němž jsou sliby zaplatit nakonec umořitelné. Samotných prostředníků směny však může být hodně a mohou se měnit.“ (s. 15)

Nová peněžní teorie sice rozpracovává koncept bezhotovostního platebního systému hlouběji a v širším záběru aspektů, než mohl - objektivně - Wicksell, nicméně základní idea obou, časově značně oddělených, přístupů je zjevná. S odvolávkou na McCalluma charakterizuje Smithin představu o čisté žirových peněžních soustavách zcela v souladu s Wicksellovým pojetím ryzího úvěrového systému. Jde o

„ryze účetní systém směny, v němž je jediným nutným protějškem 'reálných' transakcí určitá forma účetnictví vedeného na počítačích, která zaznamenává přesuny bohatství.“ (s.14)

V tuto chvíli je zcela nepodstatné, zda se někdy peněžní soustava takového typu stane skutečností. Užitečnost teoretického konceptu ryzího úvěrového systému spočívá v tom, že umožňuje uchopit problém emise vnitřních peněz a subjektů tohoto emisního procesu. Protože v institucionálním uspořádání čisté žirové peněžní soustavy, která se obejde bez vnějších peněz, není prostor pro centrální banku (alespoň co se týče emise oběživa, tj. konečných peněz), stávají se obchodní banky

¹⁹ Wicksell sám říká, že není zapotřebí peněz, které ztotožňuje s oběživem. Zůstatky na bankovních účtech, jejichž převodem se splácejí dluhy, za peníze nepovažuje.

nositeli veškerého procesu tvorby peněz v hospodářské soustavě²⁰. Rozpínání a smršťování objemu peněz představuje proces, který splývá s procesem úvěrovým.

Poskytnutím úvěru nad rámec dostupných volných rezerv banka vytváří dodatečnou kupní sílu vtělenou do nově emitovaných peněz. Peněžní nabídka, vymezená v užším, transakčním pojetí jako úhrn všech bankovních vkladů splatných na viděnou, tento přírůstek absorbuje, avšak nikoli nutně v okamžiku poskytnutí úvěru. To, zda zvýšení peněžní nabídky časově splývá s otevřením úvěrové facility, závisí na způsobu účtování, který je v bankách používán.

Nově poskytnutý úvěr zvyšuje peněžní nabídku bez časového zpoždění, pokud banky účtují o úvěrových operacích tak, že objem půjčených prostředků připíše současně k dobru běžného účtu klienta a k tíži jeho dlužnického účtu. Banka, která úvěr povolí, fakticky vytváří pohledávku vůči sobě samé, tzn. zvyšuje objem pasivní strany rozvažného účtu a zároveň získává pohledávku za dlužníkem, tzn. zvyšuje rovněž objem aktivní strany své bilance. V momentě provedení tohoto účetního zachycení celé úvěrové operace naroste peněžní nabídka, neboť banka vytvořením pohledávky vůči sobě samé navýší úhrn vkladů splatných a vista, které vede ve své rozvaze. Nově vytvořené úvěrové peníze vplují do oběhu, ať už postupně nebo najednou, jakmile jich příjemce úvěru použije k placení vlastních závazků, tj. když svou pohledávku za bankou poskytnuvší úvěr převede na svého věřitele. Může, ale nemusí při tomto převodu dojít k transferu pohledávky či její části mezi obchodními bankami.

O poskytnutí nového úvěru však lze účtovat i jiným způsobem, kdy banka tento úvěr sleduje a zaznamenává ve svých účetních knihách mimo rozvažný účet. K takové formě účtování vede situace, kdy banky úročí vklady na viděnou; při použití shora uvedené první metody účetního zachycení úvěrového obchodu by totiž bance vzrostly náklady, neboť by pohledávku, kterou sama vůči sobě vytvořila, musela úročit. Při účtování mimo bilanční účty vzniká tudíž časové zpoždění mezi otevřením nového úvěru a růstem peněžní nabídky. Množství peněz v hospodářské soustavě vzroste až poté, co příjemce úvěru použije půjčených prostředků k úhradě svých závazků. V ryzí žirové soustavě nemohou tyto peníze z definice skončit jinde než na běžném účtě jeho věřitelů.

Vedle naznačeného časového zpoždění působí ještě jeden moment ovlivňující dopad nového úvěru do změny peněžní nabídky. Při prvním způsobu účtování vzroste objem bankovních vkladů splatných na požádání (a tím i peněžní nabídka) přesně o velikost poskytnutého úvěru, což je dáno podvojností účetního zápisu celé operace. Při druhém způsobu účtování tomu tak nezbytně nemusí být, neboť příjemce úvěru nemusí vyčerpat celý úvěrový rámec, který mu banka otevřela. Peněžní nabídka se proto zvýší jen o tu část úvěru, která byla efektivně použita k úhradě závazků. Kvantitativní nesoulad mezi objemem nového úvěru a přírůstkem peněžní nabídky představuje pouze zajímavou poznámku bez většího významu pro analýzu

²⁰ Pro přehlednost rozboru emisní činnosti v čisté žirové soustavě ztotožníme celý systém finančního zprostředkování s bankovní soustavou. Takové omezení se ani v nejmenším nedotkne interpretace závěrů, na druhou stranu umožní velice výrazné zpřehlednění celé analýzy. Do vymezení peněžní nabídky tedy zařadíme pouze pasiva bankovních domů.

důsledků úvěrové emise. Je totiž pravděpodobné, že příjemce úvěru odhadne svou úvěrovou potřebu relativně přesně, neboť výrazné přestřelení této potřeby citelně zatíží (přes úrokové platby) jeho nákladové účty. Ziskový účel hospodařících subjektů proto bude minimalizovat úhrnný objem poskytnutého, avšak nevyužitého úvěru v bankovním systému. Kromě toho je nutné si uvědomit, že pro determinaci kupní síly peněz jsou podstatné pouze skutečně provedené spotřební a investiční transakce, při nichž se střetne nabídka s poptávkou; nevyužitý úvěr na kupní sílu peněžní jednotky nepůsobí.

Základním principem řídicím peněžní emisi v čisté žirové soustavě je tedy *decentralizace* tohoto procesu: subjektem peněžní tvorby se stávají všechny obchodní banky, které poskytují úvěr nad rámec přijatých vkladů. Žirové peníze jsou nutně úvěrovými penězi. Vnější projev decentralizace peněžní emise je absolutní *pružnost* nabídky vnitřních peněz (vymezené úhrnem vkladů na viděnou) vůči potřebám směnného společenství, tak jak se koncentrují v souhrnné funkci poptávky po penězích, či přesněji řečeno v segmentu této poptávky řízeném finančním motivem. Banky vedené čistě mikroekonomickým ziskovým účelem (a nemohou být vedeny účely jinými) poskytnou úvěr, a tím rozmnoží peněžní nabídku ať už okamžitě, anebo s časovou prodlevou vyplývající z účetních zvyklostí v bankovním systému, pokaždé, když je úvěrová poptávka konkrétního hospodařícího subjektu podložena jednak relevantním projektem skýtajícím takovou pravděpodobnost návratnosti úvěru, kterou je věřitel ochoten akceptovat, jednak určitou formou zajištění, kupř. zástavou nemovitosti.

Obchodní banky jsou samy hospodařícími subjekty, které na peníze pohlíží jako na prostředek k dosažení nejvlastnějšího cíle hospodařících subjektů v individualistické hospodářské soustavě, k převisu výnosů nad náklady a tedy k vytvoření zisku. V jejich rozhodovacích procesech není místo pro reflexi makroekonomické podstaty peněz; obchodní banky nesledují účel rovnovážného pořádku v mezihospodářských vazbách. *Proces emise peněz, probíhající v účetních knihách bankovního systému, je výslednicí ziskových, resp. užitkových úvah všech zúčastněných subjektů - výrobních, případně spotřebních hospodářství na straně jedné a bank na straně druhé - vedených čistě soukromohospodářským prospěchem*; z podstaty věci je tedy procesem endogenním.

Přechodem k širšímu agregátu peněžní nabídky, zahrnujícímu vedle vkladů na viděnou také termínovaně vázané úložky, se nepatrně modifikují úvahy o emisi peněz, nicméně závěry o decentralizaci emisního procesu, výhradně úvěrovém podkladu peněz, pružnosti peněžního oběhu a z toho všeho vyplývající endogenitě peněžní nabídky zůstávají nepozměněny. Modifikace úvah vyplývají ze složitější struktury širší nabídky peněz.

Úvěrové peníze se stávají součástí peněžní nabídky v momentě, kdy se objeví na pasivní straně rozvažného účtu agregovaného za celý bankovní sektor; do oběhu se efektivně dostávají v momentě, kdy jsou převedeny z účtu na účet. Příjemce úvěru úhradou svých závazků vůči věřitelům z obchodního styku navýší jejich běžné účty, a ti se pak musí rozhodnout o případné změně časové struktury svých nově vzniklých pohledávek za bankovním sektorem. Výrazem těchto rozhodnutí je přelévání peněz z transakční formy na běžných účtech do vázané formy na termínových účtech a *vice*

versa, neboli restrukturalizace peněžní nabídky podle kritéria časové vázanosti. Z hlediska subjektů držících peníze jde o standardní optimalizaci portfolia, odvozenou od funkce preference likvidity.

Třetí možnost, která se opět nikterak nedotýká platnosti závěrů o endogenitě peněz, je pojmání peněžní nabídky v úzkém transakčním vymezení, tvořeném pouze vklady na viděnou, v situaci, kdy bankovní sektor vykazuje dvousložkovou strukturu vkladů. V takovém případě peněžní nabídka kolísá bez ohledu na emisní aktivitu obchodních bank, pokud hospodařící subjekty provádějí posuny v časové struktuře svých portfolií. V případě širšího agregátu peněžní nabídky tedy portfoliová rozhodnutí držitelů peněz mění strukturu, nikoli však objem peněžní nabídky, v případě úzkého vymezení se tato rozhodnutí zrcadlí v rozpínání či smršťování peněžní nabídky, tj. transakční peníze změnou své časové vázanosti 'přestávají být' penězi a 'odplývají' mimo úzce vymezený peněžní agregát.

Nepoměrně důležitější než dvě naznačené modifikace jednoduchého případu, kdy banky vedou pouze běžné účty, jejichž zůstatky se ve svém úhrnu za celý bankovní sektor slévají do agregátu peněžní nabídky, se jeví úvahy o *vnitřní nestabilitě ryzí žirové soustavy*. Kupní síla, či přesněji řečeno stabilizace kupní síly žirových peněz emitovaných výlučně úvěrovou cestou na principu soukromohospodářského prospěchu, není žádným hospodařícím subjektem nahlížena jako účel jeho vlastního jednání. Změny kupní síly peněžní jednotky vždy a všude odrážejí kvantitativní nesoulad mezi agregátní poptávkou a agregátní nabídkou. Spor o příčinách tohoto nesouladu je sporem o *inflační, resp. deflační metody*²¹. Jako východisko pro zformulování teze o inherentním sklonu ryzí úvěrové soustavy k inflačnímu vývoji slouží wicksellovský koncept mezery mezi tržní a normální úrokovou mírou, spadající do kategorie peněžních metod inflace či deflace.

Použitelnost tohoto přístupu k vysvětlení pohybu úhrnné cenové hladiny kriticky odvisí od precizního vymezení pojmu normální úrokové míry. V první řadě je nutné odlišit normální úrokovou míru od přirozené úrokové míry, která byla v teorii odvozována jako úroková míra odpovídající mezní produktivitě kapitálu a míře časové preference spotřebních hospodářství v bezpeněžní hospodářské soustavě. Sám Wicksell, který dopodrobna rozpracoval teorii o vazbě mezi úrokovou mírou a kupní silou peněz, si uvědomoval problematičnost takové determinace přirozené úrokové míry. Pochyby o relevantnosti pojmu přirozené úrokové míry ho přivedly k modifikaci vlastního teoretického přístupu, a to v rozmezí několika málo let. V knize *Úrok a ceny* (1898) ještě vymezuje přirozenou úrokovou míru jako

„ ... úrokovou míru, která by byla určena nabídkou a poptávkou, pokud by nebyly používány peníze a veškeré půjčování by se dělo formou reálných kapitálových statků.“
(s.102)

V předmluvě k švédskému vydání druhého dílu knihy *Přednášky o politické ekonomii* (1907) však říká:

²¹ *Koncept inflačních a deflačních metod zavedl do národohospodářské teorie Karel Engliš. Viz. např. jeho dvousvazková Soustava národního hospodářství z roku 1938.*

„Vedle příliš vágního a abstraktního pojmu přirozené úrokové míry jsem vymezil konkrétnější pojem normální úrokové míry, tj. takové úrokové míry, při které je poptávka po novém kapitálu přesně pokryta simultánními úsporami ...“ (Cit. podle B. Ohlina v jeho úvodu k anglické reedici Wicksellovy práce *Úrok a ceny* z roku 1965; anglické vydání *Přednášek o politické ekonomii* z roku 1935 zmíněnou Wicksellovu předmluvu neobsahuje.)

Předefinováním přirozené úrokové míry do konceptu *normální úrokové míry*, tzn. odpoutáním od čistě reálného mechanismu její determinace v bezpečném prostředí, poskytl Wicksell peněžní teorii mimořádně užitečný a silný nástroj analýzy cenové dynamiky. Koncept normální úrokové míry, která jediná vyrovnává investiční výdaje s dostupným objemem úspor, a tím také agregátní poptávku s agregátní nabídkou, při nezměněné kupní síle peněžní jednotky, je plně slučitelný i s neortodoxním přístupem k makroanalýze, kdy úspory nejsou primárně funkcí úrokové míry.

Neinflační, resp. nedeflační vývoj povšechné cenové hladiny a ostatních nominálních hospodářských čísel je odrazem splynutí tržní úrokové míry s normální úrokovou mírou. Pokud se obě veličiny kvantitativně rozejdou, změní se vzájemný vztah disponibilních úspor ve formě likvidního, tj. peněžního kapitálu, avšak statkově podloženého, a poptávky po tomto kapitálu odvozené od investičních záměrů výdělečných hospodářství. Tím se zároveň naruší rovnováha mezi agregátní poptávkou a agregátní nabídkou. Od téhož okamžiku začnou v hospodářském mechanismu působit tzv. *kumulativní procesy*, které jsou při splnění určitých podmínek schopny zpětně navodit v systému rovnováhu. Stačí, pokud je splněna alespoň jedna z následujících podmínek: (i) v hospodářské soustavě působí subjekt, jehož účelem je stabilizace kupní síly peněz, a který je schopen efektivně ovlivňovat tržní úrokovou míru, nebo (ii) je část peněžní nabídky tvořena plnohodnotnými (zbožovými) penězi s přímou konkrétní užitečností, přičemž vnitřní peníze jsou umořitelné v těchto zbožových penězích. Kumulativní procesy pak vedou k uzavření mezery mezi tržní a normální úrokovou mírou. Názorové pnutí napříč spektrem peněžních teorií nevyrůstá ze sporů o podstatu kumulativních procesů *per se*, jako spíše ze sporů o to, nakolik je její výsledek - opětovné splynutí obou úrokových měr - určen pohybem tržní úrokové míry a nakolik pohybem normální úrokové míry. Problém míry relativního přizpůsobení obou úrokových měr v průběhu kumulativního procesu je identický se sporem o to, nakolik je vyrovnání úspor a investic dobrovolné a nakolik je vynucené.

Navzdory nízké úrokové citlivosti úsporové funkce lze očekávat, že i v čisté žirové soustavě nabývá normální úroková míra nenulové hodnoty, jako výraz potřeby určitého brzdícího vlivu na investiční výdaje. V tomto bodě se teoretická peněžní soustava, založená výhradně na žirových penězích, neliší od ostatních peněžních soustav. Avšak na rozdíl od těchto ostatních soustav není v ryzí úvěrové soustavě splněna žádná z podmínek, od nichž odvozují kumulativní přizpůsobovací procesy svou schopnost navodit jednotnost normální a tržní úrokové míry, a tak stabilizovat kupní sílu peněz. V systému nepůsobí centrální banka ani jiná měnová autorita, která by svými operacemi srovnala tržní úrokovou míru s normální úrokovou mírou; chybí rovněž segment vnějších plnohodnotných peněz, jejichž odplývání z bankovní soustavy odrážející znehodnocování vnitřních peněz a připlývání v situaci

všeobecného poklesu cen by dotlačilo obchodní banky k úpravám tržní úrokové míry na úroveň normální úrokové míry.

Stabilita kupní síly žirových peněz tedy závisí výlučně od procesu determinace tržní úrokové míry. Klíčový význam má v této souvislosti fakt, že bankovní soustava čelí nulovému rezervnímu omezení; jednotlivé banky nemusí v rámci svých vnitřních pravidel obezřetného podnikání udržovat žádné rezervy, neboť systém z definice neobsahuje žádné rezervní, tj. konečné peníze. Z toho vyplývá, že úvěrová potence obchodních bank není nikterak omezena, a zároveň že se bankovní sektor nepotřebuje ucházet o vklady hospodařících subjektů. Taková konstelace poměrů v bankovním systému logicky ústí do hypotézy o nulové tržní úrokové míře. Banky nemají důvod úročit svá pasiva vůči klientům, neboť je fakticky k ničemu nepotřebují. V konkurenčním prostředí se na nulovou hladinu dostane rovněž úročení úvěrů, které jsou při neexistenci rezervního omezení volným statkem²².

Nulová tržní úroková míra, nenulová normální úroková míra a kumulativní přizpůsobovací procesy okleštěné o zrovnovávající potenciál vytvářejí dohromady peněžní prostředí trvale inflačního charakteru. Není přitom podstatné, zda kupní síla peněz v čisté žirové soustavě konverguje k nule lineárně, exponenciálně či po jiné myslitelné dráze. Podstatné je, že taková konvergence představuje tendenci, která je tomuto peněžnímu uspořádání vlastní, je jeho definiční charakteristikou.

²² *Své zisky si banky zajistí kupř. zpoplatněním všech služeb, souvisejících s vedením vkladových účtů a operacemi platebního styku.*

IV. PROCES TVORBY PENĚŽNÍ NABÍDKY

Peněžní nabídka v soustavě zahrnující rozvinutý systém finančního zprostředkování sestává ze dvou základních segmentů: z agregátu vnějších, tj. konečných peněz a z úhrnu vnitřních peněz. Předchozí kapitola byla věnována zkoumání emisního procesu a jeho důsledků, a to odděleně pro každý segment peněžní nabídky zvlášť. V realitě rozvinutých peněžních soustav je však proces tvorby úhrnné nabídky peněz výslednicí souběžných, navzájem provázaných a ovlivňujících se emisních procesů v rámci obou jejich podmnožin. Uspořádání peněžního oběhu v sobě kombinuje prvky ryzího hotovostního systému a ryzího úvěrového systému.

Agregát vnitřních peněz svým objemem citelně převyšuje měnovou bázi, a to i ve svém nejužším praktickém vymezení, kdy zahrnuje pouze bankovní vklady splatné na požádání. Míra tohoto kvantitativního nepoměru roste s rozšiřováním okruhu bankovních pasiv vřazovaných do kategorie vnitřních peněz. Odpovídajícím způsobem pak samozřejmě zvyšuje svou číselnou hodnotu příslušný peněžní multiplikátor, který v tradičním přístupu peněžní teorie 'objektivně' provazuje ten který úhrn vnitřních peněz se základnou konečných, vnějších peněz, na nichž úvěrově-peněžní konstrukce stojí. Výstupem analýzy se stává pojetí peněžního oběhu schematizovaného symbolem převrácené pyramidy: na základně tvořené mocnými penězi (a tvořící nejužší možné vymezení peněžní nabídky) postupným nabalováním vybraných pasiv finančních zprostředkovatelů nabývá agregát vnitřních peněz na objemu a spolu s měnovou bází vytváří národní peněžní nabídku.

Stejně jako v abstraktním modelu ryzí úvěrové soustavy není pro analýzu chování vnitřních peněz svázaných přes peněžní multiplikátor s penězi konečnými podstatné, jak široké vymezení tohoto agregátu zvolíme. Neboť principy, jimiž se řídí jejich dynamika, jsou stejné pro jakékoli relevantní vymezení vnitřních peněz: jsou vždy spojeny s nárokem na konečné peníze a jejich základ má vždy dluhový charakter. Obě definiční charakteristiky spojuje jednoznačná komplementarita. Rozlišovat mezi jednotlivými agregáty vnitřních peněz (a potažmo mezi odpovídajícími úhrny různých 'M') považuje za nutné a důležité až teoretická koncepce, která hledá to vymezení peněžní nabídky, které nejlépe, tzn. nejpřesněji a nejspolehlivěji, vysvětluje svou dynamikou vývoj vybraných a přísně sledovaných hospodářských čísel, zejména nominálního HDP a inflace.

1. Evoluce peněžních soustav

Schopnost institucí finančního zprostředkování emitovat vnitřní peníze je podmíněna formou peněžní soustavy, ve které operují. V soustavě čisté kovové měny, kdy obíhaly buď výhradně kovové mince, anebo bankovky coby stvrzenky o uložení zlata, sice existovala určitá forma quasi vnitřních peněz, avšak pouze čistě formálně a v náznamech, neboť jejich úplné kovové krytí bránilo jakékoli autonomní, úvěrově podložené emisní aktivitě bankovních zprostředkovatelů. Náhradní bankovky, tj. bankovky pouze zastupující z různých technických příčin kovové oběživo, ze své podstaty nemohou být úplnými vnitřními penězi, byť by představovaly nárok na konečné peníze v kovové formě, neboť jim chybí úvěrový podklad. Emise peněz v takové soustavě byla v celé své úplnosti predeterminována

zvýšením zásoby měnového kovu, jiná možnost zmnožení peněžního oběhu neexistovala. Peníze byly ryze exogenní proměnnou, a to bez ohledu na centralizaci či decentralizaci emisní aktivity.

V soustavě kovové měny, avšak při neúplném krytí bankovek kovem, bez institutu zákonného platidla a při neexistenci žirových peněz sestávaly vnitřní peníze z bankovek jednotlivých bankovních domů. Objektivním korektivem emisní aktivity každé banky byla zásoba měnového kovu, vůči níž banka kvantitativně vymezovala svou úvěrovou potenci. Kvóta zlaté úhrady vyplývala buď ze zvyklostí a uzancí obecně platných a uznávaných v bankovním podnikání, nebo byla dána z moci státu úředním předpisem.

Vznikem institutu emisního monopolu a jeho soustředěním v rukou státu, většinou centrální banky, pozbyly obchodní banky možnosti vydávat vlastní bankovky. Vnitřní peníze však zůstaly součástí peněžní soustavy, pokud bankovky centrální banky v sobě nesly nárok na měnový kov a neměly tedy nucený kurs. Dlužno poznamenat, že centralizace peněžní emise nepůsobila proti klíčovému prvku peněžní politiky, kterým byl požadavek pružného oběživa. Dostatečná pružnost peněžního oběhu vůči potřebám směnného společenství byla jedním z mezicílů či meziúčelů sledovaných centrální bankou při naplňování účelu rovnovážného pořádku v mezihospodářských vazbách. Při pozornějším zamyšlení nad konceptem pružného oběživa nelze než dospět k závěru, že alespoň částečně splývá s konceptem endogenity peněz.

Centrální bankéři období zlatého standardu kladli důraz na zpružnění peněžní nabídky; usilovali o peněžní oběh, který by nestabilněji a nejplynuleji vyhovoval potřebám individualistické hospodářské soustavy. Strnulost ryzí kovové soustavy měl překonat emisní mechanismus založený na principu řádného obchodního krytí. Rozhodující úlohu sehrál v tomto mechanismu institut obchodní směňky, jejímž reeskontem zmnožovala centrální banka peněžní oběh pouze po linii dodatečného oběživa vůči němuž stojí reálná hodnota prodaného statku, nikoli však po linii uměle vytvořeného kapitálu či kupní síly. Institut kovového krytí pak nominálně 'ukotvoval' hospodářská čísla a představoval prostředek k dosažení účelu stability kupní síly peněz a vytvoření stabilního prostředí pro rozhodování a jednání hospodařících subjektů.

Evoluce žirových peněz výrazně poznamenala pohled peněžní teorie na problematiku subjektů peněžní emise. Debata na toto téma vyvrcholila v meziválečném období. Její jádro, platné a relevantní i pro dnešní spory o endogenitu či exogenitu peněz, shrnuje Král (1936):

„Subjekt peněžní tvorby byl nesporný u peněz statkových a u takových peněz úvěrových, které byly tvořeny cedulovou bankou nebo veřejnou pokladnou ... Také instituce žira byla pochopena správně, jak ukazuje způsob úvah o 'oběhu v širším smyslu'. Za to dlouho nebylo jednoty o tom, mohou-li býti subjektem kreace peněz obchodní banky. Šlo o to, mohou-li banky půjčovati jen co jim vkladatelé svěří, či mohou-li jíti nad objem úsporných a jiných vkladů. Jinými slovy, jsou-li jen zprostředkovateli úvěru mezi majiteli kapitálu a poptavači po něm, při čemž nemohou dáti půjčkou více než samy výpůjčkou si opatřily ... či jde-li funkce jejich dále, *mohou-li určovati množství bankovního úvěru bez ohledu na prostředky jim vkladateli svěřené a jsou-li v tom vůbec neomezeny nebo musí-li dbáti určitých zákonů.*“ (s. 105, proložení upraveno)

V citátu zmíněné úvahy o ‘oběhu v širším smyslu’ jsou zjevným předobrazem pozdějších diskusí o vymezení peněžní nabídky.

2. Rezervně-multiplikační model peněžní tvorby

Tradiční model peněžní kreace, se kterým pracuje standardní ekonomie hlavního proudu včetně monetarismu, vychází z určité představy o funkčním vztahu mezi měnovou bází, tj. konečnými či vnějšími penězi, a peněžní nabídkou v různě širokém vymezení. Prostá účetní identita spojující veličiny měnové báze a peněžní nabídky prostřednictvím třetího členu, který je z definice podílem obou peněžně-kvantitativních proměnných, musí vždy platit. Algebraický vztah $M = M/B * B$ se přetváří na teorii peněžní nabídky až přijetím určitých předpokladů o jeho jednotlivých členech. Tyto předpoklady následně postulují funkční vazbu $M = f(MB)$: měnová báze se stává nezávisle proměnnou determinující nabídku peněz coby závisle proměnnou. Mechaniku funkční determinace peněžní nabídky vůči měnové bázi popisuje teorie pomocí konceptu *peněžního multiplikátoru*. Jeho číselná hodnota se odvozuje od (i) poptávky nebankovních subjektů po hotovosti v relaci k jejich poptávce po bankovních vkladech a (ii) od poptávky bankovního systému po primárních rezervách v relaci k úhrnu bankovních depozit. Aby se takto vymezený multiplikátor stal užitečným nástrojem pro vysvětlení dynamiky peněžní nabídky, musí se obě poměrová čísla chovat stabilně či alespoň předvídatelně v jakýchkoli podmínkách. Obecně totiž platí, že

„[p]okud relativní čísla zůstávají stabilní a předvídatelná při *všech* stavech světa, pak, pokud znáte hodnotu malé proměnné, dokážete s vysokým stupněm jistoty předpovědět, jaká bude hodnota velké proměnné. V tomto smyslu, a pouze v tomto smyslu, je možné říci, že kolísání malé proměnné (např. báze vysoce účinných peněz) vysvětluje výkyvy velké proměnné (např. peněžní zásoby).“ (Goodhart, 1989, s.134-135)

Standardní peněžní teorie obhájí stabilitu obou poměrových čísel na základě teoretického rozboru faktorů, kterými jsou tato poměrová čísla řízena a určena, a empirických analýz stvrzujících platnost tezí o jejich stabilitě či předvídatelnosti.

Poměr poptávky nebankovních subjektů po hotovosti k poptávce po depozitech bankovního sektoru je výslednicí spolupůsobení tří odlišných faktorů. Prvním faktorem je stav důvěry v bankovní soustavu a v její schopnost nepřetržitě umořovat své závazky v konečných penězích, tj. v hotovostní formě. Z hlediska nebankovních subjektů představuje poměr držby hotovosti vůči držbě bankovních vkladů portfoliovou volbu mezi konečnými penězi a vnitřními penězi, které se jako konečné peníze chovají (zůstatky na běžných účtech) anebo je lze na konečné peníze převést (termínově vázané zůstatky). Vnitřní peníze jsou na rozdíl od vnějších peněz ze své podstaty zatíženy úvěrovým rizikem, neboť ztělesňují úvěrový vztah mezi bankou v dlužnické pozici a nebankovním subjektem v pozici věřitelské. Na poměru hotovosti vůči depozitům se musí nutně projevit hromadné přeskupování portfolií finančních aktiv v držení nebankovních subjektů vyvolané hromadným útekem k likviditě, tj. ke konečným, vnějším penězům. V peněžní soustavě založené na plnohodnotném standardu usilovaly hospodařící subjekty o převod svých pohledávek na konečné peníze, v soustavě neplnohodnotné papírové měny může útek k likviditě plynule přejít do útěku od domácích konečných peněz k cizím měnám anebo k reálným

aktivům, pokud národní peněžní jednotku zachvátí vysoké inflační znehodnocování. Stabilita poměrového čísla, které popisuje portfoliovou rovnováhu nebankovních subjektů, se tedy odvozuje od důvěryhodnosti bankovní soustavy. Stát usiluje o podepření této důvěryhodnosti ustavením institutu věřitele poslední instance, jehož nositelem je centrální banka, a institutu bankovní regulace a dohledu, na jehož výkonu se v některých zemích vedle centrální banky spoluúčastní také vládní úřady²³. Rozhodující tíhu stabilizace bankovního sektoru však nese centrální banka, která tím naplňuje mikroekonomický účel své existence.

Druhým faktorem, či spíše skupinou faktorů, které ovlivňují vývoj poměrového čísla mezi držbou hotovosti a držbou bankovních vkladů, jsou faktory institucionální povahy. Rozšiřování bezhotovostního platebního styku zmenšuje poptávku po hotovosti relativně vůči poptávce po zůstatcích na žirových účtech. Rostoucí konkurence ze strany nebankovních finančních zprostředkovatelů působí naopak na zvyšování tohoto poměrového čísla, neboť se při nezměněné poptávce po hotovosti mění struktura portfolia hospodařících subjektů ve prospěch alternativních finančních aktiv. Tato úvaha je platná spíše pro široké vymezení peněžní nabídky zahrnující vázané bankovní vklady s vysokým stupněm zaměnitelnosti za jiné závazky ve finanční struktuře hospodářské soustavy. Výsadní postavení obchodních bank v procesu provádění bezhotovostního platebního styku působí ke stabilizaci poměru mezi hotovostí a zůstatky na žirových účtech, nikoli však zůstatky na účtech časově vázaných. Nevyřešeným problémem peněžní politiky orientované na strategii cílování peněžních agregátů pochopitelně zůstává 'trade-off' při vymezování peněžní nabídky: čím širší definice peněz na bázi bankovních vkladů, tím méně spolehlivý předpoklad o stabilitě poptávky po hotovosti vůči poptávce po bankovních depozitech zahrnutých do peněžního agregátu.

Třetím faktorem je úroková citlivost diskutovaného poměrového čísla; opět se dostáváme k otázce hledání portfoliové rovnováhy nebankovních subjektů při změně parametrů, které určují strukturu jejich poptávky po finančních aktivech. Vyšší úrokovou citlivost lze předpokládat u poptávky po pasivech bankovního sektoru, která se váží k úsporám, tj. po depozitech časově vázaných. K těmto bankovním vkladům existuje v rozvinuté finanční struktuře řada substitutů. Nižší až zanedbatelnou úrokovou citlivost budou zřejmě vykazovat zůstatky na účtech platebního styku, jejichž držba je motivována transakčně. V prostředí rostoucích úrokových sazeb lze očekávat větší ochotu hospodařících subjektů ke strukturálním posunům jejich portfolia od likvidnějších pozic k pozicím méně likvidním, neboť rostou náklady na udržování neúročené hotovosti a nízko úročených zůstatků na žirových účtech. Tyto portfoliové posuny se promítnou do úrokové citlivosti multiplikátoru široké peněžní nabídky pouze za předpokladu, že nevedou k 'únikům' bankovních peněz do pasiv nebankovních.

Neméně důležitým poměrovým číslem, od jehož stability či predikovatelnosti odvisí stabilita či predikovatelnost peněžního multiplikátoru, je vztah mezi poptávkou bankovních zprostředkovatelů po primárních rezervách ve formě

²³ *Výkladu různých forem institucionálního uspořádání celého systému bankovní regulace a dohledu se podrobněji věnuje např. Revenda (1995b).*

konečných peněz a poptávkou nebankovních subjektů po bankovních vkladech. Významným faktorem, který určuje vývoj tohoto poměrového čísla, jsou parametry pravděpodobnostního rozdělení výběru vkladů. Platí zde obdobné úvahy jako při diskusi o stabilitě poměru mezi hotovostí a bankovními vklady v portfoliu nebankovních subjektů: období silného rozkolísání důvěry v bankovní systém nutí banky velice operativně restrukturalizovat aktivní stranu účetní rozvahy posilováním objemu primárních rezerv. Jedině tak mohou banky čelit hrozbě vlastní imobility při větším náporu vkladatelů požadujících umoření svých pohledávek v konečných penězích. Pokud je bankovní soustava institucionálně vybavena k prevenci rozsáhlejší finanční krize, pak parametry zmíněného pravděpodobnostního rozdělení zůstávají poměrně stabilní a netlačí na změnu rezervního poměru, kterého se banky drží v rámci pravidel obezřetného podnikání. V řadě národních bankovních systémů jsou zabudovány pevné, státní mocí nadekretované rezervní poměry, které mají sloužit jako pojistka proti neúměrnému podstupování rizika imobility ze strany bankovních zprostředkovatelů ve vzestupné, optimistické fázi konjunkturního cyklu. Institut těchto povinných minimálních rezerv zároveň představuje implicitní pojištění vkladů, a tím příznivě ovlivňuje hodnocení bonity pohledávek nebankovních subjektů za bankovní soustavou. V neposlední řadě využívá povinných minimálních rezerv peněžní politika jako teoreticky účinného nástroje k omezení procesu multiplikačního vytváření depozit.

Druhým faktorem řídícím dynamiku rezervního poměru je ziskový účel bankovního podnikání. Udržování primárních rezerv ve formě pohledávky za centrální bankou dopadá na toky výnosů, které obchodní banky vytvářejí svými obchodními aktivitami na aktivní straně rozvažného účtu. Banky musejí navzájem sladit výnosový motiv s potřebou obezřetného podnikání; úrokové pohyby nepochybně ovlivňují hledání křehké rovnováhy mezi oběma protichůdnými motivy. Do analýzy multiplikátoru opět vstupuje úroková citlivost, tentokrát citlivost volných či dobrovolných primárních rezerv bankovní soustavy vůči pohybům jak ve struktuře, tak v absolutní hladině spektra úrokových sazeb. Úrokový diferenciál mezi dobrovolnými rezervami a alternativními finančními aktivy determinuje poptávku obchodních bank po zůstatcích nad rámec povinných minimálních rezerv na rezervních účtech vedených u centrální banky. Úroková citlivost volných rezerv do značné míry závisí na zvyklostech v národní bankovní soustavě. Nulové úročení volných rezerv povede k vyšší úrokové citlivosti, úročení kupř. na hladině diskontu bude zřejmě spojeno s poněkud nižší citlivostí. V obou případech nicméně růst diferenciálu mezi výnosností alternativního použití volných rezerv a výnosností dosahovanou na účtě u centrální banky přinese změnu parametrů, jimiž se řídí rozhodování bank o struktuře vlastního portfolia. Při nezměněném subjektivním pravděpodobnostním rozdělení výběru vkladů proto banky použijí část svých volných zdrojů z primárních rezerv k nákupu výnosnějších finančních aktiv.

Vývoj tržních i oficiálních sazeb však působí na rozhodování o optimální výši volných rezerv také v opačném směru, neboť banky vyhodnocují výnosové toky v úzkém sepětí s toky nákladovými. Důležitým kritériem jejich rozhodování jsou proto náklady potenciálního refinancování v situaci, kdy se dostanou do nelikvidní pozice. Vedle zjevných, účetně podchytitelných nákladových položek na refinanční úvěry, popř. jiné zdroje likvidity čelí banky rovněž skrytým nákladům, které souvisejí se

zvýšeným zájmem dohlížecích autorit o chronické poptávané diskontní úvěry centrální banky. Obě skupiny nákladů imobility spojuje nicméně jejich potenciálnost, zatímco zvýšení výnosnosti aktiv při vhodném přeskupení portfolia je realizované. Proto lze očekávat nepřímou úměru mezi vývojem úrokových sazeb a poptávkou obchodních bank po volných rezervách.

Shrnutím všech argumentů dospívá teoretická analýza peněžního multiplikátoru pro určité, konkrétní vymezení peněžní nabídky k těmto závěrům: (i) číselná hodnota multiplikátoru může (ale nemusí) být stabilní pouze za předpokladu, že se bankovní soustava úspěšně vyhýbá rozsáhlým krizím důvěry; (ii) evoluce finančního sektoru v delším období nebo rychlé změny institucí ovlivňují velikost multiplikátoru (nehledě na to, že podlamují spolehlivost praktického vymezení peněžní nabídky); (iii) existuje určitá citlivost multiplikátoru na vývoj úrokové hladiny. Tato úroková citlivost je určena společným, stejnosměrným působením úroku na složení portfolia nebankovních subjektů a na poptávku obchodních bank po volných rezervách. Růst úrokové hladiny zvyšuje hodnotu multiplikátoru, neboť rostoucí náklady ušlé příležitosti tlačí hospodařící subjekty včetně bank k portfoliovým přesunům od neúročené hotovosti a neúročených, popř. nízkou úročených volných primárních rezerv k alternativním aktivům přinášejícím tržní výnos. Proces portfoliového přizpůsobení bývá označován jako *ekonomizace hotovostních zůstatků*. Centrální banka orientovaná na řízení peněžních agregátů musí vzít do úvahy kvantitativní význam tohoto procesu při rozhodování o přechodu k restriktivnější peněžní politice. Ekonomizace hotovostních zůstatků částečně brzdí úsilí centrální banky snížit tempo růstu peněžní nabídky, její vliv je však pochopitelně omezený, neboť banky pracují s určitou minimální výší rezerv a nebankovní subjekty formují určitou část své poptávky po hotovosti nezávisle na úrokových sazbách.

Úroková citlivost peněžního multiplikátoru znamená existenci určitých prvků endogenity peněžní nabídky, protože připouští určitou nezávislost bankovních subjektů peněžní tvorby na záměrech a krocích centrální banky. Peněžní nabídku nevytváří výhradně centrální banka vedená makroekonomickým účelem, nýbrž také bankovní zprostředkovatelé vedení soukromohospodářským ziskovým principem. Nicméně standardní teorie vychází z tichého předpokladu, že úrokově podložená endogenita peněžní nabídky nepředstavuje příliš významný fenomén, a že navíc lze šablony chování bankovních zprostředkovatelů poměrně spolehlivě odhadnout. Teoretický závěr o stabilitě či předvídatelnosti peněžního multiplikátoru podpořily rozsáhlé empirické studie peněžní soustavy Spojených států A. Schwartzové a M. Friedmana a P. Cagana.

Tradiční učebnicový výklad se opírá výlučně o rezervně-multiplikační pojetí procesu vytváření peněžní nabídky. Časové a příčinná následnost vychází od změny měnové báze v peněžní soustavě, resp. změny volných rezerv v portfoliu obchodních bank a ústí do změn peněžní nabídky:

„Změny měnové báze jsou nutnou podmínkou pro trvale vysoký nebo podstatně urychlený peněžní růst ve většině zemí po většinu času. Podstatné změny měnové báze jsou často také postačující podmínkou pro odpovídající změny peněžní nabídky.“
(Brunner, 1991, s.655)

Růst volných rezerv v soustavě bankovních zprostředkovatelů nepochybně vyvolá přizpůsobovací procesy směřující k obnovení jejich portfoliové rovnováhy. Strukturální přeskupování se ovšem týká pouze určitého výseku celkového portfolia, nikoli celého úhrnu finančních aktiv²⁴. Přímá vazba mezi objemem volných rezerv a akvizicemi nových finančních aktiv existuje pouze tehdy, kdy banky za nákup těchto aktiv platí převodem své pohledávky za centrální bankou. Uskutečnění obchodu se projeví výhradně na straně aktiv rozvažného účtu při nezměněné bilanční sumě. Většina akvizic nových finančních aktiv reálně financovaných poklesem volných rezerv probíhá mezi bankovními domy navzájem (obchody s cennými papíry, úvěry mezibankovního trhu, devizové obchody). V případě nákupu finančního aktiva od nebankovního subjektu dojde k poklesu volných rezerv pouze v případě, že tento subjekt není klientem konkrétní banky, která od něj finanční aktivum nakoupila. Pokud jde o převod finančního aktiva mezi bankou a jejím klientem, pak volné rezervy zůstávají nedotčeny, neboť banka financuje akvizici připsáním její hodnoty k dobru vkladového účtu svého klienta. Rezervy v absolutním objemu nepoklesnou, avšak zvýší se bilanční úhrn banky a část volných rezerv se stane rezervami povinnými. Je naprosto zjevné, že *poskytnutí úvěru není akvizicí finančního aktiva financovanou přímým poklesem volných rezerv*.

Vnitřní logika rezervně-multiplikačního pojetí peněžní tvorby je zcela korektní, neboť banky sledující svrchovaný soukromohospodářský účel ziskovosti nemohou nereagovat na narušení své portfoliové rovnováhy. Tento mechanismus vytváření peněžní nabídky nezávisí na tom, zda se objem volných rezerv mění na základě autonomního rozhodnutí centrální banky anebo na základě rozhodnutí vynuceného. Autonomní rozhodování se týká některých operací na volném trhu, zatímco vynucené rozhodování souvisí s politikou pevného měnového kursu při devizových intervencích proti zhodnocení domácí měny, popřípadě s politikou dlouhodobé stabilizace úrokové hladiny. Za vynucené můžeme považovat také rozhodování o poskytnutí nouzových úvěrů na podepření mobility bankovní soustavy.

Proces obnovování portfoliové rovnováhy bankovního sektoru však *nelze* vysvětlovat a popisovat tak, že obchodní banky rozpůjčí nadbytečné volné rezervy. Tato přímá kauzální vazba mezi rezervami a úvěrovým saldem ve zmíněném procesu chybí; poskytnutí úvěru znamená, že banka vytváří sama vůči sobě pohledávku ve prospěch příjemce úvěru, v žádném případě však na něj nepřevádí vlastní pohledávky za centrální bankou, tj. primární rezervy. Svě nově nabyté volné rezervy umístí obchodní banky na trhu mezibankovních úvěrů nebo na trhu dluhových instrumentů, aby eliminovaly výsun z portfoliové rovnováhy. Přírozeným doprovodným jevem této alokace volných rezerv je růst nabízených cen na trhu dluhopisů a pokles požadovaného výnosu z mezibankovních úvěrů: prosadí se tendence k poklesu tržní úrokové míry spojená s větší ochotou držovat nenulové zůstatky na účtech volných rezerv.

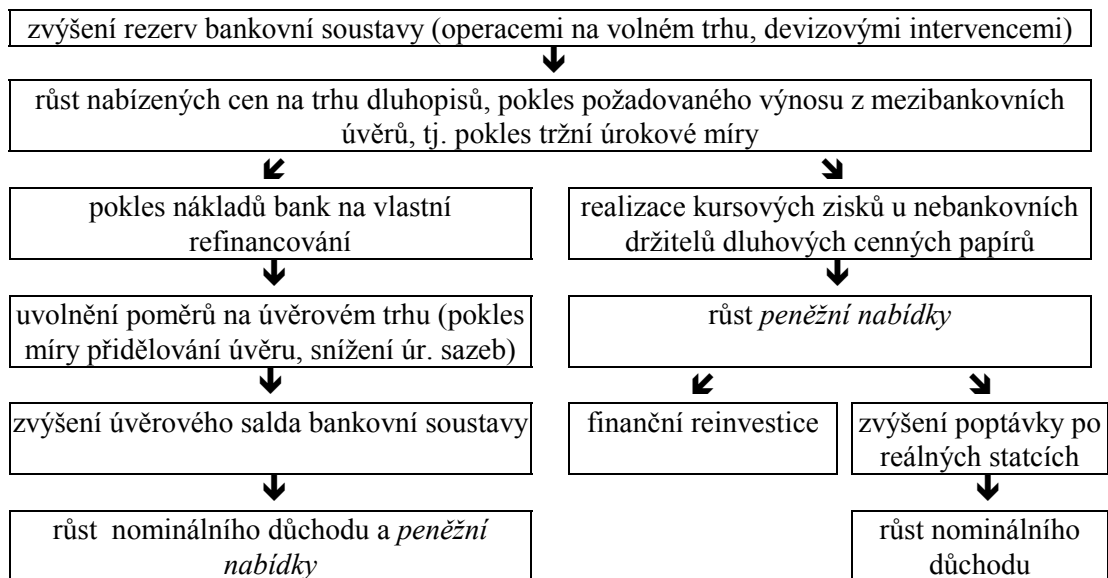
Tento úrokový vývoj na konkurenčním mezibankovním trhu s sebou nese dva významné důsledky, které mohou ovlivnit dění na úvěrovém trhu, kde se setkává poptávka výdělečných hospodářství po dodatečné kupní síle s ochotou obchodních

²⁴ Záměrně ponecháváme stranou nefinanční aktiva.

bank tuto poptávku vykryt. Za prvé vzrostou ceny dluhových instrumentů v sekundárních rezervách bankovního sektoru a banky tak dosáhnou kursových zisků, ať už realizovaných nebo nerealizovaných, z nákupů těchto dluhopisů v předchozím období. Za druhé poklesnou náklady refinancování obchodních bank, stejně jako náklady případné imobility. Kombinace těchto dvou momentů vytváří předpoklady pro pokles administrativně stanovených nebo tržně navázaných sazeb na trhu úvěrů a pro souběžný pokles míry tzv. *přidělování úvěru* (credit rationing). Obchodní banky pak pokryjí dodatečnou poptávku po úvěru, která může vzniknout ze snížení sazeb anebo může být neuspokojenou poptávkou z předchozího období charakterizovaného vyšším stupněm necenového přidělování úvěru. Bez ohledu na kořeny nově uspokojené poptávky vzroste objem bankovních vkladů v určitém poměru k nově poskytnutým úvěrům a část volných rezerv přejde do rezerv povinných.

Volné rezervy tedy jsou nositelem úvěrového potenciálu, nicméně naznačené řetězce souvislostí mezi jejich vývojem a změnou dynamiky peněžní nabídky zahrnují více proměnných a faktorů, které oslabují jednoznačnost a přímočarost standardního výkladu rezervně-multiplikační tvorby peněžní nabídky. Centrální banky musí do svých přenosových mechanismů zabudovat především koncept úvěrového přidělování, což v první řadě znamená, že vývoj úrokových sazeb na trhu úvěrů nelze vnímat jako indikátor napjatosti ve vztazích mezi poptávkou po úvěru a nabídkou dodatečné kupní síly. Je-li úvěrový trh charakterizován trvalým převisem poptávky po dodatečné kupní síle, který banky neusilují eliminovat zvýšením tržní 'ceny', pak sledování úrokových sazeb z úvěrů povede s velkou pravděpodobností k mylným či nepřesným závěrům o dopadech peněžně-politických opatření.

Obr.1 Schematické fungování rezervně-multiplikačního procesu peněžní tvorby



Na změnu tržní úrokové míry pravděpodobně zareagují také nebankovní držitelé obchodovatelného dluhu, kteří se mohou rozhodnout pro realizaci kursových zisků. Pokud odprodají dluhové cenné papíry bankovním zprostředkovatelům, vzroste objem bankovních vkladů; pokud se dluhopisy přesunou mezi portfolii nebankovních

subjektů, peněžní nabídka se nezmění. Uvažujeme-li první případ, kdy vzroste peněžní nabídka, pak existují dvě varianty dalšího vývoje, dvě možnosti, jak nebankovní subjekty s likvidními zdroji naloží. První možnost představuje navazující portfoliové přeskupení, při kterém je likvidita z předchozího prodeje dluhopisů umístěna do nových finančních aktiv; toto přeskupení je reinvesticí úspor bez dopadu na změnu poptávky po reálných statcích. Druhou možností je přesun těchto likvidních zdrojů, pokud jsou ve vlastnictví spotřebních hospodářství, od úspor ke spotřebě, pochopitelně za předpokladu nenulové úrokové citlivosti spotřební funkce, nebo, což je pravděpodobnější, přesun k investicím výdělečných hospodářství do kapitálových aktiv a tedy do rozšíření jejich produkční aktivity.

3. Bankovní-úvěrový model peněžní tvorby

V tomto modelu peněžní kreace představuje řídicí proměnnou úhrn bankovních, tj. vnitřních peněz, na kterém funkčně závisí velikost měnové báze. Účetní identita o vztahu nabídky bankovních peněz, vnějších peněz a multiplikátoru popisuje alternativní pohled na tvorbu peněžní nabídky: přijetím tohoto alternativního pohledu se peněžní multiplikátor stává *peněžním dělitelem*; formálně lze tento moment zapsat funkčním vztahem $MB=g(M)$. Tvorba bankovních peněz je determinována primárně poptávkou nebankovních subjektů po úvěru, tedy po penězích ve funkci prostředku k umoření dluhu. Rozhodování bankovních zprostředkovatelů o poskytnutí úvěru představuje proces, ve kterém úvěrový analytik hodnotí kvalitu předloženého projektu z hlediska návratnosti a zajištění. Pokud úvěrový projekt splňuje hodnotící kritéria, kterými se analýza řídí, pak banka úvěr poskytne. Převážná část úvěru se rozptýlí v bankovní soustavě ve formě zůstatků na účtech těch subjektů, vůči kterým příjemce úvěru uhradil své závazky; menší část 'unikne' do hotovostní formy. *Úvěr* tedy *vytváří depozita*, a teprve v tomto momentě vstupuje do úvah rezervní omezení bankovních zprostředkovatelů, kterým vzrostly zůstatky na vkladových účtech klientů.

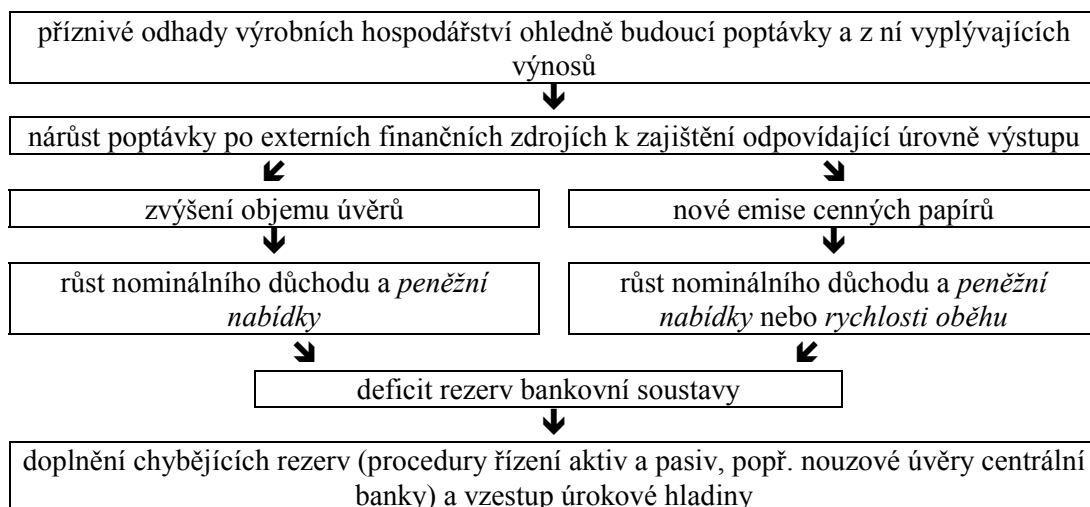
Poskytnutí bezhotovostního úvěru banka neváže na stav svých primárních rezerv, neboť tyto rezervy musí udržovat na přiměřené výši v poměru ke svým depozitům, nikoli v poměru k úvěrovým obchodům. Nárůst úvěrového salda, který odráží rychlejší dynamiku nových úvěrů vůči pomalejší dynamice splácení úvěrů starých, se s určitým zpožděním projeví v poklesu rezervního krytí úvěrující banky tak, jak příjemci nových úvěrů použijí půjčených prostředků k úhradě svých obchodních závazků. Pokud vede část jejich obchodních partnerů účet u stejné banky, pak této bance rostou depozita a při nezměněných rezervách klesá rezervní poměr. Pokud mají obchodní partneři příjemců úvěrů účty u jiných bank, pak úvěrující banka zaznamená pokles rezerv při nezměněných depozitech; opět tedy poklesne rezervní poměr. Zcela klíčové je pro argumentaci o endogenitě peněžní nabídky časové řazení jednotlivých kroků: pokles rezervního poměru nastává až poté, co příjemci úvěrů vypíší šeky nebo příkazy k úhradě proti svému úvěrovému limitu a ve prospěch svých obchodních partnerů, či ještě přesněji až poté, co jsou tyto šeky a příkazy k úhradě zúčtovány. Případný *rezervní deficit vzniká v důsledku nárůstu úvěrového salda*.

Existuje několik způsobů, jimiž se banky vymaňují z rezervního omezení. Nedostatek rezerv ke krytí bankovních vkladů vede bezprostředně k růstu úrokových

sazeb na mezibankovním trhu: rezervně deficitní banky nabízí vyšší sazby za poskytnutí volných rezerv od bank přebytkových. Tento proces se pochopitelně zastaví v okamžiku, kdy deficitní banky zcela 'vysají' souhrnné volné rezervy bankovního systému. Deficitní banky se mohou následně obrátit směrem k nebankovním subjektům a zvýšením vkladových sazeb působit na strukturální posuny jejich portfolia od hotovosti k bankovním depozitům a/nebo od alternativních finančních aktiv k bankovním depozitům. V hospodářské soustavě s liberalizovanými kapitálovými toky vůči okolním soustavám lze získat dodatečné rezervy přijetím zahraničního úvěru nebo zahraničním umístěním emise dluhopisů. Vedle přemostění rezervního deficitu prostřednictvím operací na pasivní straně rozvažného účtu se mohou banky uchýlit také na stranu aktiv a prodejem finančních instrumentů zařazených do sekundárních rezerv doplnit potřebné primární rezervy. Všechny naznačené postupy, kterými obchodní banky čelí nedostatku primárních rezerv, spadají pod hlavičku tzv. *řízení aktiv a pasiv* (assets-liabilities management). Neustálé zlepšování a prohlubování těchto operačních procedur postupně osvobozuje obchodní banky ze závislosti na diskontních úvěrech centrální banky coby jediném zdroji dodatečných rezerv.

Krátkodobě však hraje centrální banka důležitou úlohu, neboť mobilizace zdrojů nebankovních subjektů a zdrojů zahraničních zabírá určitý časový interval. Nedostatek rezerv centrální banka vykryje poskytnutím vlastních diskontních či refinančních úvěrů, byť za penalizační úrokovou sazbu. Při neúměrně častém rezervním deficitu navíc konkrétní banka riskuje zvýšený zájem centrální banky o své hospodaření a v krajním případě i uvalení nucené správy. Podstatné však je, že centrální banka nemůže odmítnout poskytnutí diskontního nouzového úvěru, pokud celému systému hrozí likviditní krize; stabilita bankovního sektoru představuje mikroekonomický účel existence centrální banky. Na rozdíl od peněžní soustavy založené na standardu plnohodnotných vnějších peněz jsou dodatečné rezervy bankovního systému v soustavě neplnohodnotného standardu vždy dostupné, ovšem za různě vysokou cenu. *Peněžní kreaci proto řídí poměr mezi mezní výnosností poskytovaných úvěrů a mezními náklady na dodatečné refinancování úvěrujících bank*, nikoli měnová báze. Pohyby měnové báze odrážejí kolísání úvěrové aktivity bankovního sektoru: endogenita vnitřních peněz se přenáší na peníze vnější.

Obr.2 Schematické fungování bankovní-úvěrového procesu peněžní tvorby



Změny peněžní nabídky jsou v bankovní-úvěrovém procesu *projevem* realizace očekávaných ziskových záměrů výdělečných hospodářství, nikoli *podnětem* k této realizaci. Úvěr se totiž do agregátu peněžní nabídky přelije až poté, co jeho příjemce uhradí své závazky z mezihospodářského styku. Tyto úhrady jsou důchodovými toky, neboť financují nákup služeb výrobních faktorů; peněžní nabídka roste *pari passu* s růstem národního důchodu. Bankovní-úvěrový mechanismus peněžní tvorby je proto plně slučitelný s empiricky pozorovanou souběžností ve vývoji národního důchodu, peněžní nabídky a nabídky konečných peněz. Příčinná vazba však *a priori* míří opačným směrem, než v tradiční koncepci peněz coby zdroje kolísání důchodu.

4. Tvorba peněz a chování peněžní nabídky

Vytváření peněžní nabídky představuje plynulý proces, ve kterém se prolínají oba uvedené modely peněžní tvorby. Protože banky sledují všeobecný výnosový účel vlastního jednání, a protože operační postupy řízení aktiv a pasiv *de facto* odstraňují rezervní omezení, je oprávněné považovat bankovní úvěrový model peněžní kreace za metodu řídicí dynamiku peněžní nabídky. Rozhodujícími proměnnými se stávají výnosnost úvěrových obchodů a nákladovost jejich refinancování. Snaha centrální banky omezit nadměrný růst peněžní nabídky může být úspěšná pouze tehdy, pokud naruší rovnovážný vztah mezní výnosnosti a mezní nákladovosti úvěrových aktivit obchodních bank. Nicméně samo zpomalení tempa růstu peněžní zásoby nemusí znamenat bezprostřední omezení úhrnné poptávky, což platí tím silněji, čím užší vymezení peněz tvoří mezicíl peněžní politiky. *Efektivní nabídka finančních zdrojů není pevně svázána s aktuální peněžní nabídkou*, o jejíž řízení usiluje kvantitativně orientovaná centrální banka. S růstem podílu vnitřních peněz ve sledovaném agregátu tato vazba sílí, roste stabilita 'peněz' vůči toku souhrnných výdajů, avšak z pohledu peněžní politiky klesá přímá říditelnost nabídky peněz.

Davidson (1994) hovoří o „dvou odlišných institucionálních procesech“ zvyšujících nabídku peněz v hospodářské soustavě, které se kryjí s modely peněžní tvorby

naznačenými v předchozí části. V důchodovém procesu peněžní emise obchodní banky pokrývají poptávku výdělečných hospodářství po zdrojích kupní síly určených k profinancování očekávané produkce v následujícím období:

„Kdykoli očekávají podnikatelé zvýšení poptávky, budou mít ziskový motiv ke zvýšení objemu bankovních úvěrů, aby mohli nakoupit více závodů, vybavení a pracovního kapitálu. Je-li bankovní systém určen k tomu, aby umožnil uzavření dodatečných smluv o bankovním dluhu, potom bankéři na tyto 'potřeby obchodu' zareagují pozitivně. Nabídka bankovních peněz vzroste endogenně se zvýšením poptávky.“ (s.135)

Davidson tento proces nazývá *finančním procesem vytvářejícím důchod* (the income generating-finance process). Dynamiku peněžní nabídky však ovlivňuje také alternativní *proces portfoliové změny* (the portfolio change process) navozený vědomými kroky centrální banky, která operacemi na volném trhu působí na pohyb úrokové míry:

„Zvýšením nabízených cen za stávající vládní dluh...umožňuje měnová autorita držitelům dluhopisů prodat se ziskem některé vládní cenné papíry a nahradit je dodatečnými bankovními vklady coby alternativními likvidními uchovateli hodnoty.“ (Davidson, 1994, s.136)

Zvýšení peněžní nabídky první metodou považuje Davidson za endogenní změnu, kdežto vliv druhé metody na nabídku peněz označuje za exogenní proces vyvolaný vědomým zásahem centrální banky. V otázce vlivu exogenního zvýšení bankovních peněz na výdaje hospodařících subjektů argumentuje Davidson proti tradiční představě přenosového mechanismu změn peněžní nabídky do vývoje nominálního důchodu:

„Pokud mají jak peníze, tak cenné papíry nulové elasticity produkce a pokud jsou dobrými substituty mezi sebou avšak slabými substituty vůči statkům [producibles], potom toto exogenní zvýšení množství peněz nebude nutně spojeno se zvýšenou poptávkou po výstupu a zvýšeným využitím zdrojů. Exogenní navýšení peněžní nabídky iniciované měnovou autoritou může zvýšit poptávku po vyrobiteľných kapitálových statcích buď (a) přes Keynesův efekt snížení diskontní sazby, kterou používají firmy při vyhodnocování exogenně nezměněného očekávaného toku budoucích quasi-rent spojených s investičními projekty, nebo (b) snížením rozsahu přidělování úvěru směrem k dříve neuspokojenému segmentu dlužníků, nebo (c) navozením příznivějšího očekávání co se týče toku quasi-rent.“ (s.136)

Není bez zajímavosti, že Davidsonův argument o vlivu snížené úrokové míry na vnitřní diskontní sazby výdělečných hospodářství znamená implicitní shodu s monetaristickou představou přenosového mechanismu. Pokles této diskontní sazby totiž znamená nárůst hodnoty kapitálových statků, která je dána čistou současnou hodnotou očekávaných příjmů z jejich akvizice a následného využívání. Brunner (1970) popisuje monetaristický přenosový mechanismus ve stejném duchu teorie relativních cen a přímo se přitom odvolává na Keynesa a jeho analýzu pohybu úroku a cen kapitálových statků (s.146). A naopak v Davidsonově výkladu nikde nenajdeme zmínku o tradičním neokeynsovském přenosovém mechanismu založeném na dvou úrokových elasticitách: úrokové elasticitě poptávky po penězích v kontextu teorie

preferenci likvidity a úrokové elasticitě efektivní poptávky v kontextu relativních nákladů zadluženosti²⁵.

Pro analýzu peněžní nabídky nicméně zůstává objektem zájmu především *bankovní-úvěrový model tvorby peněz*, který klade důraz na úlohu obchodních bank, na Keynesův finanční motiv v poptávce po penězích a na změny odhadů budoucí poptávky. Peníze vytvořené úvěrem a vplývající do oběhu jako odraz nových důchodů výrobních faktorů jsou endogenní proměnnou nejen v behaviorálním, ale také v kauzálním pojetí.

Endogenitu peněžní nabídky lze pojímat také z jiného úhlu pohledu coby výslednici spolupůsobení tří souběžných procesů charakteristických pro technologicky sofistikované peněžní soustavy. První dva procesy probíhají v rovině vzájemných vazeb mezi operacemi centrální banky, chováním soustavy obchodních bank a aktuální peněžní nabídkou v určitém praktickém vymezení konkrétního agregátu 'M'. Jde o proces endogenizace peněžního multiplikátoru a o proces endogenizace měnové báze. Třetí proces se institucionálně odlišuje, jelikož se odehrává v rovině zachycující vazby mezi dynamikou úhrnné poptávky, zdroji jejího financování a aktuální peněžní nabídkou 'M'. Vnější projevem tohoto procesu je chování rychlosti oběhu peněz.

Endogenita peněžního multiplikátoru

Pokud centrální banka dokáže svými operacemi na volném trhu efektivně řídit objem tzv. nevypůjčených rezerv a pokud se vzdá možnosti působit na vývoj úrokové hladiny a na pohyby měnového kursu, pak se nevypůjčené rezervy mohou stát cílem či kritériem peněžně-politické strategie. Spíše než úlohu zprostředkujícího kritéria, tj. úlohu mezicíle, hrají nevypůjčené rezervy roli kritéria operativního. Centrální banka v takovém nastavení parametrů své politiky musí pracovat s vazbou nevypůjčených rezerv na širší peněžní agregáty. Papademos a Modigliani (1990) analyzují strukturální model determinace peněžní zásoby a v jeho rámci se věnují rovněž vztahu mezi peněžní nabídkou a agregátem nevypůjčených rezerv, který v logaritmickém tvaru zachycují jako

$$m_J = \mu_J + m_0 \quad \text{pro } J=1,2 \quad (4.1)$$

$$\mu_J = (b_J - b_0) \cdot y + (k'_J - k'_0) \cdot i - k_{CB} \cdot i_{CB} + (u'_{MJ} - u'_{M0}) \quad (4.1a)$$

Zápis vazeb mezi peněžními agregáty v kontextu analyzovaného strukturálního modelu peněžní nabídky vede ke třem všeobecným závěrům. Za prvé velikost multiplikátoru je ovlivněna jednak opatřeními centrální banky (posazením diskontní sazby, stanovením požadavků na povinné minimální rezervy), jednak důležitými hospodářskými čísly (tržní úrokovou mírou i , velikostí reálného důchodu y). Za druhé portfoliové preference hospodařících subjektů, struktura bankovního systému a řada faktorů ovlivňujících marže mezi vkladovými a zápůjčními sazbami, které souvisejí s procedurami v rámci řízení pasiv bankovních zprostředkovatelů, společně působí na velikost úrokových elasticit k'_J , k'_0 a k_{CB} a na stochastickou složku multiplikátoru

²⁵ Znovu se potvrzuje nutnost pečlivě lišit mezi vlastní Keynesovou teorií a její následnou, často posunutou nebo zcela převrácenou neokeynesovskou či novou keynesovskou interpretací.

($u'_{M1}-u'_{M0}$). Za třetí, a tento závěr je nejdůležitější pro argumentaci o endogenitě či exogenitě peněžní nabídky, naznačené rovnice *nelze* podle Papademose a Modiglianiho

„...interpretovat, a neměly by být interpretovány, jako nabídkové funkce určující množství úzkých a širokých peněz, které vytvoří bankovní systém, pokud je dán objem nevypůjčené měnové báze řízené centrální bankou. Tyto vztahy určují množství M1 a M2, která odpovídají preferencím nebankovní veřejnosti a bank, regulatorním omezením a jiným charakteristikám finančních trhů (např. technologiím) coby funkcím tržní úrokové míry a reálného důchodu, je-li dáno M0. Objemy úzkého a širokého vymezení peněz mohou být určeny pouze endogenně a současně s tržní úrokovou mírou a reálným důchodem... V případě, že centrální banka považuje za žádoucí dosáhnout (více či méně) přesného řízení peněžní zásoby...pak...lze využít systému [rovníc popisujících determinaci hospodářských čísel] k určení potřebné nabídky měnové báze, která odpovídá cílovému objemu peněz...“ (1990, s.458-459)

Agregát nevypůjčených rezerv tedy představuje endogenní proměnnou, pokud centrální banka cíluje jeden z peněžních agregátů zahrnujících bankovní vklady. Nicméně je možné posunout nevypůjčené rezervy od operativního kritéria ke kritériu zprostředkujícímu, a nespoléhat v takovém nastavení přenosového mechanismu peněžní politiky na jejich stabilní vazbu směrem k peněžní nabídce, nýbrž na propojení dynamiky úhrnných výdajů s dynamikou mezicíle peněžní politiky v podobě této nevypůjčené báze. Taková konstrukce peněžně-politické páky je však v rozvinutém finančním systému nutně hypotetická.

Endogenita měnové báze

Problémem peněžně-politické strategie centrální banky, které se ke splnění svého makroekonomického účelu snaží dostat cestou kvantitativního řízení peněžních agregátů, je také faktická nekontrolovatelnost, čili endogenita měnové báze. Není náhoda, že se argumentace Papademose a Modiglianiho točí okolo nevypůjčené báze; tento agregát představuje pouze jednu ze dvou složek souhrnné měnové báze. Centrální banka nicméně musí sledovat také mikroúcel své existence a být tudíž připravena plnit povinnosti vyplývající z jejího postavení věřitele poslední instance. Dostane-li se bankovní soustava do rezervního deficitu bezprostředně ohrožujícího její vlastní stabilitu, nezbyvá centrální bance než chybějící rezervy dodat a celou soustavu likvidně podepřít. Při cílování úhrnu nevypůjčených rezerv to znamená zvýšení objemu poskytnutých refinančních úvěrů centrální banky k překlenutí rezervního deficitu²⁶. Měnová báze v takové situaci roste navzdory snaze udržet v předem vymezeném pásmu přírůstek nevypůjčených rezerv. Centrální banka přizpůsobuje bázi předchozímu vývoji na účtech zdrojů peněžní zásoby a *ex post* potvrzuje úvěrovou expanzi bankovních zprostředkovatelů. Mikroekonomický účel centrální banky není slučitelný se snahou řídit měnovou bázi po dlouhodobě stabilní trajektorii bez ohledu na vývoj hospodářských čísel, neboť vypůjčené rezervy coby složka této báze patří k endogenním proměnným v soustavě peněžně-politických veličin.

²⁶ Centrální banka by samozřejmě mohla do systému dodat likviditu také skupováním vládních dluhopisů na volném trhu, což pro banky znamená posílení primárních rezerv přesunem zdrojů z rezerv sekundárních.

Endogenita báze je však do značné míry přítomná i při absenci nouzových zásahů centrální banky k podepření mobility bankovního systému. Goodhart (1989a) upozorňuje na to, že „je běžné, vlastně obvyklé, brát v peněžních modelech měnovou bázi jako exogenně danou, určenou ‘mimo scénu’.“ (s.129) Tento všeobecně rozšířený předpoklad úplné říditelnosti báze, a při stabilním multiplikátoru také říditelnosti peněžní nabídky, však neúměrně zjednodušuje pohled na praktické fungování peněžní soustavy a vede k zavádějícím závěrům při formulaci peněžně-politické strategie. Stejně jako v mnoha jiných případech se standardní teorie peněžní politiky uchyluje k předpokladu, který fakticky ‘řeší’ zkoumaný problém²⁷. Přístup, který předpokládá exogenní charakter měnové báze, podle Goodharta

„...abstrahuje od všech nejdůležitějších operačních problémů, kterým čelí autority. Neprozrazuje nic o potížích, se kterými se autority mohou setkat při usilování o žádoucí úroveň měnové báze. Sám o sobě neříká nic o důsledcích, které má pro úrokové sazby, trhy a finanční instituce rozhodnutí autorit o cílech a tržních procedurách. Nepodává žádnou představu o základních silách, s nimiž se autority musejí utkat při řízení peněžní zásoby. *Přijetím prvotního předpokladu o tom, že mají měnovou bázi pod kontrolou se vlastně implicitně předpokládá, že jejich operační problémy byly vyřešeny.*“ (1989a, s.129, proložení přidáno)

Měnová báze sice účetně vzniká vhodným seskupením jednotlivých rozvažných položek v účetnictví centrální banky, pro úvahy o dynamice tohoto souhrnu oběživa a rezerv bankovní soustavy je však podstatné, jaké faktory ovlivňují a determinují pohyby na příslušných účtech. Teoretické analýze jednotlivých zdrojových položek jsme se věnovali v předchozí kapitole; nyní náš pohled na praktickou říditelnost báze rozšíříme o Goodhartův rozbor konkrétních pohybů v hospodářské soustavě, které se odrážejí ve změnách zdrojových položek báze, a které citelně zpochybňují předpoklad exogenity tohoto úhrnu vnějších peněz.

Výchozím bodem úvah je účetní *identita* popisující financování rozpočtového deficitu (PSB) a potřeby splatit podle smluvních závazků část vládního dluhu (MAT). Ke krytí těchto potřeb může veřejný sektor využít tři zdrojů: (i) domácích úvěrů buď ve formě obchodovatelného dluhu (vládní dluhopisy, OMO) nebo ve formě neobchodovatelného dluhu (NMD)²⁸; (ii) přímého zvýšení měnové báze (ΔH), nebo (iii) snížení pohledávek za zahraničními subjekty (devizové rezervy, ECF). Přeskupením jednotlivých členů lze identitu převést na tvar, který popisuje finanční toky *doprovázející* změnu měnové báze:

$$\Delta H = \text{PSB} + \text{MAT} - \text{OMO} - \text{NMD} - \text{ECF} \quad (4.2)$$

Na pozadí takto vymezených vazeb mezi jednotlivými toky uvnitř finančního systému lze posuzovat problém říditelnosti měnové báze velice konkrétně a velice

²⁷ Nabízí se zde určitá analogie s von Hayekovou (1945) obhajobou cenového mechanismu. Von Hayek v ní odmítá tradiční přístup ke zkoumání hospodářské soustavy, který stojí na předpokladu úplné znalosti všech relevantních informací a dané soustavy preferencí, neboť v kontextu této metodologie „[o]dpověď na otázku, jak nejlépe použít disponibilní zdroje, je...obsažena v našich předpokladech.“ (s.163)

²⁸ V britském finančním systému, jehož se Goodhartův výklad týká, jde např. o prémiové úsporové dluhopisy (premium savings bonds), národní úsporové certifikáty (national savings certificates) nebo běžné účty u National Savings bank (dříve Post Office Savings Bank).

reálně. Má-li přírůstek báze (ΔH) odpovídat určité cílové hodnotě stanovené centrální bankou v souladu se záměry kvantitativně orientované strategie, pak pohyby všech proměnných na pravé straně musejí ve svém souhrnu odpovídat cílové hodnotě báze. Problémem centrální banky je to, že většinu naznačených finančních toků determinují faktory, na které sama nemá vliv.

Zcela, či alespoň do značné míry mimoběžně vůči potřebám centrální banky probíhá proces utváření výsledného poměru mezi příjmovými a výdajovými toky státního rozpočtu, stejně jako proces umořování splatných závazků veřejného sektoru. Úvahy o vlivu výsledného rozpočtového salda nepochybně mohou sehrát určitou úlohu při sestavování státního rozpočtu, do hry však vstupují také jiné motivy rozpočtového rozhodování. Projednávání a schvalování rozpočtu je navíc vysoce neoperativním procesem probíhajícím pouze jednou ročně. I když stát v úloze hospodářického subjektu dokáže pokrýt své výdaje z běžných příjmů a nulovým saldem neutralizuje měnové aspekty svého rozpočtu, nemůže centrální banka spoléhat na jeho ochotu dosahovat měnově motivovaného převýšení příjmů nad výdaji, pokud zbylé finanční toky zachycené v identitě měnové báze tlačí na nesplnění cílového pásma. Struktura splatnosti vládních závazků vyplývá z dříve uzavřených smluv, jejichž podmínky může změnit politika tzv. řízení dluhu, avšak pouze se souhlasem stávajících držitelů těchto závazků. Investoři při dobíhání splatnosti přehodnocují své investiční záměry a mohou, ale nemusí prodloužit držbu vládního dluhu za nezměněných podmínek. Právě tato nejistota o jejich reakci může způsobit vážné úrokové posuny, pokud se ke splatnosti blíží větší objem vládního dluhu.

Toky zdrojů získaných z umístění neobchodovatelného dluhu a z poklesu pohledávek za vnějším sektorem vykazují citlivost na pohyby úrokových sazeb, avšak v opačném směru, než by centrální banka potřebovala. Riziko nadměrného růstu peněžních agregátů vede k restrikci peněžní politiky a tedy ke zvýšení tržní úrokové míry. Protože úroková sazba neobchodovatelného dluhu nesleduje přesně dráhu tržního úroku, při zpřísnění peněžní politiky dochází k odlivu zdrojů z úhrnu tohoto dluhu, který ztrácí úrokovou konkurenceschopnost²⁹. Zvýšení tržních sazeb zároveň znamená opačný než potřebný trend v přeshraničních kapitálových tocích, který tlačí buď na zhodnocení domácí měny, anebo na zvýšení měnové báze, pokud centrální banka považuje kursovou apreciaci za neslučitelnou s vývojem hospodářských čísel.

Objem obchodovatelného dluhu tak zůstává jedinou cestou, kterou může centrální banka vyrovnávat souhrnný vliv čtyř ostatních finančních toků tak, aby byl v souladu s cílovou hodnotu měnové báze. Pouze teoreticky lze zkonstruovat model, v němž nezáleží na formě prodeje vládních dluhopisů do portfolia bankovního sektoru a nebankovních subjektů; stanovení ceny a následný, trhem určený objem nebo

²⁹ Goodhart uvádí, že úroková sazba z běžných účtů u Post Office Savings Bank se od založení této instituce v roce 1861 nezměnila ze své původní hladiny 2,5 % po dobu více než 100 let (!). Po přechodu k peněžně-politické strategii cílování peněžní zásoby na počátku 80. let se sice sazby začaly měnit pružněji, nicméně toto rozhýbání výnosů z neobchodovatelného dluhu pouze zmírnilo, avšak neodstranilo problém odlivu zdrojů v situaci, kdy centrální banka potřebuje příliv a naopak (s.140).

stanovení objemu a trhem určená cena představují alternativní formy organizace primárního trhu vládních dluhopisů, stejně jako trhu sekundárního, na kterých operuje centrální banka. Pro praktické rozhodování vlády o umístění vlastních dluhopisů hraje roli *nejistota* ohledně reakce trhu na její operace, která se projeví v neodhadnutelnosti limitní ceny, při níž by bylo dosaženo podmínek pro korekci růstu měnové báze. Faktor nejistoty je pro úvahy o využitelnosti operací na trhu obchodovatelného vládního dluhu v procesu řízení agregátu konečných peněz zcela klíčový, neboť váže na praktické fungování mechanismu dluhových operací, který je určitým kompromisem mezi čistými krajními formami zaměnitelnosti menší nejistoty o úrokové sazbě a menší nejistoty o objemu dluhu. Praktické chování vlády a centrální banky na trhu vládních dluhopisů popisuje Goodhart takto:

„Systém, ve kterém ústřední vláda financuje svůj schodek sama tendrovým prodejem obchodovatelného dluhu při jakékoliv ceně, jíž je schopna dosáhnout, a centrální banka poté nezávisle volí jaký objem dluhu nakoupí na trhu, aby dosáhla preferované kombinace peněz a dluhopisů (tj. systém s rozpočtovým omezením veřejného sektoru typickým pro Spojené státy) by bylo možné považovat za nejlepší pro minimalizaci kvantitativní nestability. Ve skutečnosti však možnost vážné cenové nestability nutí k oslabení zdánlivé nezávislosti centrální banky ve věci cen dosažených při prodeji dluhopisů. Prodeje dluhopisů v zemích, kde funguje institucionální mechanismus tohoto druhu - např. ve Spojených státech či Kanadě - nejsou prováděny jednoduchým stylem 'ber nebo nech ležet'. Místo toho budou trhy obvykle předem pečlivě připravovány na kvantitativní nabídku. Tendry budou zaručeny převzetím neprodejných dluhopisů, ceny budou diskutovány s klíčovými lidmi na trhu, budou dohodnuty klauzule o zpětném odkupu a podniknuto tzv. vyvažování atd. Popsaná podstata kvantitativních operací autorit, omezení, která působí ke snížení cenové nestability na úkor určitého zvýšení kvantitativní nestability, by neměla být přehlížena.

Na druhou stranu země jako Velká Británie, kde se operace provádějí stanovením pevných cen, za které autority na trhu prodávají (nakupují) určité pevně úročené cenné papíry, by mohly minimalizovat cenovou nestabilitu za cenu větší kvantitativní nestability. V praxi však snahu vyhnout se cenové nestabilitě mírní obavy o kvantitativní nestabilitu. Autority proto budou pravděpodobně měnit své stanovené ceny rychleji v reakci na nežádoucí kvantitativní odezvy trhu a dokonce omezovat svou ochotu nutně vyhlášovat ceny, za které by bezpodmínečně odkupovaly zpět cenné papíry od veřejnosti. Takže nakonec, ať se zdají institucionální mechanismy tržních operací jakékoliv, je pravděpodobné, že tyto operace budou řízeny tak, aby se dosáhlo žádoucího kompromisu (trade-off vztahu) mezi nestabilitou sazeb a nestabilitou objemu, kompromisu do značné míry odrážejícího přijímanou ekonomickou moudrost, a že budou tudíž prováděny velice podobně v různých zemích bez ohledu na svůj původní institucionální rámec.“ (1989a, s.145)

Endogenita rychlosti oběhu peněz

Determinace rychlosti oběhu peněz je procesem probíhajícím *uvnitř* peněžní soustavy: dynamika této veličiny se odvozuje od pružnosti úvěrové nástavby hotovostního oběhu. Profinancování zamýšlených agregátních výdajů nelze funkčně vztáhnout k vybraným pasivům bankovního sektoru; rozhodující úlohu při financování investičních i provozních výdajů výdělečných hospodářství hraje strana aktiv v souhrnné bilanci bankovní soustavy, portfoliová alokace úspor spotřebních hospodářství a v neposlední řadě také určitá pružnost dluhové struktury uvnitř sektoru těchto výdělečných hospodářství. Výdaje spotřebních hospodářství funkčně závisí na důchodech z prodeje služeb výrobních faktorů, a v tomto bodě není

podstatné, zda se jedná o důchod běžný, anebo zda spotřební hospodářství váží své výdaje na subjektivně odhadované dlouhodobější příjmové toky podle principů hypotézy permanentního důchodu. *Peníze jsou* pouze zprostředkovatelem, určitým *technickým přemostěním mezi důchodem a výdaji*, neboť jak příjmové, tak výdajové toky musejí mít peněžní podobu. Determinační vazba je zcela zřetelná: má-li dojít k omezení úhrnných výdajů spotřebních hospodářství, musí být zasažena tvorba jejich důchodů. Výdaje výdělečných hospodářství funkčně závisí na jejich očekávané výnosnosti v porovnání s nákladovostí zdrojů k jejich financování. Běžné výdaje kryjí výdělečná hospodářství v rámci provozního cash-flow provozními bankovními úvěry, obchodními úvěry či krátkodobými dluhovými instrumenty privátního finančního trhu, zatímco při financování zejména větších investičních výdajů se uchylují k investičním úvěrům bank, k zadlužení formou emise dluhopisů a často také k navýšení vlastního jmění emisí akcií a kumulací zadržovaných zisků.

Poptávka výdělečných hospodářství po vnějších zdrojích financování, parametricky omezená očekávanou výnosností zamýšlených výdajů, přichází na finanční trhy s poměrně zřetelnou představou o přípustné limitní nákladovosti těchto zdrojů. Pokrytí poptávky na privátním finančním trhu vyplývá z portfoliového chování spotřebních hospodářství, z jejich ochoty substituovat držbu bankovních peněz držbou jiného dluhu, který ovšem také představuje vnitřní peníze, anebo držbou majetkových účastí. Pokrytí poptávky na zprostředkovatelském finančním trhu je dáno úvěrovou kapacitou bankovní soustavy, která v deregulovaném prostředí s rozvinutými procedurami řízení aktiv a pasiv není svázána rezervním omezením. Nabídka finančních zdrojů k financování výdajů výrobních hospodářství je pak rostoucí funkcí úrokové míry složenou jednak z endogenní nabídky peněz, jednak z procyklického chování rychlosti oběhu. Čím užší vymezení peněžní nabídky, a tedy teoreticky vyšší říditelnost tohoto agregátu, tím silnější závislost rychlosti oběhu na úrokové míře. Tato závislost se projevuje ve dvou rovinách: růst úrokové míry v období silné poptávky po zdrojích tlačí na ekonomizaci úzkých peněz (posun po křivce) a v delším horizontu vede ke změnám institucionálního uspořádání finančního systému (posun křivky). V chování rychlosti oběhu se tedy prolínají aspekty endogenního multiplikátoru s aspekty endogenity finančních inovací.

O veličině rychlosti oběhu lze argumentovat také v převráceném gardu, tzn. ve smyslu *poptávky po penězích*. Veškeré úvahy o kvantitativním řízení peněžní nabídky k naplnění makroekonomického účelu peněžní politiky vycházejí z představy o stabilní funkci poptávky po penězích (a tedy stabilní rychlosti oběhu). Vzestup monetaristického pojetí peněžně-politické strategie nepochybně souvisel s empirickými důkazy o stabilitě poptávky po penězích, které vedly k přesvědčení o převažujícím, ne-li jediném, řazení hospodářských procesů v příčinném řetězci. Na klíčový omyl těchto testů upozorňuje Cramp (1970) ve své polemice s A. J. Schwartzovou:

„[T]yto [empirické] důkazy [o příčinné vazbě od peněz k poptávce výstupu a důchodu] pocházejí z období, pro která sami teoretikové kvantitativní teorie připouštějí, že řízení peněžního množství bylo přinejlepším 'narázové'. (Před posledním desetiletím, k němuž se popis A. Schwartzové vztahuje - 60. léta - byly centrální banky ještě více než nyní hotovy soustředit se na řízení nominálních úrokových sazeb - nadto krátkodobých - tím, že nabízely bankovnímu sektoru jakékoli množství rezerv, které odpovídalo objemu

depozit spojenému s žádoucí úrokovou hladinou.) To ústí do tvrzení, že centrální banky ve Spojených státech a Velké Británii se po většinu této doby staraly o to, aby zajistily, že celková poptávka po zdrojích (=nabídka cenných papírů) při úrokové sazbě či sazbách přijatelných pro centrální banku byla uspokojena, odmyslíme-li nárazové selektivní kontroly objemu úvěrů tekoucími určitými kanály, např. půjčkami na splátkové prodeje.“ (s.180-181)

Stejnému problému se věnuje Kaldor (1970) v diskusi Friedmanových analýz chování peněžní nabídky v době Velké krize. V Kanadě poklesl nominální důchod zhruba stejně jako ve Spojených státech, avšak pokles peněžní nabídky byl řádově nižší, přibližně dvě pětiny poklesu amerického peněžního množství.

„Rozdíl v proporcionální změně peněžní nabídky vykompenzovaly rozdíly v poklesu rychlosti oběhu: ta ve Spojených státech klesla o 29 %, v Kanadě o 41 %. To zřetelně svědčí o tom, že *relativní stabilita poptávky po penězích je odrazem nestability jejich nabídky*; kdyby byla nabídka peněz udržována stabilnější, rychlost oběhu by byla více nestabilní.

Toto poslední tvrzení se může zdát v rozporu s Friedmanovým empirickým zobecněním, podle něhož byly pohyby rychlosti oběhu v USA v minulosti pozitivně korelovány s pohyby peněžní nabídky - rychlost oběhu byla nejstabilnější, když byly nejstabilnější peněžní nabídka. Ale tyto dvě teze nejsou neslučitelné, což ukazuje, jak je snadné vyvodit zavádějící závěry za statistických spojitostí. Pokud postulujeme, že jsou to kolísání hospodářské soustavy, co zapříčiňuje kolísání peněžní nabídky (a ne naopak), ale že elasticita nabídky peněz (vůči změnám v poptávce) je nižší než nekonečná, potom jak nabídka peněz, tak 'rychlost' porostou v důsledku změny v poptávce, a to tím více, čím silnější tato změna bude. Kdyby nabídka peněz reagovala méně, změna rychlosti by byla větší; kdyby byla odezva nabídky peněz úplná, nedošlo by k žádné změně rychlosti (při této hypotéze).“ (s.15, proložení přidáno)

Problematikou rychlosti oběhu peněz (a tedy poptávky po penězích) se ve Velké Británii koncem 50. let zabývala Radcliffeova komise. Odmítnutí postulátu o stabilitě (či alespoň predikovatelnosti) této dvojjediné veličiny bylo v Závěrečné zprávě zmíněné komise poměrně silné; zakládalo se na představě o peněžní nabídce, která je součástí široké struktury likvidity. Agregátní výdaje, především výdaje výdělečných hospodářství, závisí právě na takové širší struktuře likvidity, nikoli na úzké peněžní nabídce. (Radcliffeově zprávě se blíže věnuje šestá kapitola.)

Monetaristický model peněžně-politické strategie kvantitativního (nikoli úrokového!) řízení peněžní zásoby se definitivně prosadil na samém konci 70. let. V říjnu 1979 ohlásil předseda Federálního rezervního systému Paul Volcker změnu operativního kritéria v peněžně-politickém rámci: předchozí kritérium úrokové sazby na mezibankovním trhu vystřídal agregát nevypůjčených rezerv. Po dvouapůl letech experimentu, který se vyznačoval očekávanou vysokou těkavostí krátkodobých úrokových sazeb, méně očekávanou vysokou těkavostí dlouhodobých úrokových sazeb, a neočekávanou kolísavostí cílovaného peněžního agregátu M1, přešel Fed k operativnímu kritériu vypůjčených rezerv, považovanému fakticky za návrat k cílování úrokových sazeb, byť implicitnímu. Ponecháme-li stranou technické detaily peněžního řízení, pak nejzřetelnějším výsledkem monetaristického experimentu je nepochybně rozpad stabilního vztahu mezi nominálním důchodem a poptávkou po penězích:

„Tváří v tvář trvající nepredikovatelnosti rychlosti oběhu (při dosažení dosti významných úspěchů a kredibility v omezování inflace) se Fed vydal... směrem k rozšíření vějíře peněžních cílů a indikátorů a k návratu k více diskrečnímu a pragmatickému modu určování sazeb peněžního trhu.“ (Goodhart 1989b, s.307)

O stejném problému argumentuje Cagan (1989):

„Ústup od cílování M byl v USA oprávněn posuny v poptávce po penězích, které vyvolaly pochybnosti o stabilitě a spolehlivosti vazby mezi penězi a agregátními výdaji. Tyto pochybnosti jsou podporovány připomínáním vývoje nových typů finančních instrumentů, které nahrazují peníze nejen [ve funkci] uchovatele hodnoty, ale také [ve funkci] transakčních zůstatků. Tím se nové instrumenty liší od šíření vysoce likvidních aktiv, která na sebe poprvé upozornila v 50. letech... Nové finanční instrumenty stírají hranice peněz. ...Vztah mezi poptávkou po penězích a proměnnými užívanými k jejímu předvídaní - reálným důchodem a různými úrokovými sazbami - je pozměněn. I kdyby bylo možné za čas ustavit novou definici a vztah, předchozí vazba se mezi tím znestabilní a zavíní nárůst chyb v cílování peněžních agregátů.“ (s.348-349)

B. Friedman (1988) připomíná, že nestabilita vazby mezi penězi a důchodem se začala projevovat již od poloviny 70. let. Fed na empirické výzkumy reagoval částečným zapracováním jejich výsledků do principů sestavování peněžních agregátů. Podíl předefinovaného úhrnu M1 k nominálnímu HNP vykazoval od roku 1959 až do roku 1980 velice stabilní trend k poklesu v řádu zhruba tří procentních bodů ročně při těsné vazbě aktuálních hodnot na trendovou složku³⁰. Po změně operačních procedur Fedu došlo nejen k rozkolísání rychlosti, ale také ke zřetelnému zlomu v jejím trendovém vývoji. B. Friedman trefně a poměrně ostře kritizuje všeobecné 'vysvětlování' pozorovaných změn:

„Diskuse tohoto fenoménu na populární úrovni typicky nabízela jako vysvětlení skutečnost, že 'rychlost oběhu' poklesla, protože však takzvaná důchodová rychlost oběhu peněz není nic jiného než poměr HNP k penězům... postrádají tato vysvětlení jakýkoli obsah. Je-li dáno vymezení 'rychlost oběhu' v tomto kontextu, pak je skutečnost, že rychlost oběhu poklesla, jednoduše identická se skutečností, že peníze rostly rychle, kdežto důchod nikoli. Říci, že růst peněz převýšil růst důchodu, protože rychlost oběhu poklesla, se podobá tvrzení, že vyšlo slunce, protože bylo ráno.“ (1988, s.58)

Goodhart (1989b) připomíná, že nestabilní rychlost oběhu peněz v první polovině 80. let nepředstavovala zcela univerzální jev, neboť v Německu a ve Francii nezaznamenaly centrální banky „žádné zřetelné známky zlomu v trendu rychlosti oběhu v daném období.“ (s.307) Přesto byla nestabilita rychlosti oběhu převažující charakteristikou v peněžních soustavách, v nichž ústřední měnové autority přistoupily k více či méně důslednému cílování peněžních agregátů. Teoretická analýza se pokusila vysvětlit kolísání funkce poptávky po penězích nejprve jako krátkodobý projev odchylky od stabilního dlouhodobého trendu, a to ve dvou rovinách. Za prvé se teorie uchýlila k argumentaci založené na tzv. Lucasově kritice: Volckerova změna operačního mechanismu peněžní politiky byla interpretována jako významná změna peněžně-politického režimu, která se odrazila v nestabilitě a

³⁰ B. Friedman uvádí pro období 1959-1979 směrodatnou odchylku aktuálního vývoje rychlosti oběhu vůči trendu ve výši 0,0044; po zahájení monetaristického experimentu tento ukazatel vzrostl v posledním čtvrtletí 1980 na 0,1466.

parametrických posunech odpovídajících strukturálních rovnic. Druhým východiskem pro vysvětlení krátkodobé nestability rychlosti oběhu se stala koncepce tzv. nárazníkových peněz (buffer-stock money). Ani jedna z argumentačních rovin však neuspěla při objasňování příčin kolapsu dříve stabilní vazby mezi penězi a klíčovými hospodářskými čísly, důchodem a inflační dynamikou. Friedman (1984) v přesvědčení o dlouhodobé stabilitě poptávky po penězích varuje před nevyhnutelnými inflačními důsledky zrychleného tempa růstu M1 ve dvouletí od března 1981 do března 1983, které se projeví v letech 1983 až 1985; ve skutečnosti klesla inflace v té době na nejnižší hodnoty v poválečném období. Goodhart (1989b) připomíná, že stejně tak

„...ekonomičtí poradci ve Spojeném království v letech 1981, 1982, 1983, 1984 malomyslně čekali na to, až se postupně vybudovaný 'převis', či nadměrné peněžní zůstatky přelijí do vyšších výdajů. Nakonec měli dost čekání a přijali fakt, že nepochybně došlo ke změně základní dlouhodobé poptávky po penězích... Podobně ve Spojených státech a Kanadě trvala změna trendu od roku 1979 příliš dlouho, než aby ji bylo lze vysvětlit jako čistě krátkodobý jev.“ (s.316)

Bylo proto nutné opustit úvahy o krátkodobých odchylkách od stabilní dlouhodobé funkce poptávky po penězích a hledat příčiny, které vedly ke změnám trendu rychlosti oběhu. Není úplně bez zajímavosti, že

„...zakřivení trendu rychlosti oběhu peněžních agregátů se v řadě zemí v průběhu 80. let projevilo často u toho agregátu, který byl zvolen národním zprostředkujícím cílem, a že se často ukázalo velice obtížné toto zakřivení vysvětlit.“ (Goodhart, 1989b, s.318)

Goodhart uvádí reprezentativní přehled prací, které ústí do pěti možných vysvětlení trendové změny v poptávce po penězích, z nichž „žádné není plně uspokojivé, avšak všechny mají zřejmě určitou platnost.“ (1989b, s.318) První argument se týká možného omylu ekonometrů při odhadech vlivu některých úrokových závislostí. Zvýšená tékavost úrokové míry by měla zvýšit poptávku po penězích v její spekulativní a opatrnostní složce. Tento aspekt se v období 1979 až 1982 ve Spojených státech skutečně projevil, nicméně pokles rychlost oběhu pokračoval i po roce 1982, tedy v době opětovného snížení kolísavosti úrokové míry.

Také druhý aspekt souvisí s ekonometrickým modelováním: je totiž možné, že dřívější studie podcenily pružnost reakce poptávky po penězích na inflaci a nominální úrokové sazby. Pokud skutečné elasticity převyšují předchozí ekonometrické odhady, pak to znamená, že je centrální banka nucena řešit ještě jeden důležitý rébus peněžní politiky, a to tzv. problém návratu (re-entry problem). V prostředí nízké inflace a nízkých nominálních úrokových sazeb navozeném úspěšnou antiinflační politikou poroste poptávka po penězích, avšak zvýšení hodnoty cílovaného peněžního agregátu může být vnímáno jako předčasné či přílišné uvolnění peněžně-politického rámce, a tedy nést v podtextu hrozbu nárůstu očekávané inflace. Na druhou stranu setrvávání u původní cílové hodnoty cílovaného agregátu může být nadměrně restriktivní.

Třetím faktorem je snížení marží mezi vkladovými a zápůjčními sazbami bankovního sektoru, které mohlo přivodit nárůst míry zprostředkování ve finančním systému. Atraktivita vyšších vkladových sazeb a snížení nákladů na vypůjčování si,

zejména pro sektor spotřebních hospodářství, např. hypotéční půjčky, představují možné motivy pro zvýšení zadluženosti u bank, stejně jako zvýšení pohledávek za bankami, a to jak u výdělečných, tak u spotřebních hospodářství. Čtvrtou příčinou snížení důchodové rychlosti oběhu se zdá nárůst hodnoty nikoli-lidského bohatství (např. akcií a nemovitostí) na výrazně 'býčích' trzích první poloviny 80. let. Pátým faktorem tlačícím na zvýšení poptávky po penězích jsou zřejmě finanční inovace, které zvýšily atraktivnost držby pohledávek za bankami a zároveň přinesly nové produkty na straně aktiv bankovního sektoru. Tržní úročení širšího souboru bankovních vkladů vede k tomu, že se vytváří poptávka po těchto vkladech, nikoli ve smyslu poptávky po transakčních penězích, nýbrž ve smyslu poptávky po bezpečném finančním aktivu nesoucím úrok, které vstupuje do úvah hospodařících subjektů při portfoliovém rozhodování. Své shrnutí argumentace o příčinách poklesu důchodové rychlosti oběhu zakončuje Goodhart úvahou, která se vrací k problému samotného vymezení pojmu peníze pro praktické účely:

„Konkurence může banky dohnat snadno k tomu, že budou za depozita nabízet úrokové sazby plně vztahované k trhu a současně účtovat úplné hospodářské náklady za své služby platební a transakční. [Pak] by držba depozit rostla, dokud by se nenasytila poptávka po likviditě a [zároveň by tato držba] byla dokonale zaměnitelná za nepeněžní aktivum se stejnou dobou splatnosti. Pokud by tomu tak bylo, co, pokud vůbec něco, by zůstalo z rozdílu mezi penězi a ostatními aktivy podobné splatnosti?... Může se zdát, že s rozšiřováním tržně vázaných úrokových sazeb na rozsáhlejší kategorii depozit by možná zbylo oběživo či měnová báze coby jediné základní 'peníze'.“ (1989b, s.321)

5. Důsledky pro peněžní politiku

Endogenita peněžní nabídky citelně ovlivňuje hledání optimálního uspořádání peněžní politiky. Emise peněz je řízena v první řadě ochotou bankovních zprostředkovatelů poskytnout dodatečnou kupní sílu výdělečným, případně také spotřebním hospodářstvím. Pokud tedy centrální banka usiluje o určité, předem vyhlášené tempo růstu peněžního množství, potom musí svými nástroji působit jednak na *očekávání výdělečných hospodářství co se týče budoucí úrovně poptávky a na výši diskontní sazby, kterou tyto hospodařící subjekty užívají k odhadům současné hodnoty budoucích čistých výnosových toků*, jednak na *postoj obchodních bank k preferenci likvidity, který se promítá do změn stupně přidělování úvěru, a na pohyb zájmových sazeb*. Tento vliv centrální banky na usměrňování dynamiky peněžní nabídky je nutně *nepřímý, zprostředkovaný*; stejně tak nepřímý a zprostředkovaný vztah spojuje peněžní nabídku a efektivní poptávku. Centrální banka může naplnit svůj makroekonomický účel stabilní kupní síly peněžní jednotky pouze tehdy, jestliže se jí podaří udržovat přibližnou rovnováhu mezi důchodovými toky a vytvářeným produktem. Zkušenosti fakticky všech zemí s cílováním peněžních agregátů jsou dokladem toho, že řízení peněžní nabídky podle pevného pravidla stabilního růstu není optimální peněžně-politickou strategií k naplnění tohoto účelu.

Centrální banky se vracejí k pragmatičtějšimu ovlivňování širokého souboru faktorů, které spoluurčují vývoj nominálních hospodářských čísel. Do jejich úvah se znovu dostávají měnové kursy, jejichž význam roste s mírou otevřenosti národních hospodářských soustav; nicméně ani vzájemný vývoj kursů amerického dolaru, německé marky a japonského jenu není čistým floatingem, byť neexistují pevné

parity těchto měn. V silně otevřených soustavách se zdá, že pevný či stabilizovaný kurs domácí měny ukotvuje nominální čísla mnohem lépe než peněžní nabídka či úroková hladina. Od počátku 90. let se v řadě zemí navíc prosazuje zcela nový model peněžní politiky, v němž se míra inflace stává cílem *per se* bez nutnosti konstruovat tradiční schéma: *nástroje* → *operativní kritérium* → *zprostředkující kritérium* → *konečný cíl*. Toto přímé cílování inflace (inflation targeting) přineslo výrazné úspěchy např. ve Velké Británii, kritikové nicméně upozorňují, že je zatím předčasné argumentovat o dominantním postavení vůči cílování peněžních agregátů (monetary targeting).

Centrální banky, které stále, alespoň navenek, trvají na optimalitě peněžně-politické strategie ukotvující nominální hospodářská čísla prostřednictvím řízení peněžní nabídky, usilují o usměrňování zvoleného agregátu nikoli cestou kvantitativního přístupu k měnové bázi (či jinému vymezení konečných peněz), nýbrž cestou úrokovou. Jestliže navíc takto orientovaná centrální banka víceméně pravidelně 'netrefí' cílové pásmo tempa růstu peněžního množství, což je naprosto běžná praxe např. u německé Bundesbank, aniž by se projevíly inflační důsledky takového vývoje, pak nutně vyvstává otázka, jakou platnost a praktickou relevantnost mají teoretické modely cílování peněžního množství. *Spíše se zdá, že rozhodujícím prvkem podmiňujícím úspěšnost konkrétní peněžně-politické strategie je kredibilita antiinflačního závazku centrální banky (často sdíleného vládou), než vlastní metoda provádění peněžní politiky.* Stupeň znehodnocování kupní síly peněžní jednotky koneckonců odvisí mimo jiné také od inflačních očekávání, která nutně ovlivňují chování hospodářských subjektů, a jsou proto do značné míry *sebenaplňující*.

V. HISTORICKÉ KOŘENY SPORU O ENDOGENITU ČI EXOGENITU PENĚZ

Spor o míru pružnosti peněžní nabídky vůči potřebám směnného společenství, soustředěným do funkce poptávky po penězích, v žádném případě nepředstavuje záležitost, která by se v teoretických diskusích objevila až po 2. světové válce. Přinejmenším od přelomu 18. a 19. století se problém přizpůsobivosti peněžní nabídky na podněty vyšlé od poptávky po penězích objevuje v centru pozornosti peněžního myšlení, byť by se o něm nehovořilo jako o problému exogenity či endogenity. Svým obsahem se však tento problém, tak jak byl během 19. a první poloviny 20. století rozpracováván, jednoznačně překrývá s dnešní teoretickou rozepří o endogenní či exogenní povahu peněz.

Na historii sporu o principech peněžní emise lze nahlížet v podstatě jako na historii sporu o kvantitativní teorii peněz. Jednu z klíčových premis této teoretické doktríny totiž představuje postulát o exogenitě peněz. Kvantitativní teorie je zřejmě jedním nejstarších konceptů ekonomické teorie vůbec: Humphrey (1974) spojuje vznik této školy peněžního myšlení s francouzským filozofem Jeanem Bodinem, který již v polovině 16. století připisoval vzestup cenové hladiny v západní Evropě přílivu měnových kovů ze španělských držav v nově objevené Americe. O stopadesát let později na Bodinovu tezi navázal John Locke a v komparativně-statickém významu zformuloval tzv. *postulát proporcionality*, podle něhož nárůst či pokles cenové hladiny přesně odpovídá změně objemu peněz v národním hospodářství. V polovině 18. století rozpracoval David Hume vedle tohoto komparativně-statického přístupu také dynamiku přizpůsobovacích procesů, kterými hospodářský mechanismus reaguje na zvýšení množství peněz v oběhu. Sjednocujícím momentem, zcela zásadním pro pozdější spory, byl pro myšlenky zakladatelů kvantitativní teorie institucionální rámec peněžního oběhu, k jehož definičním znakům patřil výrazně kovový charakter peněžní soustavy a nepříliš významná úloha bank coby tvůrců tzv. obíhajícího média, tj. finančních aktiv nebankovních subjektů přebírajících úlohu prostředníka směny.

Postupný rozpad takto vymezeného institucionálního peněžního rámce v jednotlivých národních hospodářských soustavách byl nejprve odrazem procesu obecné *evoluce bankovního systému* a posléze také procesu *demonetizace zlata*, resp. stříbra. Je příznačné, že již v 19. století se peněžní soustavy změnily v důsledku rychlého rozvoje bankovníctví natolik, že stoupenci kvantitativní teorie začali uznávat nesouměřitelnost ryzích kovových soustav a soustav založených v rostoucí míře na oběhu bankovních pasiv. Uznání významu bankovní evoluce se ve svém dopadu nedotklo postulátu o souběžném pohybu peněžní nabídky a cenové hladiny, odrazilo se nicméně v nově formulovaných hypotézách o obrácené příčinné vazbě mezi oběma hospodářskými čísly a také v novém problému přesného vymezení peněz.

K historicky dominujícím sporům o oprávněnost kvantitativní teorie v peněžních soustavách, které své institucionální uspořádání odvozují od rozvinutého systému finančního zprostředkování, patří především diskuse o peněžních otázkách vedené ve Velké Británii v první polovině 19. století. První série těchto debat bývá označována jako tzv. spor o měnové zlato (*bullionist controversy*); s odstupem několika let pak

následovala druhá série diskusí, v nichž se teoreticky přetlačovali členové bankovní školy (banking school) a měnové školy (currency school). Významná úloha ve vývoji neortodoxního, tj. nezaloženého na postulátech kvantitativní teorie, peněžního myšlení se dále všeobecně připisuje Wicksellovi a v návaznosti na něj pak švédské škole a Keynesovi.

1. Spor o měnové zlato

Pod sjednocující označení ‘spor o měnové zlato’ spadají britské diskuse o peněžní teorii a praktických otázkách peněžní politiky, vyvolané dočasným opuštěním zlatého standardu na přelomu 18. a 19. století a následným vývojem kupní síly papírové libry. Méně častým shrnujícím označením souboru těchto debat je ‘spor o bankovní omezení’ (bank restriction controversy). V rámci sporu o měnové zlato vykrytalizovaly dva názorové proudy, jejichž teoretický odkaz zůstal v peněžním myšlení zachován i po návratu Velké Británie, resp. Bank of England, ke směnitelnosti bankovek za zlato, a který přetrvává v koncepcích ortodoxní a neortodoxní větve peněžní teorie až do současnosti.

K dočasnému zastavení směnitelnosti bankovek Bank of England³¹ za zlato přistoupila britská vláda v roce 1797. Struktura systému rezerv v anglické bankovní soustavě, založená na zlatých prutech ve sklepích Bank of England a na ně navazujících řetězcích mezibankovních pohledávek, vyústila do postavení Bank of England coby konečného nárazníku, absorbujícího šoky a výkyvy v peněžní soustavě. Veškeré problémy bankovního sektoru stejně jako kolísání důvěry obyvatelstva v bankovky nesoucí nárok na konečné peníze, tj. na zlato, se nutně projeví v tlaku na zlaté zásoby Bank of England.

V 90. letech 18. století se anglická peněžní soustava podvkráte výrazně zachvěla v souvislosti s mezinárodně-politickou situací. První vlna odlivu zlatých rezerv z bankovního systému do rukou nebankovních hospodařících subjektů v roce 1793 souvisela s účastí Velké Británie v protifrancouzské koalici, která se snažila potlačit republikánské změny ve Francii. Druhou vlnu odlivu zlata v únoru 1797 vyvolalo vylovení nepočtené francouzské jednotky ve Walesu, které bylo vzhledem k úspěchům Napoleona Bonaparte ve válce na evropském kontinentu považováno za počátek francouzské invaze a přenesení bojů na britské ostrovy. Právě tento druhý útek ke zlatu přiměl vládu na nátlak správců Bank of England k bezprostřednímu zrušení zlaté směnitelnosti bankovek vydaných touto bankou. O tři měsíce později

³¹ *Bank of England, založená v roce 1694, během jednoho století postupně získala výsadní postavení v anglické bankovní soustavě a stala se de facto centrální bankou. Monopol Bank of England na emisi bankovek se sice vztahoval pouze na Londýn a jeho okolí, avšak banky mimo území jejího výhradního emisního privilegia (tzv. country banks), které mohly vydávat své vlastní bankovky, udržovaly rezervy ve formě pohledávek za londýnskou bankovní soustavou, a tudíž v konečném důsledku, nikoli přímo v účetních knihách, ve formě bankovek Bank of England. Většina měnového zlata, ztělesňujícího konečné peníze, se tak v Británii soustřeďovala do trezorů Bank of England. Právě Bank of England propojovala ve svém rozvažném účtu vícestupňový systém rezerv anglických bank se zlatým, tj. plnohodnotným základem a stala se neformální rezervní bankou celé bankovní soustavy v Anglii.*

pak britský parlament dodatečně schválil vládní rozhodnutí přijetím příslušného zákona.

Bankovky Bank of England se staly zákonným platidlem s nuceným oběhem a Velká Británie tak přešla k papírové měně nesměnitelné za zlato³². Bank of England se musela vypořádat s problémem, jak zachovat stabilitu kupní síly papírových peněz, odpoutanou od směnné hodnoty zlata, aniž by se při plnění tohoto úkolu mohla opřít o jakoukoli propracovanou teorii peněžní politiky v soustavě neplnohodnotné měny. Její postavení a úlohu nepochybně zkomplikovaly také nepříliš úspěšné zahraniční zkušenosti s papírovými penězi, především pak dva úplné krachy papírové měny, které v 18. století zažila sousední Francie³³. Dočasnost pozastavení směnitelnosti navíc mnohonásobně překonala původní představy vlády a místo původně zamýšlených čtyř měsíců setrvala Británie na neplnohodnotném standardu téměř jedno čtvrtstoletí. Směnitelnost bankovek Bank of England za zlato, s jejímž znovuzavedením se počítalo v červnu 1797, byla obnovena až v roce 1821.

Již v roce 1800 zaznamenaly bankovky Bank of England pokles vůči hodnotě zlata související s růstem cenové hladiny a libra ztratila část své hodnoty také vůči zahraničním měnám. Po určitém zklidnění situace se inflační vlna vzedmula znovu v roce 1809 se stejnými průvodními příznaky poklesu libry vůči zlatu i zahraničním měnám, avšak tentokrát ve větším rozsahu. Pojmenování inflačních metod vedoucích k depreciaci měnového kursu a k disážíu papírových peněz vůči zlatu rozdělilo účastníky odborných polemik do dvou obecných táborů a coby objekt jejich názorových střetů vytvořilo jádro sporu o měnové zlato. Stoupenci rychlého návratu ke směnitelnosti (bullionists) připisovali depreciaci kursu a disážio papíru vůči zlatu v první řadě, a v krajním pojetí výhradně, nadměrné emisi oběživa ze strany Bank of England. Umírněná větev v tomto táboře sice připouštěla vliv mimořádných válečných výdajů, kterými Británie podporovala své kontinentální spojence ve válce proti Francii, avšak, jak poznamenává Laidler (1991a),

„ ... [n]eshody mezi stoupenci zlatého krytí se týkaly dočasných vlivů ... Umírnění stoupenci zlatého krytí se zcela shodovali se svými radikálnějšími kolegy v tom, že zjevně trvalé znehodnocování kursu nelze přikládat vlivu jednorázových transferů.“ (s.291)

Obhájci Bank of England (antibullionists) ve své argumentaci odvozovali pokles kursu deviz znejících na libry od zhoršení úhrnné platební bilance. Implicitně tím načrtli základní obrysy teoretického konceptu, který později dostal název kursový vyrovnávací proces platební bilance. Zhoršení vnější pozice britské hospodářské soustavy podle obhájců politiky Bank of England vyplývalo částečně ze série špatných sklizní ústících do vyšší poptávky po dovozech obilí; za hlavní příčinu však označovali dopad válečného konfliktu mezi Francií a evropskými zeměmi, do něhož se Británie aktivně zapojila. Kromě již zmíněných transferů spojencům v protifrancouzské koalici se do vývoje britské platební bilance promítl také dekret o

³² Laidler (1991a) poukazuje na to, že nelze mluvit o zcela nesměnitelné měně, neboť v oběhu zůstaly zlaté a některé náhradní stříbrné mince. Bank of England navíc čas od času prohlásila některé své bankovky nízkých denominací za směnitelné.

³³ Jednalo se nejprve o experiment Johna Lawa z let 1717-1719 a poté o revoluční experiment s assignáty z let 1789-1796.

tzv. kontinentálním systému vydaný Napoleonem v roce 1806, který mířil proti dovozu britského zboží do evropských zemí spadajících do sféry francouzského vlivu.

Odmítnutí teze o nadměrné emisi bankovek, kterou zformulovali stoupcí zlatého krytí, postavili obhájci Bank of England na teoretických základech vycházejících z tzv. *doktríny reálných směnek* (real bills doctrine). Tato teoretická koncepce postulovala, že je nutné, v zájmu stability bank vydávajících své vlastní bankovky, rozšiřovat objem emitovaných bankovek nad objem zlatých rezerv výhradně přes diskontování prvotřídních obchodních směnek. Z pohledu jednotlivé banky se jedná o poměrně správný emisní princip, neboť kombinace zlaté a kvalitní soukromoprávní úhrady vytváří účinnou bariéru převýdeji bankovek. Nicméně toto emisní pravidlo uplatněné v činnosti cedulové banky je pouze nutnou podmínkou úspěšnosti, pokud jde o zabezpečení kupní síly peněžní jednotky. Pokud do hospodářské soustavy není vestavěno jakékoli dodatečné nominální ukotvení hospodářských čísel, hrozí v každém okamžiku rozpoutání (hyper)inflační spirály. Laidler (1991a) k problému aplikovatelnosti doktríny reálných směnek jako jediné obrany proti převýdeji oběživa říká:

„Doktrína reálných směnek ... [jak byla zformulována A. Smithem] ... se jeví jako pravidlo chování pro jednotlivou obchodní banku, operující v konkurenčním prostředí a na pozadí směnitelnosti bankovek za zlato. Diskontovat pouze kvalitní krátkodobé směnky pro takovou instituci pravděpodobně není špatný způsob, pokud si chce dlouhodobě zajistit své přežití. Prohlašovat tento [emisní] princip za dostatečnou záruku stability cenové hladiny, pokud jej přijme centrální banka administrující ... nesměnitelné papírové peníze je ovšem zcela jiná věc. Kritická trhlina v doktríně reálných směnek vyrůstá z toho, že [tato koncepce] implicitně považuje nominální množství směnek nabízených k diskontu za předurčené nezávisle na bankovním systému reálným objemem statků v procesu výroby spíše než na očekávané ziskovosti výroby a obchodu.“ (s.291)

Hospodářská soustava, v níž je kritériem tvorby peněz pravidlo reálných směnek, trpí vrozenou nestabilitou cenové hladiny, avšak nikoli proto, že se peněžní nabídka pružně přizpůsobuje poptávce po penězích ve formě obchodních směnek předkládaných k diskontu, nýbrž proto, že postrádá institut *nominální kotvy*. Taková konstelace vede k neurčitosti nominálních hospodářských čísel: jejich jednou zahájený vzestup může v sebepotvrzující spirále pokračovat teoreticky do nekonečna, v případě sestupu by se po analogické spirále dostala tato čísla na nulové hodnoty. Problémem pochopitelně zůstává, jak, tj. přes jakou inflační či deflační metodu, se peněžní poptávka následována peněžní nabídkou a ostatními hospodářskými čísly na vzestupnou či sestupnou spirálu navede. Teoreticky lze vymezit dvě skupiny těchto metod. Jedna skupina zahrnuje všechny faktory, které ovlivňují očekávanou ziskovost výdělečných hospodářství, např. rozevření mezery mezi normální a tržní úrokovou hladinou, nárůst poptávky po statcích a službách ze strany státu či pokles hodnoty domácí měny ve vztahu k zahraničí z pohledu vývozců. Druhá skupina naproti tomu obsahuje faktory, které přímo působí na cenovou hladinu, např. totéž znehodnocení kursu měny, avšak nyní z pohledu dovozců. Konkrétním projevem působení kterékoli inflační metody je zvýšení nominálního objemu obchodních směnek, nikoli nutně jejich množství, předkládaných hospodařícími subjekty k diskontu.

Ze sporu o příčinách poklesu hodnoty papírové libry vůči zlatu a vůči cizím měnám vyšli lépe stoupenci zlatého krytí. Názory jejich umírněné větve, vedené Henrym Thorntonem, se prosadily do Závěrečné zprávy *Zvláštní komise pro vysokou cenu zlatého prutu* (Select Committee on the High Price of Gold Bullion), který byl zřízen britským parlamentem v roce 1810. Zmíněná Závěrečná zpráva (Bullion Report) připustila vliv zhoršování platební bilance na počáteční depreciaci libry, avšak zároveň vinila Bank of England z toho, že následným převýdejem bankovek zabránila možné nápravě a nejisté postavení libry dále zhoršovala. Zvláštní komise odmítla názor obhájců Bank of England, poukazujících na emisní aktivitu bank mimo Londýn a jeho okolí, s tím, že dynamika objemu bankovek vydaných jinými subjekty než Bank of England zhruba kopírovala dynamiku objemu závazků Bank of England, a že tedy mezi oběma úhrny bankovek existovala poměrně trvalá a neměnná vazba. Stejně zamítavě se Komise postavila k argumentu obhájců Bank of England o nemožnosti inflačního převýdeje bankovek, pokud se banka držela principu reálných směnek. Doktrína reálných směnek podle Komise nutně selhává v situaci, kdy je úroková sazba bankovních úvěrů nižší než očekávaná ziskovost podnikatelské činnosti, a kdy zároveň není funkční mechanismus směnitelnosti bankovek za zlato. Úvěrová expanze a růst cen se v takovém případě neprojeví v tlaku na odliv zlatých rezerv z bankovní soustavy a banky tudíž nepocítí potřebu zvýšit úrokovou hladinu³⁴. Laidler (1991a) považuje toto odmítnutí doktríny reálných směnek coby nástroje k zabezpečení cenové stability bez současné směnitelnosti bankovek za zlato za „zřejmě nejvýznamnější výsledek“ celého sporu o měnové zlato.

Teoretický rozbor příčin vedoucích ke krizi papírové měny vyústil v Závěrečné zprávě Zvláštní komise do požadavku bezodkladného obnovení povinnosti Bank of England směňovat své bankovky za zlato, a to v horizontu nejvýše dvou let a při předválečné paritě. V roce 1811, kdy Zprávu projednávala Dolní komora parlamentu, však v Evropě stále bojovala protifrancouzská koalice s Napoleonem a libra se v důsledku předchozí depreciace pohybovala poměrně hluboko pod předválečnou paritní hodnotou. Praktické doporučení Zprávy bylo Sněmovnou poslanců zamítnuto právě vzhledem k nepříznivému mezinárodnímu vývoji. Británie setrvala u papírové libry ještě dalších deset let, během nichž se nepotvrdily obavy Zvláštní komise z inflačních následků přílišné volnosti v rozhodování Bank of England, která nebyla ve svých operačních procedurách vázána povinností směňovat své bankovky za zlato.

Ukončení napoleonských válek v Evropě v roce 1815 se v Británii odrazilo mj. také v poklesu obecné hladiny cen, což spolu se vstupem do mírového období otevřelo druhou sérii diskusí v rámci sporu o měnové zlato, zaměřenou na otázku znovuzavedení principů zlatého standardu. Laidler (1991a) vymezuje dva problémové okruhy, které Zvláštní komise ve své Zprávě pominula, které nicméně dominovaly v pozdní fázi polemiky. Prvním sporným bodem byl rozměr deflace potřebný k dosažení předválečné parity a její dopad do reálných procesů v hospodářském mechanismu. Druhým bodem, o němž se diskutovalo, bylo nebezpečí zvýšení směnné hodnoty zlata v důsledku poptávkového nárazu měnového původu po obnovení směnitelnosti. Vyšší směnná hodnota zlata by se v takovém případě

³⁴ Komise ve své argumentaci fakticky anticipovala Wicksellův popis kumulativních procesů vyvolaných disparitou normální a tržní úrokové míry.

projevila v tlaku na další, dodatečný pokles cenové hladiny, který by umocnil dopady nápravné deflace, směřující k obnovení předválečné kupní síly libry na paritním čísle.

David Ricardo, který v rané fázi sporu o měnové zlato obhajoval radikální názor stoupenců zlatého krytí označující převýdej bankovek Bank of England za jediný možný zdroj znehodnocení libry, se v pozdní fázi zabýval otázkou, jak zabránit znehodnocení zlata po návratu Velké Británie ke zlatému standardu. V roce 1819 předložil parlamentu svou představu o britské peněžní soustavě, jejíž stabilitu měl zabezpečit institut směnitelnosti bankovek za zlato ve formě prutů, v níž by však zároveň nebyl přítomen institut plnohodnotné zlaté mince. Takové peněžní uspořádání by podle Ricarda umožnilo vyhnout se umělému znehodnocování zlata, aniž by byla přerušena vazba nominálních hospodářských čísel na směnnou hodnotu kovu neovlivněnou, a to bylo podstatné, nově vzniklou měnovou poptávkou. Ricardův plán nakonec nebyl parlamentem schválen, neboť neobsahoval pojistku proti padělání bankovek nízkých denominací, které se silně rozmohlo po roce 1797 právě v souvislosti s opuštěním zlatého standardu. Spolu s obnovením směnitelnosti v roce 1821 se do peněžního uspořádání vrátily také plnohodnotné zlaté mince, aby nahradily bankovky nižších hodnot.

2. Spor bankovní a měnové školy

Předmětem diskusí v rámci druhé velké polemiky, která vyvrcholila v době projednávání *Zákona o bankovním privilegiu* (Bank Charter Act) na půdě britského parlamentu v roce 1844, a která bývá označována jako spor mezi bankovní a měnovou školou, bylo fungování peněžní soustavy po návratu ke zlatému standardu. Stoupenci měnové školy, povětšinou považovaní za myšlenkové dědice zastánců obnovení směnitelnosti z let 1797-1821, poukazovali na to, že pouze samotný institut směnitelnosti bankovek za zlato nepředstavuje postačující podmínku měnové stability. Se stejnou nedůvěrou jako jejich předchůdci (stoupenci zlatého krytí) se členové měnové školy dívali na možnost volnosti v rozhodování pro Bank of England; rozdíl mezi oběma historicky navazujícími školami byl dán tím, že zatímco stoupenci zlatého krytí v době, kdy probíhal spor o měnové zlato, brojili proti úplné volnosti rozhodování, stoupenci měnového principu odmítali také zbytkovou, omezenou volnost, která přetrvávala po obnovení směnitelnosti bankovek Bank of England za zlato.

Humphrey (1970) zdůvodňuje radikalismus měnové školy relativně nestabilním vývojem v britské peněžní soustavě v období po návratu ke směnitelnosti. Bankovní soustava několikrát čelila jednak silnému odlivu zlata do zahraničí, který přímo ohrožoval udržitelnost mechanismu směnitelnosti, jednak pravidelnému 'přeúvěrování' ústícím do následných krizí likvidity. Kromě toho Bank of England podle názoru měnové školy reagovala na odliv zlata pomalu a celou situaci zhoršovala zpožděným omezováním likvidity v období, kdy se již hroutila úvěrově-peněžní nástavba hotovostního oběhu. Od přetrvávajících problémů peněžní soustavy, která provazovala papírové peníze s plnohodnotnými penězi přes institut směnitelnosti bankovek Bank of England za zlato, odvozovali členové měnové školy, považující zmíněné problémy za inherentní a dané právě slabostí svorníku mezi papírovým oběhem a zlatem, svůj požadavek na přísnou regulaci objemu bankovek.

Institut směnitelnosti měl být v jejich představách o konstrukci stabilního peněžního systému doplněn o institut úplného zlatého krytí oběživa; účelem současného působení obou vazeb mezi objemem vydaných bankovek a jejich zlatým podkladem bylo přimět papírový oběh, aby se choval *jako* oběh kovových mincí.

Záběr zájmu obou škol, bankovní i měnové, v toku debat pokrýval témata související obsahově s hledáním nejvhodnějšího modelu peněžní soustavy, jejích institucí a principů. Schwartzová (1991) shrnuje diskutované problémy do sedmi okruhů a zároveň upozorňuje na to, že se do debat zapojili také stoupcí třetího myšlenkového proudu, tzv. školy svobodného bankovníctví. První téma souviselo s těsností vazby mezi bankovkami a zlatem: měnová škola prosazovala emisní princip pevného propojení, ústícího do ryzí proporcionality mezi změnami zlatého základu peněžní soustavy a změnami papírového oběhu. Obsahem druhého problémového okruhu byly základní pilíře teoretické konstrukce bankovní školy: doktrína reálných směnek známá již z polemiky o měnovém zlatě, doktrína tzv. *potřeb obchodu* (needs of trade) a *zákon zpětného toku bankovek* (law of reflux). Obě školy se shodly v debatách o třetím problémovém okruhu, který se orientoval na žádoucnost emisního monopolu. Oponentem jim pochopitelně byla minoritní škola svobodného bankovníctví. Čtvrtý okruh zahrnoval problematiku převýdeje bankovek a odpovědnosti za takový vývoj oběživa. Postupný vývoj bankovního systému se promítl do pátého tématu, předznamenávajícího spory 20. století: jak vymezit nabídku peněz. Šestý okruh sestával z polemik o příčinách hospodářských cyklů. Poslední, sedmé téma opět svedlo na stejnou názorovou platformu obě hlavní školy a postavilo proti nim obhájce svobodné konkurence v bankovníctví bez uměle vytvářené dvoustupňové struktury. Škola svobodného bankovníctví totiž, na rozdíl od svých ideových soupeřů, popírala potřebu existence cedulové banky. V koncepci bankovní školy stejně jako školy měnové byla cedulová banka vnímána jako nezbytný prvek peněžního uspořádání; obě školy se nicméně zcela zásadně lišily v názorech na to, jakou volnost rozhodování by svrchovaná měnová autorita měla mít.

První tři naznačené tematické okruhy splývají do sporu o *postulát emisní politiky*, který je velice úzce spojen s implicitní, a toto adjektivum není možné v kontextu polemiky mezi bankovní a měnovou školou pominout, představou o exogenitě či endogenitě jako určujících rysech chování peněžní nabídky. Měnová škola usilovala o návrat k peněžní nabídce, jejíž dynamika by bez jakýchkoli odchylek sledovala vývoj zlatého základu peněžní soustavy. Takto koncipovaná náprava peněžního uspořádání ideově čerpala z obhajoby ryzí kovové soustavy, kterou stoupcí měnové školy ze dvou důvodů vyzdvihovali coby ideál stabilního peněžního rámce pro výrobu, směnu a spotřebu. Prvním důvodem byla faktická nemožnost převýdeje oběživa, byť by existovalo nebezpečí ryze exogenního navýšení objemu měnového zlata po objevení nových ložisek či v souvislosti s poklesem průmyslového, tj. neměnového, používání zlata. Druhý důvod souvisel s potřebou rigidního a bezprostředního propojení národní peněžní nabídky a vývoje platební bilance, neboť pouze ryzí kovová soustava neobsahuje žádné prvky, které by tlumily či zpožďovaly převod nesouladu mezi příjmy a výdaji ve vztahu k vnějšímu sektoru do vnitřních hospodářských čísel přes změny objemu obíhajících peněz. Právě potřeba obnovení systémových předpokladů pro plné rozvinutí Humeova vyrovnávacího mechanismu platební bilance, a z pohledu fungování cedulové banky mechanismu pro zamezení

možnosti inflačního převýdeje bankovek, stála za emisním pravidlem měnové školy, požadujícím úplné zlaté krytí nově vydávaných bankovek.

Ze stanovisek zastávaných stoupenci měnové školy lze vyčíst, že si byli vědomi endogenních základů v procesu tvorby peněz částečně krytých soukromoprávní úhradou a částečně úhradou kovovou. Endogenitu peněz, či pružnost oběživa, však nebylo možné uspokojivě přenést do výchozích premis kvantitativní teorie peněz coby teorie určení absolutní cenové hladiny, a proto směřovaly návrhy měnové školy k takovému uspořádání papírové peněžní soustavy se zlatým základem, které se bude chovat přesně jako čistá kovová soustava. Peněžní oběh měl ztratit svou pružnost, která odrážela působení úvěrově podložené tvorby peněz, cestou vytlačení tzv. pravých neboli *vlastních bankovek* ze systému. Jakékoli rozmnožení oběživa se mělo dít emisí tzv. *náhradních bankovek*, pojmově ztotožnitelných se zlatou mincí stejné nominální hodnoty, a to po předchozím zvýšení zlaté rezervy Bank of England. To znamenalo podmínit výdej bankovek buď dovozem zlata k vyrovnání přebytkové platební bilance, případně objevem zlata na území Británie, anebo strukturálním přesunem části zlata od neměnového využití k peněžní sféře. Vůči potřebám směnného společenství tedy chtěla měnová škola postavit peněžní nabídku jako zvnějšku stanovený parametr, jemuž se přizpůsobí všechna hospodářská čísla.

Stoupenci bankovní školy odvíjeli argumentaci proti umělé rigiditě peněžní nabídky, k níž směřovaly návrhy měnové školy, od dvou principů fungování peněžního oběhu a jednoho normativního postoje k úloze peněz v mechanismu národní hospodářské soustavy. První princip převzali od obhájců Bank of England v polemice o měnovém zlatě: do debat se vrátila doktrína reálných směnek. Druhý princip, tzv. zákon zpětného toku, ztělesňoval jakousi pojistku pro případ, že by přece jen emisní zásada odvozená od konceptu reálných směnek nedokázala zabránit krátkodobému převýdeji. Nadbytečné bankovky se v modelu peněžního oběhu bankovní školy v krátké době vrátily do emisní banky, a to cestou splácení dříve poskytnutých úvěrů³⁵. Humphrey (1970) však upozorňuje na vágnost celého konceptu zpětného toku, jehož logický základ bankovní škola nikdy odpovídajícím způsobem nevysvětlila.

³⁵ *Oba uvedené principy bránící převýdeji oběživa obhajovala ve svém teoretickém přístupu také škola svobodného bankovníctví. Zcela klíčový rozdíl mezi stoupenci této školy a stoupenci bankovního principu spočíval v zásadní odlišnosti institucionálního uspořádání peněžních soustav, na které obě školy naznačené korektivní principy uplatňovaly. Zákon zpětného toku měl své opodstatnění v konkurenční jednostupňové bankovní soustavě bez emisního monopolu, kdy se bankovky určité banky uložené hospodařícími subjekty u bank konkurenčních velice rychle vracely k emitentovi buď přes zúčtovací operace nebo prostým předložením k umoření ve zlatě. Už jenom vědomí funkčnosti tohoto principu ve spojení se soukromohospodářským účelem řídicím jednání každé obchodní banky s emisním právem nutně omezovalo možnost převýdeje bankovek. Pokud k němu přece jen došlo, korekce odvozená ze zákona zpětného toku byla rychlá a účinná. Bankovní škola se pokusila naroubovat popsany mechanismus na soustavu s neformální rezervní bankou v téměř absolutním výsadním postavení (nezapomínejme na emisní privilegia venkovských bank), což vyvolalo otazníky nad oprávněností takového přístupu. Vzhledem k tomu, že Bank of England neměla konkurenci, a že její bankovky představovaly de facto měnovou bázi, se korekční vliv zpětného toku mohl projevit až se značným zpožděním. Období převýdeje bankovek tak nebylo omezeno relativně krátkým časovým úsekem, což vytvářelo prostor pro přenos důsledků převýdeje do poklesu kupní síly peněžní jednotky a do tlaku na únik rezerv z bankovního systému.*

Důležitou úlohu při formování názorů bankovní školy na principy reformy peněžního uspořádání sehrál koncept tzv. potřeb obchodu, který se z normativního úhlu pohledu vyjadřoval k úloze peněz v hospodářském mechanismu. Stoupenci bankovní školy obhajovali potřebu zcela pružného, tj. endogenního, oběživa, které se plynule přizpůsobuje dynamice poptávky po penězích odvozené od obchodního cyklu. Spojovacím můstkem mezi přirozenými požadavky na peněžní oběh a nabídkou oběživa byl v koncepci bankovní školy emisní princip založený na doktríně reálných směnek³⁶. Při obhajobě konceptu pružného oběživa, postaveného do protikladu k rigidnímu, pojmově kovovému peněžnímu oběhu, nemusela bankovní škola čelit poukazům na zásadní trhlínu v teorii reálných směnek, tj. na neurčenost cenové hladiny a peněžní nabídky. Takové námitky by nenesly nijakou vypovídací hodnotu, neboť bankovní škola vsadila svou představu o potřebném peněžním uspořádání do širšího národohospodářského rámce, ve kterém směnitelnost bankovek Bank of England za zlato a pevný obsah kovu v jedné libře ukotvily domácí cenovou hladinu a s ní i zbylá nominální hospodářská čísla vůči světovým relacím.

Schwartzová (1991) přináší zajímavý pohled na přístup obou myšlenkových proudů k vymezení peněžní nabídky. Zatímco měnová škola zahrnovala do definice peněz úhrn kovového oběživa, bankovek a státovek, bankovní škola na první pohled zúžila, poněkud paradoxně, ve svém pojetí peníze pouze na kovové mince a státočky. Avšak úzkým vymezením peněžní nabídky neskončila analýza peněžního oběhu, neboť bankovní škola zapracovala do své koncepce bankovky a depozita coby prostředky ke zvýšení rychlosti oběhu hotovosti. Schwartzová shrnuje pohled bankovní školy na propojení peněžního oběhu a cenové hladiny takto:

„Pro krátké období zastávala [bankovní] škola názor, že ceny mohou být ovlivněny všemi formami úvěru, avšak v dlouhém období toliko penězi jak byly definovány [tj. kovové oběživo a státočky], protože domácí cenová hladina se může odchýlit od světové hladiny určené zlatým standardem pouze přechodně.“ (1991, s.184)

Polemiky mezi bankovní a měnovou školou vyvrcholily v roce 1844, kdy britský parlament přijal *Zákon o bankovním privilegiu*. Na jeho přípravě se velkou měrou podílel Robert Peel, zastávající od roku 1841 úřad ministerského předsedy. O významu Peelovy účasti na formování konečného znění svědčí nejlépe to, že zákon bývá běžně označován jako Peelův zákon. Peel výrazně prosazoval principy měnové školy, byl přesvědčen o potřebě centralizovat emisi bankovek do pravomoci Bank of England a zároveň tuto emisi co možná nejpevněji svázat se zlatem.

Není divu, že *Zákon o bankovním privilegiu*, schválený v květnu 1844, znamenal dočasné vítězství stoupenců měnové školy. Bank of England se rozdělila na dva samostatné útvary: emisní a bankovní. Emisní útvar (Issue Department) zabezpečoval emisi bankovek, přičemž musel dodržet horní limit pro objem vydaných neplnohodnotných bankovek, krytých nikoli kovem, nýbrž pouze vládními cennými papíry v portfoliu Bank of England. Původní maximální *kvóta neplnohodnotné emise* (fiduciary issue) činila 14 milionů liber. Bankovky emitované nad tento limit

³⁶ Vyšší potřeba peněz při hospodářském vzestupu, jehož projevem je čilejší obchodní aktivita a tedy i nárůst směnečných obchodů, přivede do banky více směnek k diskontu. V periodě poklesu je tomu pochopitelně naopak.

podléhaly povinnosti úplného krytí zlatem, resp. stříbrem. Bankovní útvar (Banking Department) provozoval běžné operace obchodního bankovníctví, a to na obou stranách svého rozvažného účtu; emisní privilegium se ovšem vztahovalo pouze na emisní útvar.

V zákoně se odrazily také obavy stoupenců měnové školy ohledně destabilizačního potenciálu vyplývajícího z emisní aktivity venkovských, tj. ne-londýnských bankovních domů. Protože nebyli přesvědčeni o tom, že se objem bankovek vydaných mimo Londýn udržuje v poměrně pevném vztahu vůči emisi Bank of England, prosadili do zákona dvě ustanovení, která ovlivnila aktivity venkovských bank. Všem bankovním domům, kterých se ustanovení týkalo, bylo ponecháno právo emitovat své vlastní bankovky, avšak jejich úhrn nesměl překročit horní limit, který se rovnal skutečnému objemu vydaných bankovek v době přijetí Peelova zákona. Pokud se některá z bank oprávněných k emisní činnosti rozhodla tuto aktivitu ukončit, její limit pro výdej bankovek připadl Bank of England, a to ve výši dvou třetin, o které mohla navýšit svůj maximálně povolený objem neplnohodnotné emise.

Základem britské peněžní soustavy se tedy stala kombinace *pevného* objemu neplnohodnotné emise a *pružného*³⁷ objemu emise zcela kryté měnovým zlatem. Takové uspořádání mělo podle zastánců měnové školy účinně zamezit naduřování peněžního oběhu vyvolanému úvěrovou aktivitou obchodních bank ve vzestupné fázi konjunkturního cyklu. Emise bankovek (avšak nikoli depozit) byla bezprostředně omezena odlivem zlata přes schodkovou platební bilanci. Zároveň mělo úplné zlaté krytí působit psychologicky proti tendenci k vnitřním krizím peněžní soustavy, kdy se hrouť úvěrová nastavba vnějších peněz v důsledku všeobecného poklesu důvěry v honorování závazků. Obhájci Peelova zákona pevně věřili, že finanční krize z let 1825 a 1836 se definitivně stanou minulostí.

Následný vývoj však prokázal neoprávněnost tohoto přesvědčení a přispěl k tomu, že počátkem 70. let 19. století byl zcela zdiskreditován základní princip měnové školy, který pojímal cenovou hladinu jako závisle proměnnou pouze vůči úzce vymezeným penězům (kovové a papírové oběživo). Navzdory úplné eliminaci volnosti v rozhodování Bank of England zasáhly Velkou Británii další finanční krize v téměř magickém desetiletém rozestupu v letech 1847, 1857 a 1866. Laidler (1991b) poznamenává, že až na jednu výjimku měly krize po přijetí Peelova zákona všechny důležité rysy a charakteristiky krizí před jeho přijetím. Zmíněnou odlišností byla nezpochybněná směnitelnost bankovek Bank of England za zlato, nejistota nicméně provázela směnitelnost vkladů u Bank of England za bankovky a tedy za zlato. Finanční krize byly živeny právě touto nejistou směnitelností vkladů uložených u Bank of England, které sloužily ve funkci rezerv pro celou bankovní soustavu. Horsefield (1991) popisuje společnou charakteristiku všech tří krizí z let 1847, 1857 a 1866: počáteční paniku, která vyvolala útěk k likviditě, nejprve vždy prohloubila prvotní zdrženlivost Bank of England vyhovět poptávce po svých bankovkách a teprve se zpožděním přišlo vládní opatření, vyvazující banku z povinnosti dodržovat

³⁷ Ovšem pružného ve smyslu věrného odrazu změn celkového množství měnového zlata, nikoli ve smyslu reakce na změny v poptávce po penězích.

limit neplnohodnotné emise. Bank of England však byla nucena překročit limit pouze v roce 1857.

Nenaplněná očekávání, která do Zákona o bankovním privilegiu vkládali jeho tvůrci a obhájci, vedla k oživení zájmu o teoretické i praktické názory bankovní školy. Cameron (1994) trefně glosuje tento zpětný pohyb kyvadla: „Tooke prohrál bitvu, ale jeho duch vyhrál válku.“ (s.125) Kromě uznání vlivu, který má na cenovou hladinu úvěrová konstrukce, byl do teorie peněžní politiky zapracován koncept věřitele poslední instance. Vývoj teorie tak zamítl představu měnové školy o nadbytečnosti institutu věřitele poslední instance v peněžním uspořádání, které spočívá na úplném zlatém krytí nově emitovaných bankovek. Bagehotova *Lombard Street* z roku 1873 znamenala vyvrcholení klasického přístupu bankovní školy k funkci ‘posledního věřitele’, přičemž není bez zajímavosti, že základy tohoto konceptu položil o 70 let dříve H. Thornton považovaný spíše za předchůdce měnové školy.

Kvantitativní omezení neplnohodnotné emise Bank of England se vedle vědomých vládních zásahů v době tří uvedených krizí zvyšovalo také přirozenou, evoluční cestou tak, jak postupně ne-londýnské banky s právem vydávat bankovky končily svou emisní činnost. Poslední soukromá banka přestala emitovat bankovky v roce 1921, čímž konečné číslo limitující kontingent neplnohodnotných bankovek vzrostlo na 19,75 mil. liber. V té době však již ve Velké Británii obíhaly pokladniční poukázky (Treasury Notes) vydávané vládou během 1. světové války jako doplňkové oběživo k bankovkám Bank of England. V roce 1928 byly oba úhrny oběživa sloučeny a zároveň byl zvýšen limit neplnohodnotné emise na 260 mil. liber. Bank of England získala poměrně širokou pravomoc ke změnám tohoto limitu dle vlastního uvážení. Pokud by případné zvýšení trvalo déle než půl roku, mělo být schváleno na schůzce banky a ministerstva financí a po dalších dvou letech by muselo projít parlamentním hlasováním. Při opuštění zlatého standardu v září 1931 vzrostl limit neplnohodnotné emise na 275 mil. liber. V souvislosti s rozpoutáním 2. světové války převedla britská vláda v září 1939 prakticky veškeré zlato v držení Bank of England na tzv. účet devizového vyrovnání (Exchange Equalization Account) a současně stanovila nový limit neplnohodnotné emise na 580 mil. liber. Od roku 1939 jsou fakticky všechny bankovky Bank of England kryty cennými papíry.

3. Wicksellova peněžní teorie

Vliv obou britských polemik o penězích a peněžní politice je zřetelným aspektem peněžního myšlení Knuta Wicksella. Interpretace jeho teoretického odkazu naráží na problém, kam tohoto zakladatele tzv. švédské školy zařadit v pomyslném členění na stoupence a odpůrce kvantitativní teorie peněz. Pověštinou se lze setkat s názorem, že Wicksellova koncepce nevybočuje z tradice kvantitativní teorie, pouze se pokouší o zapracování klíčových principů této tradice do peněžního systému, v němž kovové peníze neustále ztrácejí své postavení a jsou nahrazovány bankovkami a zejména žirovými penězi (Rogers, 1989). Vodítkem pro přiřazení Wicksella k linii počínající Lockem a završenou Friedmanem je zcela zjevně koncept přirozené úrokové míry coby osy veškerého pohybu peněžních veličin. Wicksell odmítl možnost, že by pohyb v nastavení tohoto pivotu mohl ovlivnit změny v jiných než reálných vazbách uvnitř

hospodářské soustavy. Pojímání přirozené úrokové míry jako exogenní proměnné vůči peněžní soustavě nutně připoutalo Wicksella k tradici tzv. reálné analýzy³⁸.

O postoji Wicksella ke kvantitativní teorii vypovídá jeho předmluva k práci *Úrok a ceny* (Wicksell, 1898). Původně měla tato kniha sloužit jako přehledová a hodnotící práce o teoretických a praktických sporech okolo kvantitativní teorie. Důkladné studium nicméně utvrdilo Wicksella v jeho dřívějších podezřeních, že „jako alternativa ke kvantitativní teorii neexistuje žádná úplná koherentní peněžní teorie.“ (1898, s.xxiii). V negativním smyslu, tj. ve smyslu kritiky kvantitativní teorie, chápe Wicksell myšlenku bankovní školy, kterou sám nazývá Tookeyovou školou, jako „správné a poučné“, avšak v pozitivním smyslu, tj. ve smyslu formulace alternativní teorie peněz, neústí podle jeho názoru koncepcí bankovní školy do ničeho jiného než do „několika aforismů, byť důvtipných“, nepropojených do souvislého celku.

Nicméně ani kvantitativní teorii ricardovského střihu nepřijal Wicksell bez výhrad a pochybností. Ocítl se tak náhle mezi proudy, kdy si na jedné straně uvědomoval nedostatky kvantitativní teorie, a na straně druhé neviděl odpovídající teoretickou koncepci, která by mohla kvantitativní teorii plnohodnotně nahradit:

„Je-li teorie chybná - anebo v rozsahu v jakém je chybná - pak máme dosud k dispozici toliko jednu chybnou teorii peněz a žádnou správnou teorii. ...Jedinou možnou cestu jsem spatřoval v tom, pokusit se sledovat logické důsledky základního konceptu, z něhož vzešla kvantitativní teorie, tak abych dospěl k teorii, která by byla vnitřně soudržná a plně odpovídala pozorované skutečnosti.“ (1898, s.xxiii-xxiv)

Pomyslnou osou celého Wicksellova teoretického systému se stala *provázanost cenové a úrokové hladiny*. Úloha peněz jako prvotního nositele inflačních a deflačních impulsů ustoupila do pozadí. Právě Wicksellův pohled na inflační a deflační metody, kdy jednoznačně dominuje vazba mezi normální a tržní úrokovou mírou, vytlačuje jeho teorii z kvantitativní tradice. Kvantitativní teorie totiž funkčně propojuje dynamiku absolutní cenové hladiny coby závisle proměnnou s dynamikou peněžní nabídky coby nezávisle proměnnou. Naproti tomu ve Wicksellově pojetí vystupuje dynamika peněžní nabídky jako zprostředkující závisle proměnná ve funkčním vztahu mezi pohyby hladiny (absolutních) cen a nenulovým diferencíálem normální a tržní úrokové míry. Nikoli peněžní nabídka, nýbrž tato úroková disparita představuje nezávisle proměnnou.

Takto přeformulované uspořádání časové a příčinné souslednosti mezi pohybem úrokové mezery a změnou množství peněz v oběhu je zcela klíčovým momentem, který staví Wicksella mimo ortodoxní peněžní teorii. Ricardo obhajoval příčinnou vazbu vycházející od převisu peněžní nabídky a ústící do dvojího projevu: (i) do trvalého zvýšení úhrnné cenové hladiny a (ii) do přechodného poklesu úrokové míry. Wicksell tuto klasickou interpretaci kvantitativní teorie, která popisuje

³⁸ *Střety o základní postuláty peněžní teorie jsou argumentační přetahovanou mezi dvěma tradicemi. Reálná analýza (Real Analysis) uznává úlohu pouze nepeněžních faktorů při určování rovnovážného stavu hospodářské soustavy v dlouhém období. Peněžní analýza (Monetary Analysis) se k takovému pojetí staví odmítavě, neboť peněžní vazby nejsou pouhým závojem skrývajícím pohyby reálných veličin; dlouhodobou rovnováhu spoluurčují v úzkém sepětí reálné a peněžní faktory. Blíže viz Rogers (1989).*

přizpůsobovací procesy po převýšení objemu obíhajících peněz nad 'optimální' množství, nezpochybňoval, pouze ji zjemnil v tom ohledu, že není podstatný pokles úrokové míry *per se*, nýbrž pokles tržní úrokové míry vůči normální úrokové míře. Zároveň ji však přisoudil jen velmi omezený význam vzhledem k tomu, že svou peněžní teorii formuloval pro rozvinutou peněžní soustavu založenou rozhodujícím způsobem na úvěru, a tedy na vnitřních penězích, jejichž exogenně vyvolané převýšení nad poptávaný objem není myslitelné.

Ryze exogenní zvýšení měnové zásoby zlata nepochybně ovlivní vývoj úrokové míry a hospodářských čísel, avšak v žirové soustavě, byť se zlatým základem, hraje marginální úlohu. Neustále se vracíme k problému institucionálního uspořádání peněžního oběhu a jeho významu pro vypovídací hodnotu kvantitativní teorie. Locke i Hume pracovali s ryze kovovou peněžní soustavou, proto byl jejich pohled na provázanost cen a oběhu zlatých a stříbrných peněz zformulovaný do postulátů kvantitativní teorie nepochybně správný. Příliv měnového kovu do hospodářské soustavy, pokud nebyl následně neutralizován teaurací, nutně musel působit na posun funkce agregátní poptávky a vyvolat nerovnováhu, jejíž korekce se projevila růstem cenové hladiny a/nebo v odlivu zlata či stříbra přes schodek platební bilance. Evoluce bankovního systému a peněžního oběhu však postupně oslabovala vliv a význam inflační metody v podobě exogenního nárůstu peněžní nabídky.

Funkce agregátní poptávky v hospodářské soustavě s žirovým peněžním systémem není primárně omezena objemem měnového kovu, nýbrž podmínkami, za kterých banky umožní financování výdajových toků. Kupní síla peněžní jednotky vyrovnává svými pohyby nesoulad mezi tvorbou důchodů hospodařících subjektů a formováním úhrnné poptávky, přičemž odtržení poptávkové, tj. výdajové funkce od předchozích důchodových toků je (i) pojmově vyvoláno zvýšením objemu peněz v portfoliu aktiv nad optimální množství určené funkcí poptávky po penězích, nebo (ii) umožněno porušením paritního vztahu mezi normální a tržní úrokovou mírou, bez ohledu na to, která z úrokových proměnných se pohnula. V prvním případě jde o koncept reálných hotovostních zůstatků, relevantní pro peněžní soustavu založenou na plnohodnotných penězích, jejichž tvorba probíhá nezávisle na pohybech hospodářských čísel³⁹. Ve druhém případě vytvářejí banky poskytnutím úvěru, který jde nad rámec dobrovolné úspory, prostor pro financování výdajů, za nimž nestojí žádný vytvořený důchod a vůči nimž nepřichází na trhy zásoba reálných statků.

Druhou rovinou, v níž se Wicksell rozchází s ortodoxní tradicí kvantitativní teorie, je jeho výklad levé strany rovnice směny. Rozhodující úlohu sehrává rychlost oběhu vymezená jako průměrný počet převodů dostupného objemu peněz z ruky do ruky během ročního časového intervalu, a to ve spojitosti se směnou, nikoli půjčováním. Zatímco v ryzí kovové soustavě je dynamika veličiny rychlosti obratu poměrně těsně sevřena působením nepeněžních faktorů, se vznikem instituce úvěru se toto sevření postupně uvolňuje. Nicméně pouze existence obchodního úvěru spolu s fyzickým zapůjčením peněz mezi dvěma hospodařícími subjekty nepostačuje k rozsáhlejšímu rozvolnění pásma, ve kterém se hodnota rychlosti oběhu pohybuje. Příčiny

³⁹ Abstrahujeme pochopitelně od toků zlata či stříbra mezi užitím průmyslovým a teaurací na straně jedné a měnovým užitím na straně druhé.

přetrvávajícího sešňorování, byť už ne tak těsného jako v prostředí ryzí hotovostní soustavy, spočívají (i) v omezené možnosti jednotlivého hospodařícího subjektu dostat anebo poskytnout úvěr a (ii) v nutnosti udržovat hotovostní zůstatky na určité výši dané obchodními zvyklostmi, očekáváními ap.

Přesto mění půjčování peněz a prodej na úvěr vztah mezi penězi a nominálním důchodem: umožňují zvýšit rychlost oběhu peněz a tím zprostředkovat profinancování většího objemu výdajů, než by bylo myslitelné a technicky proveditelné v ryzí hotovostní soustavě. Rychlost oběhu ztrácí svůj status konstanty, na kterém je ovšem vystavěna celá teorie obecné cenové hladiny v kvantitativní tradici. Ceny se potom mohou měnit, aniž by nutně kolísalo množství peněz v oběhu; přesto bude mít cenová dynamika nedoprovázená pohybem peněžní nabídky svou horní hranici odvozenou od dvou výše naznačených limitujících vazeb.

Obě institucionální omezení však překonává nástup rozvinutého úvěrového hospodářství, k jehož definičním znakům patří (i) organizace úvěru soustředěná do bankovní soustavy, (ii) převod pohledávek prostřednictvím směnek a (iii) diskontování směnek, používání šeků a clearingového zúčtování:

„Rozvinuté úvěrové hospodářství ... poskytuje skutečně nebo potenciálně vyšší rychlost oběhu - anebo, přesněji řečeno, rychlost oběhu je možné zvyšovat víceméně *libovolně*.“
(Wicksell, 1898, s.62-63, proložení přidáno)

Svým rozpracováním vlivu bankovního systému a úvěru obecně na chování veličiny rychlosti oběhu Wicksell navázal na tradici bankovní školy, která v diskusích o ideální podobě peněžního uspořádání ve Velké Británii popírala oprávněnost úzkého pohledu měnové školy na peníze ve formě oběživa a bankovek coby jediného faktoru, který svou dynamikou řídí pohyb cenové hladiny. V přístupu bankovní školy jsou neméně důležitým faktorem všechny formy úvěru, kdy směna proběhne bez okamžitého protiplnění v konečných penězích, a kdy vzniká úvěrový vztah mezi prodávajícím a kupujícím. Alternativně je převod konečných peněz nahrazen převodem pohledávky, kterou má kupující vůči jinému subjektu, především bance. Narůstající podíl úvěrově podložených obchodů a vysoký stupeň pružnosti tohoto mechanismu stále více odtrhávají absolutní cenovou hladinu od vývoje úzké peněžní nabídky.

Wicksell, ač o to zjevně neusiloval, citelně podkopal vypovídací schopnost kvantitativní teorie, neboť analýzou úvěrového systému zpochybnil její klíčový předpoklad, a sice stabilitu rychlosti oběhu peněz. Dynamika cenové hladiny se stává funkcí disparity normální a tržní úrokové míry, která vede k rozšiřování či zužování úvěrové nástavby hotovostního oběhu, tj. oběhu konečných peněz. Nabízí se tak dvojí výklad jednoho fenoménu: V původním Wicksellově pojetí jsou penězi pouze plnohodnotné mince, resp. státopky, neboli konečné peníze a pružnost úvěrové struktury působí na pružnost rychlosti oběhu těchto konečných peněz. V modernějším pojetí, kdy do peněžní nabídky zařazuje teorie také vnitřní peníze, tzn. že peněžní oběh explicitně zahrnuje část úvěrové struktury, se pružnost úvěru přelévá do endogenity peněžní nabídky. Zatímco ve Wicksellově přístupu existuje jasná hranice mezi penězi a úvěrem, v přístupu širokých peněz se tato hranice značně rozostřuje, je nutně arbitrární, neboť vyžaduje vést řez napříč úvěrovou strukturou,

kteřá alespoň pojmově umožňuje směnu v celé své úplnosti. Rychlost oběhu širokých peněz bude nepochybně stabilnější než rychlost oběhu konečných peněz; úplné stability by bylo možné dosáhnout rozšířením definice peněžní nabídky na všechny prvky úvěrové struktury. Ovšem důsledky pro kvantitativní teorii jako teorii determinace cenové hladiny jsou stejné v obou extrémních polohách. Pokaždé za nimi stojí pružnost úvěru, která ve Wicksellově pojetí vytváří prostor pro libovolné kolísání rychlosti oběhu konečných peněz, ve druhém naznačeném pojetí pak přetváří nejširší možnou peněžní nabídku na endogenní proměnou.

4. Keynesova peněžní teorie

Od Wicksellovy peněžní teorie vede zřetelná linka k dynamické peněžní teorii Johna M. Keynesa, kterou vyložil ve dvou svazcích *Pojednání o penězích* (Keynes, 1930). Keynesova teorie nese oba znaky neortodoxního přístupu k peněžní analýze, a to (i) důraz na jiné inflační či deflační metody než klasický nadbytek či nedostatek peněz a (ii) důraz na vliv úvěrové struktury směrem k pohybům cenové hladiny a k vymezení peněžní nabídky obecně.

Hledání faktorů ovlivňujících cenový vývoj přivedlo nakonec Keynesa k formulaci dvou tzv. *fundamentálních rovnic*, z nichž jedna funkčně propojuje cenovou hladinu spotřebních statků s úhrnem peněžního důchodu všech hospodařících subjektů, náklady na výrobu nových investic, objemem úspor, úhrnným výstupem hospodářské soustavy a jeho částí určenou ke spotřebě. Druhá rovnice pak vyjadřuje cenovou hladinu veškerého výstupu jako funkci úhrnného peněžního důchodu a výstupu, objemu úspor a hodnoty nových investičních statků. Fundamentální rovnice jsou zkonstruovány tak, že cenová hladina spotřebních statků nezávisí na cenové hladině statků investičních, nicméně pro obě cenová čísla platí, že

„ ... růst úrokové míry vede - za jinak nezměněných okolností - k poklesu míry investic (ať už měřené jejich hodnotou anebo jejich náklady) relativně vůči míře úspor ... takže cenové hladiny vykazují tendenci k poklesu.“ (Keynes, 1930, I, s.154)

Keynes se přímo odvolává na Wicksella, když definuje přirozenou úrokovou míru jako veličinu, která vyrovnává objem úspor s hodnotou nových investičních statků, a vedle ní staví tržní úrokovou míru danou bankovním systémem. Propojení fundamentálních rovnic (popisujících mechanismus determinace absolutní cenové hladiny jak spotřebních statků, tak výstupu jako celku) s dynamikou vzájemného poměru mezi normální a tržní úrokovou mírou chápe Keynes jako teoretický rámec pro analýzu vlivu bankovní politiky na cenové pohyby. Z tohoto neortodoxního teoretického rámce lze totiž odvodit

„ ... něco, co nám běžná kvantitativní rovnice neposkytne, a sice jednoduché a přímé vysvětlení toho, že růst bankovní úrokové míry vede, pokud mění efektivní úrokové míry, ke stlačení cenové hladiny.“ (Keynes, 1930, I, s.155)

Ačkoli představuje disparita normální a tržní úrokové míry inflační či deflační metodu uznávanou jak Wicksellem, tak Keynesem, a staví proto oba myslitele na stejný teoretický základ, v otázkách konkrétní aplikace se každý z nich ubírá jiným směrem. Wicksell odvozoval otevření úrokové mezery, vyvolávající kumulativní

přizpůsobovací proces, převážně od pohybu normální úrokové míry vůči tržní úrokové míře, neboť jen tak mohl vysvětlit empirický postřeh Tookeya, že v období deflačního vývoje převažuje nízká, resp. klesající úroková míra, zatímco s obdobím inflačním koresponduje vysoká, resp. rostoucí úroková míra. Keynes kladl důraz naopak na pohyb tržní úrokové míry vůči normální úrokové míře, zřejmě v souvislosti s úvahami, nakolik je cedulová banka vybavena k ovlivňování cenové hladiny.

Velkou pozornost Keynes věnuje precizní klasifikaci peněz, zohledňující historický vývoj peněžních soustav, vyhýbá se nicméně přímé tradiční definici peněz přes funkce. Peníze *per se* nebo také vlastní či pravé peníze (Money-Proper) představují v Keynesově pojetí něco, co svým převodem umořuje dluh a úzce souvisí s účetním vyjádřením dluhu, tj. s účetními penězi (Money-of-Account)⁴⁰. Ve vývoji peněžního oběhu se postupně vynořila doplňková kategorie bankovních peněz (Bank-Money). Keynes charakterizuje vazby mezi všemi třemi kategoriemi peněz takto:

„[Z]avedení účetních peněz dává vzniknout dvěma odvozeným kategoriím - smluvním nabídkám, smlouvám a dlužním osvědčením, které jsou v [účetních penězích] vyjádřeny a vlastním penězům, které [účetním penězům] odpovídají, a jejichž dodání umoří smlouvu anebo dluh. První z těchto kategorií připravuje cestu dalšímu vývoji, a to objevu skutečnosti, že dlužní osvědčení jsou pro řadu účelů vhodnou náhradou za vlastní peníze při vyrovnávání transakcí. Jsou-li dlužní osvědčení takto používána, můžeme je nazvat bankovními penězi - nezapomínejme však, že nejsou vlastními penězi. Bankovní peníze jsou prostě jednoduše osvědčení o soukromém dluhu, vyjádřeném v účetních penězích, které spolu s vlastními penězi putují z ruky do ruky, aby vyrovnaly transakci.“ (1930, I, s.5-6)

Uznání existence bankovních peněz významně odděluje Keynese od standardního pojmání peněžní nabídky v úzkém pojetí konečných peněz, a tedy i od bankovní školy a Wicksella. Keynesovy bankovní peníze splývají s kategorií vnitřních peněz: jejich podkladem je soukromý dluh a při převodu nedochází k definitivnímu umoření dluhu. Určitá část úvěrové struktury vystavěné na objemu vlastních, tj. konečných peněz se v tomto pojetí širší peněžní nabídky stává její součástí, a v té míře, v jaké si zachovává svou pružnost, působí na její chování ve vztahu k poptávce po penězích.

Empirické údaje za Spojené státy a Velkou Británii vedly Keynese k přesvědčení, že zkoumání charakteristik emisního procesu bankovních peněz musí být v centru zájmu peněžní teorie:

„[P]oužívání bankovních peněz je dnes tak dominantní, že by mnohem méně zmatku bylo vyvoláno, pokud by byly považovány za hlavní a ostatní druhy oběživa za sekundární, než když jsou za hlavní pojímány státní [tj. konečné] peníze a jako následná komplikace jsou zavedeny bankovní peníze.“ (1930, I, s.32-33)

Tvorba bankovních peněz pojmově splývá s růstem objemu bankovních depozit, které umožňují svým majitelům, tj. bankovním klientům, proti této pohledávce za bankou čerpat konečné peníze anebo vypisovat šeky. Keynes ve svém rozboru tvorby

⁴⁰ *Přeformulováno do běžnějšího výraziva, vlastní peníze odpovídají konečným penězům, ať už plnohodnotným anebo prohlášeným za zákonné platidlo státní mocí, zatímco pojem účetní peníze popisuje funkci peněz coby účetní jednotky.*

bankovních peněz chápe všechna depozita jako pohledávky, které banky tvoří každá sama vůči sobě, a které přecházejí do rukou klientů dvojí cestou. První způsob nazývá Keynes pasivní tvorbou depozit: banka efektivně přijímá hotovost nebo šek a objem takto navýšených likvidních zdrojů připsá k dobru klientova vkladového účtu. Druhý způsob - aktivní tvorbu depozit - lze dále rozdělit na dvě metody: buď banka nakoupí aktivum, ale nezaplatí v hotovosti, nýbrž připsáním k dobru prodejceva účtu, anebo banka vytvoří vůči sobě pohledávku ve prospěch hospodařícího subjektu, a to proti jeho slibu v budoucnu tuto pohledávku splatit⁴¹.

Keynesovy úvahy o tvorbě bankovních peněz, o principech, jimiž se tato tvorba řídí, a tedy především o vestavěných brzdách kvantitativně limitujících množování objemu pohledávek za bankami ústí do jasně vymezeného rámce pro diskuse o exogenitě či endogenitě peněžní nabídky. Byť se v *Pojednání o penězích* pojem exogenita či endogenita nikde nevyskytuje, analýza emisního procesu ve smyslu tvorby bankovních depozit je vedena zcela v duchu behaviorálního přístupu zaměřeného na chování jednotlivých obchodních bank, bankovního systému jako celku a na vztahy mezi bankovním systémem a cedulovou bankou. Jednotlivá obchodní banka čelí poměrně nepružným omezením své kreační způsobilosti, neboť dynamika aktivní tvorby depozit cestou poskytování úvěrů a nákupu aktiv musí být v určité pevné vazbě vůči dynamice pasivní tvorby depozit cestou získávání likvidních zdrojů, ve formě hotovosti či šeků, od bankovních klientů. Banka usiluje ve vlastním zájmu bezpečného podnikání o to, aby vyrovnávala (i) toky hotovosti vyplacené a přijaté a (ii) toky pohledávek za jinými bankami s toky pohledávek ostatních bank vůči ní. Určitá volnost v rozhodování o aktivní tvorbě depozit existuje, neboť je pravděpodobné, že část aktivně vytvořených pohledávek převedou klienti při úhradě svých závazků na své obchodní partnery, kteří jsou klienty téže banky.

Obecně však platí pravidlo vnějšího omezení kreační způsobilosti pro jednotlivou banku. Toto pravidlo je odvozeno z povinnosti banky udržovat určitý, dlouhodobě stabilní poměr depozit vůči rezervám ve formě hotovosti a pohledávek za ostatními bankami a v praktické rovině proto váže udržitelnou dynamiku bilanční sumy jednotlivé banky na dynamiku úhrnné bilanční sumy celé bankovní soustavy.

Poněkud komplikovanější se Keynesovi jeví úvaha o tom, zda rezervní vnější omezení působí rovněž ve vztahu k bankovní soustavě jako celku. Za určitých podmínek, které odpovídají institucionálnímu popisu ryzího úvěrového systému ve Wicksellově teorii, a jsou proto nutně hypotetické, postuluje Keynes tezi o neomezené schopnosti bank tvořit vnitřní peníze, ovšem za předpokladu, že se „pohybují vpřed rovnoměrně“. Synchronizace dynamiky bilančních úhrnů jednotlivých bank napříč celou bankovní soustavou je

„... klíčem k chování systému. Jakýkoli pohyb jednotlivé banky vpřed ji oslabuje, avšak každý takový pohyb jedné z jejích sousedních bank ji posiluje; takže pokud se pohybují všechny stejnoměrně vpřed, žádná z nich není oslabena ... Proto se chování každé banky, třeba si nemůže dovolit být více než krok před ostatními, bude řídit průměrným chováním bank jako celku - průměrem, k němuž je však schopna přispět, ať je její podíl malý nebo velký.“ (1930, I, s.26-27)

⁴¹ Nejde tedy o nic jiného než o standardní poskytnutí úvěru v žirové formě.

Neomezená kreační způsobilost bankovní soustavy jako celku, se kterou souvisí vnitřní nestabilita emisního procesu odrážející se v teoreticky bezlimitním rozpínání či smršťování peněžní nabídky, však podle Keynese nepatří k principům uspořádání peněžního oběhu, neboť bankovní praxe neodpovídá podmínkám ryzí úvěrové soustavy. Do peněžního systému vstupuje vedle bankovních peněz také kategorie rezerv, jejichž chování určuje dynamiku bankovních peněz, byť by bankovní peníze svým objemem značně převyšovaly objem rezerv. Za rezervy považuje Keynes úhrn oběživa a pohledávek bank za cedulovou bankou, resp. jinou institucí vybavenou emisním monopolem na konečné peníze.

Chování peněžního oběhu tak Keynesova analýza vystihuje třemi navzájem propojenými principy, které vytvářejí obecně platný rámec pro zkoumání a výklad endogenity či exogenity peněžní nabídky: (i) jednotlivá obchodní banka je schopna aktivně tvořit depozita, avšak nesmí přitom vybočit z řady, tzn. musí dynamiku tohoto emisního procesu vázat na pohyby v celé bankovní soustavě; (ii) banky jako celek rovněž podléhají omezení své emisní činnosti, neboť musí dlouhodobě udržovat stabilní vazbu mezi dynamikou svých obchodů a úhrnem rezerv; (iii) cedulová banka přebírá úlohu „dirigenta orchestru a udává tempo“, ovšem za předpokladu, že plně ovládá dynamiku rezerv bankovní soustavy. Rezervy obchodních bank jsou zrcadlovým odrazem vybraných položek pasivní strany rozvažného účtu cedulové banky; oběživo a závazky cedulové banky vůči bankovní soustavě tedy konečným způsobem ukotvují peněžně-úvěrovou strukturu.

Sám Keynes nicméně zmíněný rámec pro zkoumání procesu peněžní tvorby ponechal stranou při výkladu principů determinace nominálního důchodu obsaženém v *Obecné teorii zaměstnanosti, úroku a peněz* (Keynes, 1936) Tento ústup od propracované peněžní teorie vyložené v *Pojednání o penězích* lze vysvětlit snahou 'porazit protivníka na jeho vlastním hřišti'. Alternativní mechanismus peněžní kreace totiž nepředstavoval nutnou podmínku k tomu, aby Keynes prokázal, že v hospodářské soustavě působí určité síly, které mohou vést k hlubokému poklesu jejího výkonu a k rozměrnému nevyužívání výrobních faktorů. Zároveň přitom hospodářská soustava podle Keynese postrádá vnitřní automatismus pro překonání této mezery ve výstupu a zaměstnanosti. Svou alternativní teorii úrokové míry jako ryze peněžního fenoménu odrážejícího nikoli vztah mezi odloženou spotřebou a investicemi, nýbrž působení psychologických faktorů směrem k preferenci likvidity, Keynes (1936) formuluje při exogenním pojetí nabídky peněz:

„[Z]a daného stavu očekávání bude mít veřejnost určitý sklon k držbě hotovosti, která převyšuje držbu požadovanou na základě transakčního nebo opatrnostního motivu, což se projeví na skutečné držbě hotovosti v míře, která odvisí od podmínek, za nichž je měnová autorita ochotna vytvořit hotové peníze. ... *Ceteris paribus* proto bude každému množství peněz *vytvořenému* měnovou autoritou odpovídat určitá úroková míra, či, přesněji řečeno, určitý komplex úrokových měr pro dluhy o různé době splatnosti.“ (s.205, proložení přidáno)

O několik stránek dále pak Keynes hovoří o „nulové (nebo zanedbatelné) elasticitě produkce a substitute“ peněz, přičemž neelasticitu nabídky považuje za „normální charakteristiku peněz.“ (s.234-235)

Posuzováno zorným úhlem následného vývoje peněžního myšlení měla *Obecná teorie* dva významné důsledky. Za prvé teorie poptávky po penězích složené ze tří motivů držby hotovostních zůstatků obsahuje chybné pojetí transakční poptávky. Na tento moment upozorňuje Davidson (1994) a tvrdí, že „tento omyl vedl ‘keynesovce’ hlavního proudu k rozvíjení modelu, který překroutil vlastní Keynesův systém.“ (s.122) Keynes sice svou teorii preference likvidity záhy rozšířil o tzv. finanční motiv poptávky po penězích, avšak tento koncept se již nestal součástí ekonomie hlavního proudu, která se označovala za neokeynesovskou školu. Za druhé neokeynesovská teorie peněz staví na exogenním pojetí peněžní nabídky, což Eichner (1991) přičítá všeobecnému přijetí hicksovsko-hansenovského výkladu *Obecné teorie*. Na peněžní oběh je proto uplatňován marshallovský teoretický přístup poptávky a nabídky a centrální bance se přisuzuje schopnost manipulovat nabídkou peněz *nezávisle* na poptávce po penězích. Na tomto pojetí peněžního ‘trhu’ pak staví všechny učebnicové výklady ekonomie hlavního proudu.

VI. ENDOGENITA A EXOGENITA PENĚZ V MODERNÍ PENĚŽNÍ TEORII

Výrazným rysem hospodářsko-politických strategií sestavovaných po 2. světové válce, jejichž účelem bylo dosáhnout co možná nejstabilnějšího vývoje hospodářských čísel, se stala strukturální nevyváženost ve vzájemných vztazích mezi dvěma hlavními soubory metod, se kterými stabilizační politika pracuje. Do popředí zájmu se jednoznačně prosadila fiskální politika, zatímco politice peněžní byla přisouzena úloha zcela podružná. Potlačení významu peněžní politiky souviselo s hospodářským vývojem v první polovině třicátých let a jeho následnou reflexí v nově vznikajícím paradigmatu ekonomické teorie. Podle tvůrců stabilizačních programů selhala peněžní politika v letech Velké hospodářské krize, a tedy neobstála v historické zkoušce své účinnosti. Friedman (1968) připomíná výstižný dobový aforismus, který připodobňuje peněžní politiku k provázku, za nějž lze zatáhnout a zastavit tak inflaci, avšak bez možnosti zatlačit na něj, a tím vyvést systém z recese.

Velká deprese však nepoznamenala jen postoj k peněžní politice a její upotřebitelnosti při konstrukci stabilizačního rámce. Stala se zároveň příčinou a katalyzátorem změny paradigmatu v ekonomické vědě. Tradiční neoklasická teorie nedokázala vysvětlit hloubku ani délku trvání hospodářské krize a musela uvolnit místo novému paradigmatu, vystavěnému na myšlenkách a teoretických strukturách Keynesovy *Obecné teorie*. Ústředním principem keynesovského paradigmatu se stal *princip efektivní, či agregátní poptávky*; v jejím uvědoměném řízení spočíval podle Keynese potenciál k vyhlazování cyklických výkyvů v hospodářské aktivitě. Rozbor faktorů, které určují dynamiku investičních výdajů coby zdroje kolísání úhrnné poptávky, přivedl Keynese k závěru, zpochybnujícímu možnosti peněžní politiky při zabezpečování rovnoměrného hospodářského vývoje. Veličina mezní efektivnosti kapitálu totiž v Keynesově pojetí podléhá silnému a častému kolísání, jemuž nelze čelit odpovídajícím přizpůsobením úrokové míry, a protože investiční výdaje funkčně závisí na vzájemném vztahu tabulky mezní efektivnosti kapitálu a úrokové míry, nelze peněžní politikou stabilizovat důležitý segment efektivní poptávky.

Tendenci diskvalifikovat peněžní politiku ze stabilizačního rámce dále posílil Keynes svou analýzou úrokové míry, v níž zdůrazňoval význam psychologických momentů při determinaci této klíčové peněžně-politické veličiny. Funkce preference likvidity se za určitých podmínek může vytvarovat tak, že znemožní jakýkoli pokles úrokové míry ze stávající hladiny; tedy další důvod k všeobecné nedůvěře v účinnost peněžní politiky, tentokrát nikoli obecně, nýbrž v situaci citelného poklesu hospodářského výkonu a stejně citelného nárůstu nezaměstnanosti. Modelový rámec stabilizační politiky spoléhal na fiskální politiku, která měla nést veškerou tíhu vyhlazování výkyvů v efektivní poptávce. Zkušenosti Velké deprese a teoretická skepse keynesovského paradigmatu ohledně říditelnosti agregátní poptávky přes pohyby úrokové míry vytlačily peněžní politiku na samý okraj stabilizačního rámce; všeobecně uznávanou strategií peněžní politiky se stalo zavěšení úrokové míry na nízké hladině, příznačně nazvané politika levných peněz. Tato politika měla jednak napomoci financování poválečné obnovy, jednak měla ulehčit státnímu hospodaření od úrokových nákladů veřejného dluhu.

1. Radcliffeova komise

Počátek padesátých let znamenal ústup od politiky dlouhodobého udržování úrokové míry na nízké hodnotě: Velká Británie opustila politiku levných peněz v roce 1951, o dva roky později stejný krok definitivně učinily Spojené státy. Úroková míra se vrátila do instrumentária peněžní, resp. hospodářské politiky, nicméně britské zkušenosti s působením rozšířeného stabilizačního rámce uprostřed padesátých let byly přinejmenším rozporuplné: výrazné výkyvy v úrokové míře nepomohly stlačit rychle rostoucí poptávku, účinkem se však minulo také následné zavedení úvěrových restrikcí, které sice stabilizovalo objem bankovních půjček, které nicméně nezabránilo trvajícimu růstu agregátní poptávky (Musella, Panico 1995). Pozorovaný dynamický nesoulad peněžní nabídky a nominálního důchodu bylo možné vysvětlit použitím rovnice směny, avšak v přímém protikladu k postulátům kvantitativní teorie peněz:

„...ve Spojeném království dochází k dramatickému růstu rychlosti oběhu peněz, zejména od roku 1955, který je plnou náhradou za to, že se peněžní nabídka nerozšiřuje *pari passu* s růstem cen a peněžních důchodů. ‘Nabídka peněz’ je udržována konstantní ... zatímco roční procentní růst nominální hodnoty národního produktu je stejně vysoký, nebo vyšší, než v předchozích letech, kdy peněžní nabídka rostla. Nelze seriózně hájit názor, že tato změna rychlosti oběhu byla v jakémkoli smyslu *nezávislým* jevem, který se náhodně objevil v době, kdy se změnila peněžní politika. Šlo jednoduše o odraz této politiky: pokud by nabídka peněz nebyla omezena, k růstu rychlosti oběhu by nebylo došlo a lze pochybovat, mírně řečeno, zda by byl vývoj cen a důchodů jakýkoli jiný. V každém případě *vliv libovolné změny peněžní nabídky nedopadá vůbec na úroveň plateb, ale na rychlost oběhu.*“ (Kaldor, 1958, s.50-51, proložení upraveno)

Tento vývoj oživil zájem o otázky peněžní teorie a fungování peněžní politiky, pochopitelně včetně některých sporných bodů týkajících se národní peněžní nabídky, jejího vymezení, tvorby a vazby na výdajové toky. Tradiční kvantitativní přístup obhajující poměrně těsnou, institucionálně determinovanou provázanost peněžní nabídky a objemu výdajů v hospodářské soustavě, nemohl vysvětlit britskou zkušenost z poloviny padesátých let. Návrat k politice levných peněz však nepředstavoval životaschopnou alternativu. Vzniklé vakuum uvnitř makroekonomického stabilizačního rámce přimělo britského ministra financí k ustavení *Komise pro fungování peněžního systému* (Committee on the Working of the Monetary System), z jejíhož působení vzešel jeden z nejkontroverznějších dokumentů analyzujících chování peněžního oběhu a jeho vazby na dynamiku hospodářských čísel v historickém vývoji peněžního myšlení.

Komise byla jmenována v květnu 1957; jejím předsedou se stal Lord Radcliffe, s jehož jménem pak byla komise trvale spojována. Po zhruba dvouleté práci vydala Radcliffeova komise v srpnu 1959 svou Zprávu a v návaznosti na ni pak v březnu 1960 tři svazky Memorand a jeden svazek záznamů ze všech slyšení, které Komise zorganizovala. Radcliffeova zpráva je podle Cobhama (1994) všeobecně považována za „jeden z nejvýznamnějších dokumentů v keynesovské peněžní teorii“, nicméně její interpretaci výrazně snížilo množství omylů, vzájemně si odporujících výroků, zmatků a nadsázek, které obsahovala (Gurley, 1960). Pokud si odmyslíme všechny tyto diskvalifikující momenty a zaměříme svou pozornost na základní teoretickou

strukturu a z ní odvozené argumenty o úloze peněžní politiky, pak Radcliffeova zpráva představuje podle Gurleyho (1960)

„... průkopnickou analýzu britského finančního systému, která považuje peněžní systém a peníze pouze za součást složitě, avšak celistvě struktury finančních institucí, aktiv a trhů, a která přistupuje k peněžní politice, k politice řízení dluhu a k fiskální politice jako ke koordinujícím technikám všeobecné finanční politiky zaměřené na řízení výdajů prostřednictvím této finanční struktury. Fundamentálním motivem Zprávy je to, že pro finanční politiku jsou relevantní všichni emitenti finančních aktiv... Zpráva považuje strukturu a hladinu úrokových sazeb, které jsou bezprostředním cílem finanční politiky, za zčásti determinovanou celou paletou finančních aktiv - hladinu určuje vztah likvidních aktiv, včetně peněz, k držbě finančních a fyzických aktiv a strukturu určuje vztah likvidních aktiv ke složení finančních aktiv a k poptávce po těchto složkách, s tím, že v obou případech hrají úlohu očekávání. Peníze jsou ve Zprávě chápány jako pouze jedno aktivum z mnoha, banky jako pouze jeden typ instituce mezi mnohými a řízení peněz jako pouze jeden aspekt finanční politiky.“ (s.672-673)

Teoretická struktura obsažená v Radcliffeově zprávě se výrazně odchyľuje od ortodoxního pojetí peněžní teorie a politiky v kvantitativní tradici, přesto byla Zpráva přijata jednomyslně všemi členy Komise bez jediné výhrady, což Kaldor (1960) považuje za její „vskutku pozoruhodný rys“.

Přístup Radcliffeovy komise ke klíčovým problémům peněžní teorie a peněžní politiky lze shrnout takto:

Účelem peněžní politiky je řízení agregátní poptávky ústící do stabilizace hospodářských čísel, avšak tento stabilizační účel nelze naplnit kvantitativním řízením peněžního oběhu ve vymezení bankovek a bankovních depozit. ‘Mlhavost spojení’ mezi nabídkou peněz a agregátními výdaji pouze odráží *nestabilitu veličiny rychlosti oběhu*. K nemožnosti efektivně omezit rychlost oběhu peněz Zpráva dodává:

„Nepoužíváme více tohoto konceptu [rychlosti oběhu], neboť nejsme schopni nalézt jakýkoli důvod, který by postuloval, anebo historickou zkušenost, která by ukazovala, že existuje jakékoli omezení rychlosti oběhu; jde o statický koncept, který nám neříká nic přímo o motivaci, která ovlivňuje úroveň celkové poptávky.“ (cit dle Kaldor, 1960, s.105)

Nabídka peněz sice není středobodem peněžní politiky, stejně jako peněžní politika není osou národohospodářského stabilizačního rámce, což však nelze interpretovat tak, že peněžní politika představuje naprosto bezvýznamnou proměnnou, nebo že peněžní politika nemá své místo ve struktuře stabilizační politiky. Peněžní nabídku je nutné chápat jako součást tzv. *celkové likvidní pozice* či širší likvidní struktury. Právě od této širší struktury likvidity vede přímá vazba na úhrnnou poptávku, vazba, která v hospodářské soustavě nahrazuje koncept rychlosti oběhu peněz. Agregátní poptávku lze tedy ovlivňovat působením na povšechnou likvidní pozici hospodářských subjektů; k tomuto účelu by měla směřovat koordinace peněžní politiky, fiskální politiky a politiky řízení dluhu a jejich soustředění do jednotného rámce *všeobecné finanční politiky*.

Rozhodujícím nástrojem všeobecné finanční politiky při řízení efektivní poptávky musí být spektrum úrokových sazeb v celé své šíři a struktuře. Zanedbatelná citlivost výdajových toků na úrokovou míru sice nevytváří prostor pro přímé ovlivňování

celkové poptávky, avšak dynamika výnosové křivky co do hladiny, na níž spočívá, a rovněž tak co do struktury, která odráží vzájemné vazby uvnitř celého spektra úrokových sazeb, působí na vývoj všeobecné likvidní pozice a nepřímo tedy na vývoj agregátní poptávky. Pro fungování přenosového mechanismu finanční politiky zdůraznila Zpráva vazbu vedoucí od posunů ve struktuře úrokových sazeb a celé úrokové hladiny ke změnám likvidní pozice finančních institucí, které se by měly promítnout do jejich ochoty rozšiřovat či zužovat okruh svých obchodů, a tím ovlivnit všeobecnou likviditu v hospodářské soustavě. Centrální banka by proto měla upustit od všeobecně přijímaného usměrňování 'krátkých' sazeb peněžního trhu a spolu s ostatními subjekty všeobecné finanční politiky zaměřit své působení na celou výnosovou křivku. Tezi o nutnosti řídit celou strukturu úrokových sazeb však podle Kaldora (1960) značně oslabuje opakovaně vyslovený nesouhlas Komise s úmyslnými změnami dlouhodobých úrokových sazeb, které by mohly vést k destabilizaci finančního systému.

Radcliffeova komise odmítla možnost řídit všeobecnou likviditu administrativními zásahy do procesu jejího vytváření, konkrétně přímou kontrolou aktivních (v účetním slova smyslu, tj. na straně aktiv rozvahového účtu) operací finančních institucí. Protože však zároveň vnímala velice citlivě nebezpečí destabilizace finančního systému, pokud by k řízení likvidní pozice mělo být využíváno výrazných výkyvů především na dlouhém konci výnosové křivky, dospěla Komise k závěru, že krátkodobý stabilizační makrorámec by měl stavět především na opatřeních fiskální politiky a na administrativních opatřeních např. v oblasti stavebních povolení. Peněžní politika by se měla naopak soustředit na zrovnovážňování dlouhodobých vývojových trendů. Rozpornost pohledu Komise na optimální stabilizační strategii dokládá podle Kaldora (1960) několik málo odstavců věnovaných fiskální politice, jejíž opatření Zpráva sice pokládá za účinné stabilizační nástroje, avšak zároveň u nich naznačuje nízkou míru pružnosti v krátkém období.

Usilovná snaha Radcliffeovy komise dosáhnout jednomyslného schválení závěrečné Zprávy se projevila v nejasnostech zamlžujících celou teoretickou strukturu a z ní odvozené postoje k problematice optimálního uspořádání peněžní politiky. Nepřekvapuje proto, že konkrétních praktických doporučení zformulovala Komise velice málo a k ústřednímu problému, jak stabilizovat dynamiku hospodářských čísel a zabránit vzniku krizových situací, se fakticky nevyjádřila. Kaldor (1960) k nejvýznamnějším praktickým formulacím řadí doporučení určené Bank of England, věnovat se více výzkumu a publikovat více statistických informací, dále výzvu Komise k lepší, nepřetržité koordinaci aktivit Bank of England a ministerstva financí, kterou by zajistil nově založený výbor, a v neposlední řadě také souhlas s využitím mimořádných opatření v krizových situacích. K těmto mimořádným opatřením Komise přiřadila např. kvantitativní limity na objem bankovních půjček, proměnlivé povinné minimální rezervy, kontrolu nad novými emisemi k získání kapitálu a nad úvěry k prodejm na splátky.

Radcliffeova zpráva ani nemohla podat ucelený, vnitřně soudržný teoretický přístup k otázkám peněžní politiky, neboť zkoumání, kterému se Komise věnovala, nebylo ničím menším, než „rozvíjením obecné teorie financí, která by vysvětlila vliv finančních proměnných“ na vývoj britského národního hospodářství po 2. světové válce. (Gurley, 1960) Zpráva byla jednoznačná pouze v *odmítnutí jedinečnosti úlohy*

peněz při determinaci agregátní poptávky a souběžném popření výlučnosti peněžní politiky při koncipování stabilizačního makrorámce a zpochybnění její účinnosti, pokud se centrální banka zaměřuje na řízení množství peněz v oběhu. Není divu, že stoupenci tradičního kvantitativního přístupu k peněžní analýze reagovali pod vlivem tohoto explicitního zpochybnění postulátů kvantitativní teorie peněz velice odmítavě, a vykládali závěry Zprávy zkresleně. Jejich výklad se zaměřil na to, že podle Komise peníze nehrají vůbec žádnou roli, a že peněžní politika je jakýmsi nadbytečným pozůstatkem minulosti.

Poměrně realistické zhodnocení významu Radcliffeovy zprávy pro následné diskuse o úloze peněžní politiky a o její podstatě podává Cobham (1994). Komise podle něj (i) zpochybnila význam konceptu peněžní nabídky, a to nejen v souvislosti s objektivním problémem jejího přesného vymezení, nýbrž také ve vazbě na existenci vysoce likvidních finančních aktiv, která fungují jako blízké substituty peněz; (ii) zcela zavrhl koncept rychlosti oběhu peněz; (iii) kladla rozhodující důraz na hladinu úrokových sazeb a jejich strukturu coby osu finančního stabilizačního mechanismu; (iv) počítala s relativně menší úlohou peněžní politiky a její opatření považovala za doplněk k opatřením fiskální politiky a přímému administrativnímu ovlivňování chodu hospodářské soustavy.

Nicméně zcela nejlépe bude uvést citaci ze Zprávy, kde se Komise vyjadřuje k potenciálu peněžní politiky:

„Řešení problému ovlivňování úhrnné poptávky nenacházíme v intenzivnější manipulaci s úrokovými sazbami; řízení peněžní nabídky nepovažujeme za víc než významný aspekt řízení dluhu; nedoporučujeme jakoukoli podstatnou změnu pravidel, kterými se řídí podnikání bank; nepovažujeme kontrolu nad kapitálovými emisemi za užitečnou v normálních [tj. nekrizových] dobách; a věříme, že existují úzké limity užitečnosti, co se týče kontroly nad splátkovými prodeji ... [K]dyž bylo řečeno vše o možnosti peněžní politiky a její pravděpodobné účinnosti, náš závěr je, že nelze spoléhat na samotná peněžně-politická opatření při udržování jemné rovnováhy v národním hospodářství, vystaveném výrazným pnutí jak zvenku, tak zevnitř. Peněžně-politická opatření mohou pomoci, avšak to je všechno.“ (cit. dle Kaldor, 1960, s.107)

Přístup Radcliffeovy komise ke zhodnocení významu peněžní nabídky pro konstrukci stabilizační strategie implicitně navázal na základy institucionálně založeného pohledu bankovní školy a K. Wicksella na chování peněžní soustavy, v níž se nad oběhem hotovosti rozpíná pružná a objemově rozsáhlá úvěrová struktura. Radcliffeova komise pouze posunula analýzu o jeden stupeň výše, neboť do kategorie peněžní nabídky většinou zahrnovala vedle oběživa také bankovní vklady, avšak logika uvažování byla stejná: nad touto základnou nelze nevidět systém finančního zprostředkování, který vytváří její úvěrovou nástavbu a poskytuje přitom likvidní aktiva, považovaná hospodařícími subjekty za velmi blízké substituty peněz. Ústřední měnová autorita tak opět stojí před dilematem, které je inherentní v každé rozvinuté peněžní soustavě: buď je nutné rozšířit definici peněžní nabídky na základě arbitrárního rozhodnutí o peněžnosti jednotlivých skupin pasiv finančních i nefinančních zprostředkovatelů, anebo je třeba opustit postulát o stabilitě či předvídatelnosti vývoje rychlosti oběhu peněz. Příliš úzká peněžní nabídka tedy nepředstavuje mezicíl při ovlivňování agregátní poptávky, příliš široká peněžní

nabídka, která těsněji souvisí s likvidní pozicí hospodařících subjektů, se nutně endogenizuje.

Kaldor (1960) k postavení peněžní nabídky v teoretické struktuře obsažené ve Zprávě říká:

„[D]ůraz na ‘celkovou likvidní pozici’ v protikladu k ‘peněžní nabídce’ (a na řízení bankovních půjček v protikladu k bankovním vkladům) musí být hádankou pro ty, kdo věří, že nepeněžní finanční instituce jsou pouhými kanály při investování kapitálu, které nedokáží ‘tvořit’ peníze nebo úvěr tak jako clearingové banky, jejichž depozita sama poskytují prostředek k úhradě dluhu. Celý postoj Komise je v protikladu k tomuto pohledu, a zjevně se zakládá na premise (nikde řádně nevyložené), že finanční instituce, ať už poskytují prostředek k úhradě dluhu nebo nikoli, vytvářejí trvale ‘likviditu’ - jelikož je zvláštností těchto institucí, že jejich závazky jsou považovány jejich věřiteli...za ‘likvidní aktiva’, kdežto jejich aktiva nepojímají jejich dlužníci jako likvidní závazky... Rozvoj nepeněžních finančních institucí, poskytujících nové substituty za depozita u clearingových bank, má proto stejný vliv jako spontánní pokles potřeby držet ‘peníze’. (Hlavní smysl ‘peněžních substitutů’ spočívá bezpochyby v tom, že poskytují náhradu za držbu hotovosti bez ohledu na to, zda jsou tyto substituty běžně používány jako prostředek k úhradě dluhu.)“ (s.109)

Zůstává nepochybně největším nedostatkem Radcliffeovy zprávy, že přes četné odvolávky na ‘širší strukturu likvidity’ či ‘celkovou likvidní pozici’ nikde tento koncept precizně nedefinovala. Připomeňme, že právě likvidní pozice hospodařících subjektů představuje klíč k úspěšnému praktickému využití stabilizačního makrorámce, neboť dynamika úhrnných výdajů v hospodářské soustavě je determinována vývojem této likvidní struktury. Cobham (1994) shrnuje několik pokusů o přesné vymezení konceptu celkové likvidity, kterými se ekonomové pokoušeli interpretovat pouhé náznaky, tak jak jsou ve Zprávě zachyceny. Vedle standardní interpretace, která likviditu chápe jako určitý peněžní agregát širší než koncept peněžní nabídky, se objevuje také výklad rozšiřující koncept celkové likvidní pozice o dodatečné faktory, jako je např. objem obchodního úvěru či potenciál finančních inovací. Za pravděpodobně nejbližší teoretické struktuře Zprávy lze označit Laidlerovo vymezení likvidity jako „určitého indexu nákladů na úvěr a jeho dostupnosti.“ (cit. dle Cobham, 1994, s.265) Laidler se obsahem takto definovaného konceptu fakticky kryje s Guerleyho interpretací, ve které „likvidita veřejnosti sestává nejen z peněžní nabídky, ale také z peněz, kterých lidé mohou nabýt.“ (1960, s.89) Likvidita hospodařících subjektů tedy roste s tím, jak se rozšiřují jejich možnosti získat *dodatečné zdroje na bázi dluhu*; čím více potenciálních věřitelů, především institucionálních⁴², tím je likvidita uvnitř hospodářské soustavy vyšší, aniž by zároveň nutně musela růst peněžní nabídka.

2. Postkeynesovská peněžní teorie

Stoupenci postkeynesovského směru ekonomického myšlení zdaleka nehájí jednolitý, strnulý a nekontroverzní pohled na obecné principy fungování hospodářské

⁴² *Institucionalizace věřitelského sektoru hraje významnou úlohu také ve Wicksellově výkladu o vlivu úvěru na rychlost oběhu peněz; v organizované úvěrové soustavě může rychlost oběhu kolísat s nepoměrně větším rozkmitem, než v soustavě jednoduchého, neorganizovaného úvěru. (Wicksell, 1898)*

soustavy. Teoretické struktury, o nichž argumentují jednotlivé proudy v rámci postkeynesovské školy, ukazují na prosazující se názorovou diverzifikaci, což se podle Rousease (1992) „dá očekávat v oboru, který stále bojuje, aby našel sám sebe.“ (s.x) Myšlenková nejednotnost napříč spektrem postkeynesovské teorie vede často k tomu, že je tato škola vymezována negativně vůči neoklasické teorii a hybridnímu keynesovství, nikoli pozitivně jako vnitřně soudržná alternativa postkeynesovské syntézy⁴³. S takovým zasazením postkeynesovské tradice do pomyslného třídícího schématu ekonomického myšlení a jeho vývoje se však lze jen obtížně spokojit. Přes všechny názorové rozpory, z nichž, jak doufají všichni zúčastnění, vzejde důstojná, logicky soudržná a empirickým údajům odpovídající teoretická alternativa neoklasické či neokeynesovské ekonomie, lze nalézt uvnitř postkeynesovské školy teoretické principy a postuláty, které jsou přijímány jednotně všemi stoupenci. Soubor těchto axiomů představuje všeobecné zarámování, zřetelně vydělující postkeynesovskou teorii z nejširší struktury ekonomické vědy, a je možné je považovat za pozitivní definiční znaky tohoto myšlenkového proudu.

Pozitivní vymezení hranic postkeynesovského myšlení zahrnuje zhruba tyto definiční charakteristiky: (i) zasazení celého hospodářského procesu do historického času; (ii) výrazný vliv nejistoty na rozhodovací procesy hospodářských subjektů; (iii) pojmání kapitálu jako heterogenní veličiny - determinace podílů práce a kapitálu na národním důchodu probíhá ‘u jednacím stolu’, tj. mimo vlastní hospodářský proces; (iv) zdůraznění klíčového významu agregátní poptávky pro určení výstupu a zaměstnanosti; (v) zapracování institucionálních a historických charakteristik hospodářské soustavy do teoretických úvah; (vi) zdůraznění endogenních rysů v chování peněžní nabídky.

Vedle uvedených charakteristik, které jsou určitými nejmenšími společnými jmenovateli vůči překrývajícím se, nikoli však zcela splývajícím teoretickým strukturám postkeynesovského směru, lze uvést rovněž všeobecně přijímané dělení celého proudu na dvě větve. Historicky starší školu představuje *italsko-cambridgeská větev* postkeynesovské ekonomie, která se zaměřuje především na problematiku *rozdělování národního důchodu* mezi práci a kapitál. Jak upozorňuje Rouseas (1992), spíše než na Keynesa, který se věnoval peněžní teorii, navazuje italsko-cambridgeská škola na D. Ricarda, P. Sraffa a M. Kaleckého. Mladší škola postkeynesovského myšlení, nazývaná také *americká větev*, se orientuje na *teorii peněz a peněžní politiky*. Geografické rozlišení obou větví pochopitelně není možné absolutizovat, neboť k nejvýznamnějším Keynesovým pokračovatelům na poli peněžní teorie patřil britský ekonom N. Kaldor. Zůstává nicméně faktem, že zájem o teorii peněz a o rozvíjení optimálního modelu peněžní politiky více prokazovali američtí postkeynesovci. Měli k tomu velice prostý důvod: právě na amerických univerzitách se zrodil monetarismus, který vzkřísil ortodoxní tradici kvantitativní teorie, a vůči kterému chtěla postkeynesovská škola postavit reálnou a přesvědčivou

⁴³ Svůj podíl na takovém přístupu k vymezení postkeynesovské ekonomie mají sami autoři píšící v její tradici. Řadu textů otevírá dlouhý souhrn argumentů, které zpochybňují všeobecnou platnost postulátů velké neoklasické syntézy či nové klasické ekonomie, a které se neustále opakují. Teprve poté navazuje alternativní pohled.

antitezi. Spory o peněžní teorii se proto alespoň zpočátku odehrávaly mezi americkými ekonomy obou konfesí.

Pokusy o podrobnější vymezení postkeynesovské ekonomie a přehlednou detailní sumarizaci jejích postulátů narážejí na bariéru značné heterogenity tohoto směru ekonomického myšlení. O názorové různosti uvnitř postkeynesovské teorie svědčí kupř. i srovnání různých přístupů k jejímu vymezení, jak je prezentují autoři, kteří se řadí k jejím stoupencům. King (1995) uvádí šest základních tvrzení, na kterých se podle něj shodne většina postkeynesovců, byť by mezi nimi existovaly rozdíly v jejich přesném výkladu. Příznačné je, že čtyři z těchto šesti tvrzení představují negativní vymezení postkeynesovské shody: jde o (i) odmítnutí pokusů vysvětlovat Keynesovu teorii pomocí modelu IS-LM; (ii) odmítnutí pokusů o přenesení Keynesových myšlenek do šablon teorie všeobecné rovnováhy; (iii) odmítnutí stavět teorii rozdělování na bázi mezní produktivity, odvozené z agregátní produkční funkce a konečně (iv) odmítnutí ekonomie hlavního proudu, ať už jde o její metodu anebo o její podstatu. Zbývá dvě tvrzení se týkají alternativních přístupů a jsou tedy pozitivními charakteristikami: teorie cen by měla stát na konceptu oligopolního výrobce v postavení cenového tvůrce v úzkém propojení s konceptem přírážkové tvorby cen; druhá pozitivní charakteristika zdůrazňuje endogenitu peněžní nabídky, kdy je centrální banka schopna řídit, resp. stanovit cenu peněz, nikoli však jejich množství.

Rousseas (1992) vymezuje sedm základních principů americké postkeynesovské ekonomie, které „hluboce souvisí jeden s druhým...a formují základnu pro zničující kritiku neoklasické ekonomie.“ (s.13-14) Na rozdíl od Kingova přístupu mají principy shrnuté Rousseasem pozitivní definiční podtext. Jde o tyto následující postuláty: (i) hospodařící subjekty ve svém jednání čelí nejistotě, kterou nelze ztotožnit se spočítatelným rizikem; (ii) veškeré procesy v hospodářské soustavě probíhají v historickém čase; (iii) peněžní nabídka má prakticky nulové náklady 'výroby', neboť současné peněžní soustavy se zakládají na úvěru; (iv) ceny jsou tvořeny přírážkou k jednotkovým přímým nákladům, přičemž oligopolní podniky pracují se záměrně vytvořeným převisem kapacit; (v) mzdy jsou určovány exogenně na základě kolektivního vyjednávání; (vi) peněžní nabídka je ze své podstaty endogenní a (vii) kapitalismus trpí vrozenou nestabilitou.

Podstatně stručnější než King či Rousseas je ve svém shrnutí těch principů, jimiž se postkeynesovská škola vymezuje vůči ekonomii hlavního proudu, Ballard (1995). Prvním klíčovým principem je podle něj přesvědčení o tom, že hospodářská soustava je nutně a za všech okolností řízena poptávkou. Objem skutečného výstupu je určen efektivní poptávkou, nikoli „nějakou přirozenou tendencí všech zdrojů k plné zaměstnanosti.“ (s.325) Druhý všeobecně sdílený princip obhajuje endogenitu nabídky peněz, resp. přinejmenším existenci určitých jejích „endogenních složek, které jsou určeny primárně vnitřními silami národního hospodářství, nikoli měnovou autoritou.“ (s.325)

Z uvedených tří pokusů o zdůraznění jednotlivých principů postkeynesovské ekonomie poměrně jasně vysvítá, že koncept endogenních peněz skutečně patří k ústředním motivům tohoto širokého teoretického přístupu. Nicméně jak upozorňuje

King (1995), přetrvávají „ostré rozpory“ ohledně přesného významu endogenity peněžního oběhu.

Postkeynesovská peněžní teorie stojí a rozvíjí se na pevném ukotvení v historické tradici neortodoxního peněžního myšlení. Humphrey (1970) modeluje vývoj peněžní teorie od počátku 18. století jako neutichající spor monetarismu a ne-monetarismu; v monetaristické tradici na sebe postupně navazují myšlenky stoupenců zlatého krytí (bullionists), měnové školy a soudobého monetarismu, zatímco ne-monetaristický směr sestává z koncepcí obhájců Bank of England (antibullionists), bankovní školy a (post)keynesovského přístupu. Podobně Lavoie (1992) vztahuje postkeynesovskou peněžní teorii k učení T. Tookea a bankovní školy, stejně jako k teoretickým koncepcím Marxe, Wicksella a Schumpetera. Složitou mozaiku moderních přístupů k peněžní teorii Lavoie zjednodušuje do kontrapozice neoklasické teorie a post-klasické teorie, do níž postkeynesovské peněžní myšlení spadá spolu s neoricardovským přístupem, institucionalismem a radikální školou. Post-klasičtí autoři se podle Lavoieho shodnou na určitých klíčových charakteristikách, které formují základní teoretickou strukturu *neortodoxní peněžní teorie*.

Tab.2 Charakteristiky peněz v neoklasické a post-klasické výzkumné osnově

<i>charakteristiky</i>	<i>neoklasická teorie</i>	<i>post-klasická teorie</i>
peníze vážou	na směnu	na výrobu
peníze jsou	potřebou jednotlivce	společenskou konvencí
peníze	jsou dané vybavení	jako oboustranné toky
peníze jsou	exogenní	endogenní
úrokové sazby jsou	endogenní	exogenní
úrokové sazby jsou	tržní cenou peněz	distributivní hodnotou
analýza se zaměřuje na	substituční a portfolio efekty	na důchodové efekty a závazky

pramen: Lavoie (1992, s.150)

Arestis (1992) podrobně rozebírá pětici aspektů, které podle jeho názoru reprezentují „obecnou shodu názorů v postkeynesovském uvažování o penězích, úvěru a financích.“ (s.201) První aspekt se týká procesu vytváření peněžní nabídky: „peníze jsou řízeny úvěrem a determinovány poptávkou.“ (s.201) V takto nastaveném kreačním schématu se peníze nutně stávají vedlejším produktem úvěrového procesu. Druhý aspekt poukazuje na tu skutečnost, že v současných peněžních a bankovních systémech jsou obchodní banky zřídka rezervně omezeny. Centrální banka nemá nakonec jinou možnost, než chybějící rezervy, coby výsledek předchozího úvěrového procesu, do soustavy dodat, byť tyto své ‘nouzové’ úvěry zatížila penalizační úrokovou sazbou. Třetí aspekt souvisí s významem finančních inovací a v jejich rámci pak především s operačními postupy tzv. řízení pasiv, kterými se obchodní banky částečně vymaňují ze závislosti na úvěrech centrální banky při dynamických změnách svých obchodů na straně aktiv rozvažného účtu. Čtvrtý aspekt popírá význam kursového režimu pro vnitřní dynamiku procesu tvorby peněžní nabídky. Konečně pátý aspekt se orientuje na problematiku determinace úrokových sazeb; úroková hladina je, na rozdíl od peněžní nabídky, řízena centrální bankou.

Diskuse obecné roviny postkeynesovské teorie peněz je sice možná, nicméně sestoupíme-li ke složitějším a detailnějším úvahám o peněžní kreaci a o významu peněz pro dynamické fungování hospodářské soustavy, narazíme na řadu přístupů, které nelze jednoduše sumarizovat v tak přehledné formě. Proto spíše než umělý výklad jakési fiktivní jednotné teorie peněz uvádíme v následujícím přehledu dva reprezentativní postoje postkeynesovské školy k problematice peněz, peněžního oběhu a peněžní politiky. Jde o hypotézu strukturální endogenity peněz a hypotézu politické endogenity.

Strukturální endogenita

Hypotézou strukturální endogenity se zabýval především Hyman Minsky. Jeho přístup k analýze makrochování hospodářské soustavy se orientuje na úzké sepětí mezi pohyby ve finanční sféře a vývojem hlavních hospodářských čísel, především efektivní poptávky, inflace a zaměstnanosti. Na pozadí nedílného propojení dynamiky reálných a peněžních procesů Minsky (1985) zformuloval a rozpracoval *hypotézu finanční nestability*, která je „normálně fungujícím, vnitřně utvořeným výsledkem chování kapitalistického hospodářství.“ (s.26) Hypotéza finanční nestability je konstruována primárně jako teorie hospodářského cyklu, sestávající ze dvou bloků: z konceptu hospodářského cyklu determinovaného dynamikou investičních výdajů a z *finanční teorie investic*. Cyklický vývoj hospodářských čísel je v tomto pojetí výslednicí víceméně pravidelně se opakujících posunů uvnitř složité struktury finančních proměnných, které se přelévají do změn hotovostních toků výdělečných hospodářství, a tím mění ‘ufinancovatelnost’ jejich zadluženosti.

Kolísání zisků se bezprostředně přenáší do změn finančního stavu (financial posture) výdělečných hospodářství. Minsky rozlišuje tři typy tohoto finančního stavu. Při *zajištěném financování* (hedge finance) převyšují očekávané hotovostní toky z držby aktiv pro všechna období hotovostní toky spojené se zadlužením; čistá současná hodnota výdělečného hospodářství je kladná pro každý tvar a hladinu úrokového spektra. *Spekulativní financování* (speculative finance) znamená takové nastavení finančních parametrů výdělečného hospodářství, při kterém hotovostní toky vytvořené držbou aktiv sice nepokrývají nejbližší platby, nicméně postačují ke krytí úrokových nákladů dluhu. V delším časovém horizontu pak očekávané příjmové hotovostní toky převyšují splatné závazky. Výdělečné hospodářství ve stavu spekulativního financování musí nedostatek hotovostních toků v blízké budoucnosti nahradit prodloužením splatnosti stávajících dluhů nebo jejich obnovou (roll over); jeho čistá současná hodnota může nabýt i záporných hodnot v závislosti na úrokovém vývoji. Zdaleka nejproblémovějším z hlediska finanční zranitelnosti výdělečného hospodářství se jeví *Ponzi financování* (Ponzi finance), při němž hotovostní toky z držených aktiv jsou nižší než splatné závazky a příjmy nestačí ani na úrokové platby. Výdělečné hospodářství v takové situaci musí zvýšit svou zadluženost. Určité aspekty Ponzi financování jsou vlastní každému investičnímu projektu s dlouhou dobou přípravy a ne zcela zajištěnými příjmy. Zlepšování subjektivních odhadů budoucí důchodové situace vede k tomu, že roste podíl spekulativního a Ponzi financování, výdělečná hospodářství jsou ochotna nést vyšší míru finančního rizika. Důsledkem takového vývoje pak je rostoucí citlivost hospodářské soustavy na pohyby úrokových sazeb.

Úvahy o ryze peněžních problémech se v kontextu hypotézy finanční nestability občas vyskytují, nelze je však považovat za ucelenou teorii peněžní nabídky. Přesto Minsky podstatně obohatil postkeynesovskou teorii peněžní politiky, neboť neustále zdůrazňoval význam *institucí a historického vývoje* pro chování finančního (a tedy i peněžního) systému. Za osu své hypotézy finanční nestability Minsky (1985) považuje tzv. ‘velký teorém’, podle něhož

„...je kapitalistické hospodářství se sofistikovanými finančními institucemi schopno se chovat několika způsoby, a ten způsob, který v určitém čase vládne, závisí na institucionálních vztazích, struktuře finančních vazeb a na historii národního hospodářství.“ (s.26-27)

Účinnost peněžní politiky podle Minského kriticky závisí na stabilitě finančních institucí a na stabilitě zvyklostí či uzancí, typických pro peněžní trh. Pokud dochází ke změnám těchto institucí a zvyklostí, pak se centrální banka nemůže spoléhat na ustálené šablony chování v peněžní a úvěrové struktuře, od kterých standardně odvozuje účinnost přenosového mechanismu zapracovaného do peněžně-politické strategie. Zprostředkovaná vazba mezi nástroji centrální banky a dynamikou agregátní poptávky, která může uspokojivě fungovat, pokud je finanční systém institucionálně stabilní, se rozpadá v okamžiku, kdy se objeví rychlé změny ve struktuře anebo v *modu operandi* finančních trhů. V takové situaci se peněžní politika, má-li být smysluplná a účinná, neobejde bez explicitního zabudování institucionálních prvků do úvah o svých opatřeních.

Veškeré institucionální změny ve finančním systému mají svůj původ buď ve změnách právního rámce, který vymezuje pravidla hry na finančních trzích, anebo jsou výsledkem procesu hledání nových ziskových příležitostí a mají tedy evoluční charakter. A právě tyto evolučně podložené změny institucí úzce souvisí s problémem účinnosti peněžní politiky, neboť lze očekávat, že budou „probíhat nejčastěji v obdobích vysokých či rostoucích úrokových sazeb.“ (Minsky, 1957, s. 172) Peněžní restrikce orientovaná na kvantitativní operativní či zprostředkující kritérium je tudíž vnitřně spjata s tendencí ke svému vlastnímu sebepopření, a to do té míry, v jaké vysoká či rostoucí úroková hladina navodí posuny ve struktuře finančních institucí a zvyklostí peněžního trhu. Vysoké či rostoucí úrokové sazby dávají finančním zprostředkovatelům signál „silné poptávky po financování relativně vůči dostupné nabídce“, a tím je tlačí k hledání nových cest a způsobů, jak co nejefektivněji využít stávající nabídku konečných peněz, na které je vybudována úvěrová struktura.

Ziskově motivované přizpůsobení nabídkové strany se odrazí v rozpínání úvěrové nástavby při nezměněné základně konečných peněz, a to v důsledku postupného působení dvou metod. Růst úrokových sazeb se nejprve bezprostředně promítne do snahy hospodářských subjektů o ekonomizaci hotovostních zůstatků, jejichž náklady udržování vzrostly. V závislosti na stupni úrokové citlivosti funkce poptávky po penězích tak zesílí příliv likvidity do systému finančního zprostředkování a tedy i základna ke krytí důsledků úvěrové emise peněz bankovních zprostředkovatelů. Při nízké úrokové elasticitě poptávky po hotovostních zůstatcích ze strany nebankovních hospodařících subjektů se tento efekt pochopitelně neprojeví. Důležitější je proto chování obchodních bank, které vůči pohybům úrokové hladiny optimalizují svá

portfolia mnohem citlivěji: růst úrokových sazeb se většinou spolehlivě odrazí v poklesu volných rezerv. Banky musejí při zvýšení úrokové hladiny pokrýt nárůst nákladových, tj. vyplacených úroků odpovídajícím pohybem výnosových, tj. přijatých úroků; neúročené volné rezervy jsou přesouvány k produktivnímu využití.

Tato metoda pochopitelně dříve či později narazí na svou hranici, určenou minimální, nepodkročitelnou hodnotou funkce poptávky po konečných penězích. Při déletrvajícím růstu úrokové hladiny či jejím setrvávání na vysokých hodnotách se ve finančním systému projeví působení druhé metody k pokrytí poptávky po zdrojích financování, která přesahuje nezměněné dostupné zdroje: změní se zaběhlá strukturální vazby, objeví se nové instituce a prosadí se nové zvyklosti. Tyto změny bývají povětšinou označovány jako finanční inovace. Každá z obou metod vede k 'nafouknutí' úvěrové nástavby nedoprovázenému vzestupem měnové báze, což má pro peněžní politiku centrální banky zcela rozhodující význam. Při úzkém vymezení peněžní nabídky se rozpadá její vazba na agregátní výdaje, široká peněžní nabídka zahrnující významnou část úvěrové struktury se stává výrazně endogenní proměnnou.

Minsky (1957) pracuje spíše s implicitním úzkým vymezením peněz, a proto argumentuje o významu institucionálních změn, nastalých v důsledku radikální či dlouhodobé peněžní restriktce, s využitím konceptu rychlosti oběhu peněz. Minsky definuje rychlost oběhu jako funkci úrokové míry, takže souhrnný efekt politiky drahých peněz je v jeho pojetí výslednicí působení obou metod, které vedou k naduřování úvěrové nástavby. Ekonomizace hotovostních zůstatků podmíněná úrokovou citlivostí poptávky po penězích spolu s optimalizací výše volných rezerv v bankovní soustavě ústí do posunu po křivce, která zachycuje funkční závislost rychlosti oběhu peněz na úrokové míře: $V=V(i)$. Změny institucí a zvyklostí, které se prosadí až s určitým zpožděním, posouvají tuto křivku směrem doprava. Peněžní politika, má-li být účinná, tedy musí na změny rychlosti oběhu úzkých peněz reagovat další restrikcí ve smyslu aktivního snížení měnové báze.

Minského rozbor vlivu kvantitativní peněžní restriktce na institucionální změny ve finančním systému však v tomto bodě nekončí:

„Odvrácenou stranou mince při *zvýšení rychlosti oběhu* je to, že každá institucionální inovace, která ústí jak do nových cest k financování podnikání, tak do nových substitutů za hotovostní aktiva, *snižuje likviditu v národním hospodářství*. ... Pokud je během dlouhé prosperity peněžní politika využita k potlačování inflace, uskuteční se řada takových inovací peněžního trhu, zvyšujících rychlost oběhu a snižujících likviditu. Důsledkem je složený pokles likvidity. Po určité době tyto složené změny vyústí do inherentně nestabilního peněžního trhu, takže mírný zvrát prosperity může vyvolat finanční krizi.“ (1957, s.184, proložení přidáno)

Klesající likvidita hospodařících subjektů zvyšuje pravděpodobnost finanční krize, neboť (i) roste poměr dluhu k čistému jmění a (ii) roste citlivost finančních aktiv na pád jejich hodnoty, přičemž dolní hranici takového pádu vymezují okolnosti, za kterých lze tato finanční aktiva monetizovat, tedy převést na konečné peníze, resp. do formy bankovních depozit. V okamžiku jakéhokoli vývojového zvrátu, kdy budou hospodařící subjekty usilovat o zpětné zvýšení své likvidity, může vzniknout finanční krize živená panickým útekem k likviditě po sebepotvrzující spirále. Pokud se tento finanční šok projeví na důchodových tocích hospodařících subjektů, vytváří tím

předpoklady pro všeobecnou krizi v hospodářské soustavě. Logika hypotézy finanční nestability se zde uzavírá.

V Minského pojetí institucionálního rámce peněžní politiky, jejíž opatření jsou jedním z faktorů řídicích vývoj tohoto rámce, se úloha centrální banky významně posouvá směrem k funkci věřitele poslední instance. Ochota centrální banky dodat do bankovního, a tedy i finančního, systému potřebnou likviditu v době hrozící finanční krize může zabránit přenosu této krize do nepříznivého vývoje hospodářských čísel:

„Úlohou centrální banky je působit jako věřitel poslední instance, a tím omezit ztráty z finanční krize, která je důsledkem nestability vyvolané inovacemi v průběhu hospodářského vzestupu. Kombinace rychlého zákroku centrální banky a rychlého zákroku vlády ke zvýšení likvidity [v hospodářské soustavě] sníží na minimum vliv krize na spotřební a investiční výdaje.“ (1957, s.187)

Tento přesun důrazu na úlohu věřitele poslední instance zároveň znamená implicitní endogenizaci konceptu peněžní nabídky. Avšak endogenita peněz *per se* není předmětem Minského analýzy finančních příčin hospodářského cyklu; úvahy o chování nabídky peněz vystupují v rámci hypotézy finanční nestability spíše jako určitý vedlejší, nutně parciální problémový okruh a ne vždy jsou navzájem zcela vnitřně konzistentní. Ve svém nejzřetelněji formulovaném názoru na peněžní nabídku Minsky (1985) říká:

„Financování investic a držby kapitálových aktiv v moderním bankovním systému endogenizuje efektivní peněžní nabídku.“ (s.25)

Adjektivum ‘efektivní’, které uvozuje peněžní nabídku, lze vyložit tak, že se endogenita týká chování úvěrové struktury, tj. vnitřních peněz. Endogenitu či exogenitu konečných peněz spojuje Minsky s chováním centrální banky v úloze věřitele poslední instance. I když centrální banka udržuje stabilní vývoj úzce vymezených peněz (aktuální peněžní nabídky), pružnost úvěrové struktury rozměňuje jejich vazbu na agregátní poptávku, neboť ziskově orientovaný systém finančního zprostředkování usiluje o pokrytí poptávky po zdrojích financování. Dynamika veličiny rychlosti oběhu peněz, ať už podložená posunem po křivce $V=V(i)$, anebo posunem celé křivky, umožňuje financovat vyšší objem úhrnných výdajů při nezměněné aktuální nabídce peněz; efektivní peněžní nabídka roste. Avšak ve zřejmém rozporu s tvrzením o endogenitě efektivní peněžní nabídky Minsky (1985) o několik stran později říká:

„[V]nitřní chod bankovního mechanismu nebo kroky centrální banky k omezení inflace povedou k tomu, že se nabídka finančních zdrojů stane méně než dokonale elasticitou - možná se dokonce přiblíží k nulové elasticitě.“ (s.45)

Pokud nejde o pojmoslovný zádrhel ve ztotožnění finančních zdrojů a peněžní nabídky, a to je vzhledem k celému Minského textu nanejvýš nepravděpodobné, uznává touto tezí Minsky vliv centrální banky na úvěrovou nastavbu a pro případ téměř nulové elasticity nabídky finančních zdrojů fakticky exogenizuje i vnitřní peníze. Protože však za reálný případ považuje pružnost efektivní nabídky peněz mírně oscilující někde mezi oběma extrémními polohami, lze jeho pohled na peněžní oběh v rámci hypotézy finanční nestability souhrnně interpretovat zhruba takto:

Efektivní peněžní nabídka, neboli aktuální nabídka finančních zdrojů je rostoucí funkcí úrokové míry. *Aktuální peněžní nabídku* řídí svými operacemi centrální banka; exogenita či endogenita úzce vymezených peněz proto souvisí s angažovaností centrální banky v úloze věřitele poslední instance vůči finančnímu systému. V situaci exogenních úzkých peněz centrální banka nereaguje na krizi likvidity, která se může přenést do všeobecné krize hospodářské soustavy. Pokud centrální banka dodává likviditu, a tím brání rozsáhlému propadu hodnoty finančních aktiv pozbývá aktuální peněžní nabídka statutu exogenního parametru a stává se endogenním hospodářským číslem.

Politická teorie endogenity

Osou politické teorie endogenní nabídky peněz je Weintraubův *mzdový teorém* a neortodoxní *cílová funkce* určující chování centrální banky. Tento model peněžní endogenity, který bývá spojován právě s Weintraubovým jménem, postrádá explicitní analýzu úvěrové struktury, nevěnuje se ani finančním inovacím ani chování bankovního sektoru. Pojetí rychlosti oběhu peněz tudíž nevybočuje z tradice kvantitativní teorie; model pracuje s konstantní rychlostí oběhu. Ortodoxní příčinná vazba od peněz k národnímu důchodu tak zůstává zachována „ve své původní formě jako fundamentální ekonomický jev.“ (Rousseas, 1992, s.79) Přesměrování kauzality a endogenizace peněžní nabídky nevyrostá z jednání hospodařících subjektů, nejde o procesy vyvolané jejich interakcemi na pozadí ziskového motivu; Weintraubův přístup modeluje endogenitu na bázi akomodativní peněžní politiky centrální banky.

Pohyby cenové hladiny ve Weintraubově modelu funkčně závisí na mzdovém vývoji ve vazbě na vývoj produktivity práce. Tento funkční vztah je odvozen od mzdového teorému, podle něhož cenovou hladinu určují jednotkové pracovní náklady navýšené o určitou, relativně stabilní přírážku. Přírážka pojmově splývá s konceptem tzv. *stupně monopolu* (degree of monopoly), jehož velikost a stabilita odvisí od institucionálního prostředí, ve kterém se pohybují výdělečná hospodářství. Za předpokladu stability tohoto institucionálního okolí je funkční vazba mezi cenovou a mzdovou dynamikou velmi těsná; jakékoli převýšení průměrné mzdové sazby nad průměrnou produktivitou práce se bezprostředně přelije do růstu cenové hladiny. Weintraubův model tedy pracuje s inflační metodou, určenou dynamickým nesouladem mezi mzdovou hladinou a produktivitou práce.

Pojetí determinace mzdové sazby je jednou z nejdůležitějších vymežujících charakteristik postkeynesovské ekonomie vůči paradigmatu ekonomické teorie hlavního proudu. Davidson a Weintraub (1973) podávají reprezentativní srovnání obou přístupů:

„[W]alrasovští teoretici nikdy výslovně nezkoumají, jak se může jakákoli jedna cena stát všeobecným numéraire, vůči němuž se přizpůsobují ostatní ceny. Neuznávají jedinečný význam ceny práce - nominální mzdy. Je-li nominální mzda chápána jednoduše jako jedna cena v teorii všeobecné rovnováhy, pak otázka, zda má způsob určení nominální mzdy nějaký význam, vůbec nevystává. Řekněme však, že je nominální mzda určena nikoli na trhu, nýbrž u jednacího stolu, a že v důsledku odborových smluv sjednaných v nedávné minulosti jsou stanoveny tabulky nominálních mezd a tyto tabulky opravdu platí v budoucím smluvním období, dejme tomu tři let. Pátrání po endogenní tržní teorii determinace nominálních mezd je pak jistě zbytečné a absurdní; při tomto postupu by

bylo přesnější tvrdit, že z toho, jak jsou nominální mzdy určeny mimo teoretický tržní systém pro následující tříletý interval, musí vyplnout, že se ceny za daných podmínek přizpůsobí nominálním mzdám spíše než naopak. Dokonce i souběžné určení mezd a cen je vyloučeno, jakmile již byly nominální mzdy sjednány mimo poptávkově-nabídkové rovnice walrasovského systému. Zbývá pouze endogenně vyřešit reálné mzdy.“ (s.243)

Pevné funkční provázání cenové hladiny a relace mezi mzdou a produktivitou práce vytlačuje peněžní politiku z pozice, ve které může přímo ovlivňovat inflaci; centrální banka jednoduše „není přisedícím při mzdových vyjednáváních.“ (King, 1995, s.72) Převýšení mzdové sazby nad produktivitou práce vyvolá ve Weintraubově modelu bezprostřední růst nominálního výstupu, připadající plně na vrub jeho cenového součinitele. Takový vývoj postaví centrální banku, která plně ovládá dynamiku peněžní zásoby, před nutnost přijmout rozhodnutí, zda pokrýt zvýšenou poptávku po penězích coby odraz přírůstu nominálního důchodu, a tím akomodovat působení mzdové inflační metody, či nikoli. Weintraub rozhodně nezobrazuje centrální banku v úloze outsidersa, který bezmocně přihlíží cenovému vzestupu. Předpoklad konstantní rychlosti oběhu peněz, tj. nepružnosti úvěrové nastavby vůči poptávce po penězích, ustavuje účinnou nepřímou vazbu peněžní politiky na inflaci. Centrální banka může ovlivnit mzdová vyjednávání tím, že odmítne akomodovat zvýšenou poptávku po penězích a vyvolá recesi spojenou s hlubokým poklesem hospodářské aktivity a citelným růstem nezaměstnanosti. Weintraub o významu peněžní politiky říká:

„Peněžní politika zůstává rozhodující pro reálné jevy růstu a plné zaměstnanosti... Mohla by dobýt zpět své někdejší postavení, avšak pouze pokud by mohla ovlivnit nominální mzdy za cenu nezaměstnanosti a lidského utrpení, což by v současnosti bylo moderními demokratickými společnostmi považováno za nepřijatelné.“ (cit. dle Rousseas, 1992, s.80)

Endogenitu peněžní nabídky Weintraub podmiňuje zařazením nezaměstnanosti a hospodářského výstupu mezi účely peněžní politiky. Peněžní nabídka je v takovém kontextu funkcí tří proměnných: nezaměstnanosti, růstu národního důchodu a nominální mzdové sazby. Dynamika hospodářských čísel ve Weintraubově modelu kriticky závisí na argumentech v účelové funkci centrální banky. Obhajoba endogenity peněžní nabídky stojí na předpokladu, že centrální banka sama o sobě sleduje účel relativní stabilizace zaměstnanosti na dlouhodobě udržitelné hladině, anebo že volená vláda svým tlakem centrální banku ke spolusledování tohoto účelu přiměje:

„Jsou-li politické tlaky k odvrácení poklesu zaměstnanosti dostatečně silné, pak je příčinná vazba od M k Y přetržena politickým příkazem centrální bance plně akomodovat jakýkoli nárůst poptávky po penězích; to znamená, že příčinná vazba je převrácena použitím politické moci.“ (Rousseas, 1992, s.79)

Politická teorie endogenity selhává v hospodářské soustavě se samostatnou, silně nezávislou centrální bankou, která se odmítá podvolit politickým tlakům na akomodaci inflačního vývoje mezd. Opatření centrální banky musí vycházet z účelů, které sleduje; vždy však existuje možnost, že se ústřední měnová autorita rozhodne ovlivnit cenový vývoj prostřednictvím nepřímé vazby, mířící k cenám přes restrikcí agregátní poptávky, vysokou nezaměstnanost a následný tlak na mzdová vyjednávání.

3. Neoklasická peněžní teorie

Všechny neoklasické modely, které usilují o 'vměstnání' hospodářské soustavy do walrasovského teoretického rámce všeobecné rovnováhy, narážejí na problém *irlevance peněz*. Ve walrasovském multirovnicovém systému, kde se veškeré hospodářské procesy uskutečňují simultánně v jediném okamžiku a při úplné znalosti všech potřebných skutečností včetně současných a budoucích cenových vektorů, jsou peníze nadbytečným fenoménem. Volba jednoho statku za numéraire je zcela arbitrárním krokem, při němž nevznikají peníze coby statek s nepřímou abstraktní upotřebitelností, pouze se hospodařícím subjektům ulehčují propočty směnných poměrů napříč množinou všech statků. Nemůže být lepšího svědectví o bezvýznamnosti peněz pro walrasovskou představu fungování hospodářské soustavy než mnohokrát citované doznání Franka Hahna:

„Nejvážnější problém, před který staví teoretika existence peněz, je tento: nejpropracovanější modely hospodářské soustavy pro ně nemohou nalézt místo.“ (cit. dle Rogers, 1989, s.3)

Neoklasičtí ekonomové tak řeší závažné dilema: buď peněžní teorie nebo pevné teoretické základy. Jakékoli peněžní koncepce formované v rámci tzv. neoklasické syntézy, ať už jde o neokeynesovský přístup anebo o monetarismus, proto nemají, a ani nemohou mít pevné ukotvení v základní neoklasické teoretické struktuře. (Rogers, 1989) Podobně upozorňuje na „mimořádně slabé“ mikrozáklady standardní peněžní teorie Smithin (1994). Walrasovské pojetí směny jako ryziho barteru, kdy je problém koordinace účelového jednání všech hospodařících subjektů vyřešen v bezčasovém procesu *tâtonnement*, ze své podstaty vylučuje potřebu peněz coby statku s nepřímou abstraktní užitečností. *Bezčasová naturální směna* se obejde bez statku, který slouží jako prostředník směny či prostředek ke splacení dluhu. Soupeřící peněžní koncepce v rámci neoklasické syntézy se proto orientují na peníze ve funkci uchovatele hodnoty, což podle Smithina

„...bezprostředně vede ke známým (v podstatě však umělým) obtížím, jak racionálně vysvětlit držbu 'peněžních' aktiv, když jsou, co se týče míry výnosu, dominována ostatními 'nepeněžními' aktivy.“ (1994, s.14)

Monetarismus

Monetaristická škola není pouhou peněžní teorií, jak by se mohlo zdát z bezprostředního sémantického vyhodnocení jejího označení. Monetarismus se zabývá agregovaným chováním národní hospodářské soustavy včetně vazeb na soustavy okolní. V rámci monetaristického přístupu k analýze národohospodářské dynamiky hraje rozhodující úlohu peněžní nabídka, která je *výlučnou* determinantou nominálních hospodářských čísel. V tomto duchu vymezuje Cagan (1991) monetarismus jako

„názor, že množství peněz má hlavní vliv na hospodářskou aktivitu a cenovou hladinu, a že účelů peněžní politiky lze nejlépe dosáhnout cílováním tempa růstu peněžní nabídky.“ (s.492)

Podrobnější vymezení monetarismu coby makroekonomického učení, jehož osou je peněžní koncepce v tradici kvantitativní teorie, podává Laidler (1982) ve výkladu čtyř hlavních charakteristik této teoretické školy. Těmito definičními aspekty monetarismu jsou: (i) přístup k makroanalýze založený na kvantitativní teorii, a to jak v pojetí Friedmanovy teorie poptávky po penězích, tak v tradičnějším pojetí dominantní příčinné vazby od kolísání peněžní nabídky ke kolísání nominálního důchodu; (ii) analýza rozdělení pohybu nominálního důchodu mezi ceny a reálný výstup, která je založena na konceptu Phillipsovy křivky rozšířené o očekávání, přičemž tato křivka svou strukturou vylučuje dlouhodobou hospodářsko-politickou zaměnitelnost inflace a tempa hospodářského růstu; (iii) peněžní přístup k teorii platební bilance a měnového kursu; (iv) nedůvěra v účinnost aktivistické stabilizační politiky jakéhokoli střihu, stejně jako nedůvěra k důchodovým a cenovým politikám a naopak obhajoba dlouhodobých pravidel peněžní politiky zaměřených na chování peněžních agregátů, nikoli úrokových sazeb.

Čtyři definiční charakteristiky, byť odlišné od Laidlerova výkladu, používá rovněž Brunner (1970). Jde o: (i) přenosový mechanismus vlivu peněžních impulsů do hospodářských čísel, který je založen na teorii relativních cen a z ní odvozené analýzy vzájemných vazeb mezi penězi, finančními aktivy a kapitálovými statky; (ii) postulát vnitřní stability individualistické hospodářské soustavy a negativního vlivu hospodářské politiky na tuto stabilitu; (iii) hypotézu rozhodujícího vlivu peněžních impulsů na dynamiku hospodářských čísel, a to v krátkém období čísel reálných i nominálních, v dlouhém období pouze čísel nominálních; (iv) hypotézu o přibližném rozdělení úhrnu a detailu, která vede k upřednostňování malých ekonometrických modelů.

Přístup monetarismu k peněžní analýze klade důraz na zkoumání funkce *poptávky po penězích* a méně pozornosti věnuje procesu tvorby peněžní nabídky. Toto vychýlení zájmu má svou vnitřní logiku, neboť ze stability funkce poptávky po penězích odvozuje monetaristická peněžní teorie svůj postulát o rozhodujícím významu peněžní nabídky pro determinaci agregátní poptávky a následně všech hospodářských čísel. Kolísání peněžní nabídky se přes přenosový mechanismus promítá do změn nominálního důchodu; vazba, která obě proměnné spojuje, je vazbou příčinnou. Monetaristický přístup modeluje hospodářskou soustavu pomocí simonovské lineární struktury, do níž peníze vstupují jako parametr zvenčí a následně se pak vyskytují s nenulovým koeficientem v rovnicích určujících hodnoty endogenních proměnných vyšších řádů. S odvolávkou na čtvrtou Brunnerovu charakteristiku monetarismu lze předpokládat, že reprezentativní lineární struktura obsahuje nejmenší samonosné množiny pouze několika málo řádů. Peníze jsou ve vztahu k endogenním veličinám různých řádů příčinným faktorem; z hlediska kauzálního přístupu k exogenitě či endogenitě tedy peněžní nabídka představuje exogenní proměnnou.

Behaviorální přístup k endogenitě či exogenitě ustupuje v monetaristické koncepci výrazně do pozadí, neboť představuje pouze dodatečnou komplikaci při obhajobě kauzálně podložené hypotézy exogenních peněz. Stojí-li peněžní množství na úplném počátku příčinných řetězců, které popisují přízpusobovací procesy vyvolané nesouladem mezi nabídkou nominálních hotovostních zůstatků a poptávkou po reálných hotovostních zůstatcích při určité hladině cen, pak musí být nutně a

bezpodmínečně exogenní veličinou z hlediska behaviorálního přístupu. Otázka subjektů peněžní tvorby je klasifikována jako otázka bezpředmětná a navýsost zbytečná, neboť případná analýza tohoto problému stejně musí prokázat behaviorální exogenitu peněz, aby lícovala s dominantní kauzální exogenitou. *Konečným a rozhodujícím* subjektem peněžní emise je v podmínkách neplnohodnotného peněžního standardu vždy centrální banka, jejíž pasiva mají statut zákonného platidla, zatímco systém finančního zprostředkování *pasivně a ryze mechanisticky* vytváří úvěrovou strukturu nad základnou konečných peněz. Centrální banka v monetaristickém modelu procesu peněžní kreace efektivně administruje své bilanční účty, a tím exogenizuje měnovou bázi vůči poptávce hospodářské soustavy.

Jakékoli vymezení peněžní nabídky, zahrnující určitý výsek úvěrové nástavby hotovostního oběhu a bankovních rezerv, je k exogenní měnové bázi připoutáno relativně stabilním vztahem zachyceným v konceptu peněžního multiplikátoru. Stabilita vazby mezi peněžní zásobou a měnovou bází vyplývá z přijetí hypotézy o stabilitě dvou důležitých relativních peněžních čísel. Jde o dva zlomky: (i) poměr poptávky hospodářských subjektů po oběživu vůči jejich poptávce po bankovních vkladech (C/D) a na (ii) poměru poptávky bank po rezervách vůči poptávce hospodářských subjektů po bankovních vkladech (R/D). Monetaristické pojetí peněžní tvorby a jejích subjektů tedy pracuje s účetní identitou, kterou přijetím tří předpokladů (svrchovaná kontrola nad měnovou bází a stabilita dvou relativních čísel) přetváří na teorii peněžní nabídky. *Množství peněz v oběhu coby rozhodující příčinný faktor vývoje nominálních hospodářských čísel je určeno na výslednici působení exogenně stanoveného objemu konečných peněz a stabilního multiplikačního procesu neovlivněného ani bankovní soustavou, ani nebankovními subjekty.* Takto pojatý přístup k analýze peněžní emise ústí do závěru o exogenitě nabídky peněz z pohledu behaviorálního přístupu; jediným důležitým subjektem tvorby peněz se stává centrální banka⁴⁴.

Zásadní potlačení významu bankovních i nebankovních finančních zprostředkovatelů v monetaristickém modelu peněžní kreace se odvíjí od dvou skutečností. O prvním faktoru jsme se již zmínili: exogenita peněz v kauzálním smyslu není slučitelná s behaviorální analýzou, která by zdůraznila nezávislost, ať už částečnou nebo úplnou, systému finančního zprostředkování na centrální bance. Vnitřní peníze ve formě zůstatků na bankovních účtech jsou totiž z definice tvořeny na základě poptávkových impulsů, což nutně vede k tomu, že autonomní převýdej vnitřních peněz je zbytečným pojmem bez jakéhokoli obsahu. Druhý moment opět úzce souvisí s exogenitou peněžní nabídky v kauzálním pojetí, o kterou monetaristická škola opírá svá doporučení pro tvorbu a uplatňování peněžně-politické strategie centrální banky. Řízení peněžní nabídky po určité, předem stanovené trajektorii, definované v souladu s makroekonomickým účelem stabilizace kupní síly peněžní jednotky, je pojmově možné pouze v peněžní soustavě, kde se obchodní banky účastní na tvorbě depozit chovají pasivně, mechanisticky, a tudíž podle předem relativně spolehlivě odhadnutelných šablon, a kde je tedy nabídka peněz z pohledu behaviorálního exogenní, tj. říditelnou proměnnou.

⁴⁴ Viz výklad rezervně-multiplikačního procesu ve čtvrté kapitole.

V souvislosti s naznačenými úvahami o 'objektivní' potřebě exogenních peněz není bez zajímavosti připomenout ranou Friedmanovu stať (1948), která dokládá, že si její autor velice přesně uvědomuje aktivní úlohu obchodních bank v procesu tvorby peněžní nabídky. Friedman navrhuje makroekonomický stabilizační rámec, do něhož zasazuje také peněžní politiku zaměřenou na „tvorbu peněz k pokrytí vládních schodků nebo stahování peněz, pokud se vláda dostane do přebytku.“ (s.347) Životaschopnost této peněžně-politické strategie podmiňuje Friedman (i) reformou bankovního systému, která odstraní problém „soukromé tvorby či stahování peněz“ a (ii) ukončením diskrečního řízení peněžní zásoby centrální bankou. Návrhem na zavedení pravidla stoprocentních povinných minimálních rezerv, které by definitivně odstranilo problém vnitřních peněz, Friedman implicitně přinejmenším uznává existenci endogenních prvků v procesu tvorby peněžní nabídky. Pravidlo úplného krytí depozit rezervami ve formě hotovosti nebo pohledávkami za centrální bankou soustřeďuje veškerou úvěrově-emisní aktivitu do rukou ústřední měnové autority; obchodní banky poskytují pouze služby na pasivní straně rozvahy (sběr depozit) a služby bilančně neutrální (platební styk).

Nabídka peněz se v monetaristickém přístupu dostává do poněkud rozdvojeného postavení. Z jedné strany je konečnou příčinou inflačního pohybu hospodářských čísel, neboť poptávka po reálných hotovostních zůstatcích nepodléhá rychlým a skokovým změnám. Vzestupný pohyb cen a důchodů se proto odvozuje od nesouladu mezi nominálními hotovostními zůstatky, které hospodařící subjekty *mohou* držet, a reálnými zůstatky, které *chtějí* držet. Vzhledem k relativní stabilitě poptávky po reálných hotovostních zůstatcích se tento nesoulad rodí na straně nominálních zůstatků. Dynamiku nominálního důchodu, bez ohledu na její rozdělení na dynamiku reálného výstupu a dynamiku cenovou, určuje chování peněžní nabídky v relaci k poměrně stabilní poptávce. Z teoretického rámce pro zkoumání inflace mizí všechny ostatní inflační metody, anebo jsou v lepším případě považovány za zcela minoritní, nedůležité procesy vedoucí k růstu nominálních hospodářských čísel. Friedman (1982) shrnuje základní myšlenky své teorie nominálního důchodu takto:

„[Z]měny žádoucích reálných zůstatků (poptávky po penězích) většinou postupují pomalu a postupně, anebo jsou výsledkem událostí rozpohybovaných předchozími změnami v nabídce, kdežto... k podstatným změnám nabídky nominálních zůstatků může dojít a často také dochází nezávisle na jakékoliv změně poptávky. Závěr je, že podstatné změny cen nebo nominálního důchodu jsou téměř bez výjimky výsledkem změn v nominální nabídce peněz.“ (s.3)

Z druhé strany však peněžní nabídka v nominálním vyjádření je pro teoretickou analýzu nezajímavé hospodářské číslo, determinované mimo hospodářskou soustavu buď vývojem platební bilance, nebo vědomými kroky státu ve funkci správce peněžního oběhu. Friedman (1982) sice připouští vliv hospodařících subjektů, především bankovních zprostředkovatelů, na peněžní multiplikátor, ovšem pouze proto, aby byl „ve shodě s literaturou“. Ačkoli tedy formálně propojuje přes funkční vazbu peněžní nabídku s úrokovou mírou coby nezávisle proměnnou, při výkladu svého modelu vychází z teze o behaviorální exogenitě úhrnného množství peněz.

Friedman (1982) ze svého výkladu peněžní teorie nominálního důchodu ovšem explicitně vypouští také jakékoli zpětné vazby od podstatných veličin k peněžní

nabídce, a tím si uzavírá cestu ke slabé exogenitě v kauzálním pojetí. Postulát silné exogenity peněz bez zpětných vazeb od cen, výstupu či úrokové míry kritizují ve svém hodnocení Friedmanovy stati Brunner a Meltzer (1982). Souhlasí sice s tím, že při dané měnové bázi neukazuje empirie na dostatečně velký vliv stávajícího či minulého důchodu anebo stávajících úrokových sazeb na nabídku peněz. Zavádějící však podle obou čelných představitelů monetarismu je důraz, který Friedman „klade na nezávislost peněžních změn“, a z něhož by bylo možné usuzovat na to, že přísná nezávislost změn peněžní nabídky představuje nutnou podmínku platnosti monetaristického přístupu k makroanalýze:

„Závěr, že peněžní impulsy jsou relativně významné pro určení agregátního důchodu, *nevyžaduje*, aby byla peněžní zásoba nezávislá na důchodu či úrokových sazbách. Monetaristická hypotéza by neměla být prezentována způsobem, který umožňuje, aby tato hypotéza byla odmítnuta z nevýznamných příčin.“ (Brunner, Meltzer, 1982, s.72, proložení přidáno)

Poměrně systematickému vyhodnocení argumentů o endogenitě peněžní nabídky se věnuje Brunner (1970), dospívá však k mlhavým závěrům. Brunner vymezuje tři problémové okruhy, které souvisí s endogenitou peněz, a pro každý z nich se pokouší formulovat shrnující tezi o významu a dopadu endogenity. První problémový okruh je soustředěn na příčinnou vazbu od peněz k hospodářské aktivitě. Podle Brunnera jsou koncept této příčinnosti a koncept peněžní endogenity „logicky v souladu“, neboť existence *zpětné vazby* od hospodářské aktivity k penězům nepopírá dominantní vliv peněz na dynamiku hospodářských čísel. Druhý problémový okruh se týká vlivu endogenity na interpretaci regresních a korelačních testů. Brunner obhajuje vypovídací hodnotu těchto testů, avšak považuje za potřebné rozšířit je o dodatečná omezení, aby zkoumané regrese vedly k jednoznačným závěrům ve prospěch monetaristické hypotézy. Nutnost doplňkových omezujících testů vyplývá z toho, že přítomnost prvku endogenity v chování peněžní nabídky vůči nominálnímu důchodu nutně ovlivňuje výsledky korelace.

Třetí problémový okruh se věnuje vlivu endogenity peněz na výsledky analýz časových řad, které formulují příčinnost na základě časování zlomových bodů v cyklickém vývoji peněžní nabídky a nominálního důchodu. Brunner připouští, že „správně konstruovaná endogenita dokáže vysvětlit chování časových řad“, kterých Friedman a Schwartzová⁴⁵ používají k potvrzení platnosti monetaristické hypotézy; proto je nutné analyzovat dynamiku časových řad spolu s procesem peněžní nabídky, neboť z těchto společných pozorování vyplývají důležité informace pro vyhodnocení příčinnosti mezi penězi a hospodářskou aktivitou. Hypotéza o endogenitě peněžní nabídky podle Brunnera těžko obstojí v konfrontaci s empirickými poznatky, které prokazují stabilitu časování cyklického pohybu peněz a důchodu v rámci „radikálně odlišných institucionálních charakteristik řídicích proces peněžní nabídky.“ (s.161) Pevná časová šablona mezi oběma proměnnými v Brunnerově pojetí nepodléhá vlivu obrácené příčinnosti, jakkoli by byl podstatný; rozhodující není ani to, zda změnu tempa růstu peněžní nabídky ovlivnila zpětná vazba vycházející z přízpusobovacích procesů uvnitř hospodářské soustavy, či zpětná vazba determinovaná jednáním

⁴⁵ Viz např. studie 'Money and Business Cycles', o které jsme se zmínili v první kapitole.

centrální banky. Své poznámky k problematice časování změn peněz a důchodu v průběhu cyklu a k analýze procesu vytváření peněžní nabídky uzavírá Brunner takto:

„Čistý výsledek rozsáhlých studií o procesu peněžní nabídky potvrzuje existenci obrácené příčinnosti od soukromého sektoru k peněžní zásobě. Zároveň však konstatuje omezený význam této zpětné vazby. Její význam mizí s velikostí peněžní změny. Hlavní obrysy chování peněžní nabídky určuje chování měnových autorit. Z těchto výsledků vyplývá, že měnové autority dokáží řídit peněžní zásobu uvnitř přiměřených mezí. Existující překážky bránící efektivnímu řízení proto nepatří k inherentním vlastnostem procesu. Jsou důsledkem všeobecného nepochopení procesu peněžní nabídky ze strany centrálních bank.“ (s.162)

Mírnější monetaristický pohled na chování peněžní soustavy zohledňuje dynamické charakteristiky řídicí vztah mezi peněžní nabídkou a hospodářskou aktivitou a připouští tedy existenci zpětné vazby od důchodu k penězům. Přítomnost takové zpětné vazby nelze považovat za důkaz neplatnosti monetaristické doktríny, protože s ní není v zásadním rozporu. Základní teze o rozhodujícím významu kolísání peněžní nabídky pro vývoj hospodářských čísel není zohledněním zpětné vazby dotčena.

ZÁVĚR

Teorie endogenních peněz přináší alternativní pohled na proces peněžní kreace; rozšiřuje přitom soubor faktorů, které jsou determinantami chování peněžní nabídky a odmítá tradiční 'als ob' pojetí tvorby peněžního množství, v němž se na rozvinuté peněžní soustavy s neplnohodnotným standardem uplatňují fakticky tytéž analytické postupy, kterých využívali zakladatelé peněžní teorie ke zkoumání oběhu plnohodnotných peněz. Učebnicový výklad celého mechanismu peněžní kreace vychází ze dvou axiomatických tezí: (i) centrální banka je schopna účinně řídit dynamiku měnové báze a (ii) širší peněžní agregát vymezující národní peněžní nabídku funkčně závisí na měnové bázi. Nepružnost svorníku mezi nabídkou peněz a měnovou bází je odvozena od mechanistického pojmání činnosti finančních zprostředkovatelů; centrální banka proto může (a měla by) využít této pevné funkční vazby k relativně přesnému usměrňování dynamiky peněžního množství přes řízení vlastních bilančních účtů agregovaných do zdrojů měnové báze. Teoretická obhajoba peněžně-politického postulátu pevného pravidla pro růst peněžní nabídky stojí na třetím axiomu, na stabilitě a trvalosti vazby mezi dynamikou peněžního množství a dynamikou úhrnné poptávky. Dlouhodobá tendence hospodářské soustavy k rovnovážnému vývoji při optimálním využití výrobních faktorů představuje teoretickou základnu pro návrat Lockeova *postulátu proportionality* přetaveného do slavného Friedmanova výroku o tom, že inflace je vždy a všude peněžní jev.

Teorie endogenních peněz se pokouší rozkličkovat složitý popletenec vazeb mezi penězi a hospodářskou aktivitou v hospodářské soustavě, jejíž vnitřní charakteristikou je rozvinutý systém finančního zprostředkování a neplnohodnotný peněžní standard. Takto vymezená hospodářská soustava se chová nutně jinak než soustava založená na oběhu plnohodnotných peněz bez úvěrové struktury. Nauka o penězích musí více než kterýkoli jiný obor hospodářské vědy dbát na *institucionální a historický kontext*, ve kterém formuluje své závěry. Tento kontext totiž citelně ovlivňuje platnost a relevantnost shora zmíněných tří axiomů ortodoxní peněžní teorie, postulujících svrchovanou kontrolu centrální banky nad pohyby měnové báze a strukturální nepružnost obou klíčových svorníků mezi konečnými penězi, národní peněžní nabídkou a souhrnnými výdaji.

Přístup ke zkoumání endogenity peněžního množství lze rozložit do dvou rovin. Základní rovinu představuje *behaviorální přístup*, který analyzuje chování hospodářských subjektů zúčastněných na tvorbě peněžní nabídky. Tyto subjekty vnímají peníze jako prostředek k naplnění svého soukromohospodářského účelu výnosu (výdělečná hospodářství včetně bank) či užitku (spotřební hospodářství), jako zvláštní statek s nepřímou univerzální upotřebitelností. Naproti tomu stát, ovšem nikoli v roli hospodářského subjektu, kdy si opatřuje příjmy ke krytí výdajů, nýbrž v úloze správce peněžního oběhu, považuje peníze za prostředek k vytvoření stabilního peněžního prostředí pro plynulé a efektivní fungování individualistické hospodářské soustavy. Národohospodářský účel rovnovážného pořádku v mezihospodářských vazbách vede stát k péči o stabilitu kupní síly peněžní jednotky a stabilitu soustavy bankovního zprostředkování. Teorie endogenních peněz klade důraz na aktivní účast bank a výdělečných hospodářství, méně pak hospodářství spotřebních, na procesu

peněžní kreace, která je řízena poptávkou peněžním úvěru. Tato teze neznamená, že by centrální banka nemohla ovlivňovat či usměrňovat tvorbu peněz, pouze říká, že je to možné nepřímo, oklikou přes ovlivňování či usměrňování poptávky po penězích formované transakčním a finančním motivem.

Navazující rovinou je *kauzální přístup* k endogenitě, který se věnuje postavení peněz v příčinných řetězcích provazujících důležitá hospodářská čísla. Bez ohledu na stupeň agregace při konstrukci ekonometrického modelu platí, že endogenní peníze jsou určeny jednou z rovnic v simonovské lineární struktuře, zatímco exogenní peníze vstupují do všech rovnic jako nezávisle proměnná. Empirické testy příčinnosti, jejichž účelem je potvrzení platnosti *a priori* formulované představy o exogenitě peněz, sestávají z analýz předslednosti a následnosti v časových řadách peněžní nabídky, nominálního důchodu a inflace, z regresních analýz těchto časových řad a z historických případových studií. Všeobecně rozšířené upřednostňování kauzálního přístupu před přístupem behaviorálním s sebou nese dva důležité problémy. Prvním z nich je interpretace a věrohodnost 'exaktních' testů k rozlišení příčiny a následku. Empiricky vyzorované časování sedlových a vrcholových bodů ve dvou časových řadách může znamenat předslednost peněz stejně dobře jako jejich následnost, neboť bez doplňující analýzy nelze přesně říci co je předstih a co je zpoždění. Toto časování navíc vykazuje poměrně širokých rozptýl hodnot v mezerách mezi zlomovými body obou časových řad. Regresní testy časových řad nedokáží bezpečně eliminovat vliv třetí nepozorované proměnné, která společně působí na chování peněžního množství a na chování nominálního důchodu. Kromě toho nelze peníze v těchto testech modelovat jako exogenní veličinu, pokud centrální banka reaguje na vývoj hospodářských čísel; velice bolestným omylem jsou proto regresní analýzy na časových řadách, které pokrývají období, kdy centrální banky zohledňovaly ve svých praktických krocích signály vysílané pohyby měnového kursu, úrokové hladiny a úrokové struktury, vývojem likvidity bankovního sektoru, očekáváními hospodařících subjektů, vnějšími i vnitřními šoky ap. Druhý problém kauzálního přístupu souvisí s absencí strukturálního modelu hospodářské soustavy a subjektového pohledu na proces peněžní kreace. Analýza příčinného nexu mezi penězi, nominálním důchodem a inflací tak ústí do redukované formy důkazu, která je mimořádně nebezpečná, pokud zakládá přesvědčení o tom, že na takto statisticky zjištěné vazbě lze postavit mechanismus usměrňování nominálního důchodu prostřednictvím řízení peněžního množství po stabilní trajektorii bez ohledu na vývoj poptávky po penězích.

Behaviorální, subjektový přístup k endogenitě rozkládá peněžní nabídku na segment konečných, vnějších či rezervních peněz a na segment vnitřních peněz. V peněžní soustavě spočívající na neplnohodnotném standardu jsou konečnými penězi ta finanční (peněžní) aktiva hospodařících subjektů, jejichž převodem definitivně zaniká úvěrový vztah mezi dvěma subjekty. Účetně představují konečné peníze neumořitelná, nuceně obíhající pasiva státu; jde tedy o mince a bankovky prohlášené za zákonné platidlo a rezervy bankovní soustavy uložené na účtech u centrální banky, které lze pojmově ztotožnit s bankovkami, neboť nejsou zatíženy rizikem nepřevoditelnosti. Vnitřní peníze jsou výrazem dluhového vztahu mezi dvěma hospodařícími subjekty a jsou proto spojeny s nárokem na konečné peníze. Neexistuje zřetelná, ostře rýsovaná hranice, která by jednoznačně rozdělila úvěrové

(dluhové) vztahy hospodařících subjektů na peníze a ne-peníze. Praktické vymezení národní peněžní nabídky je vždy arbitrární volbou, pokud peněžní agregát zahrnuje vnitřní peníze. Tyto vnitřní peníze vznikají a zanikají uvnitř úvěrové struktury vystavěné nad základnou konečných, vnějších peněz; jejich dynamika se řídí ochotou hospodařících subjektů vstupovat do dluhových vztahů, a proto je jejich kreace endogenním procesem. Úvěrová nastavba reaguje pružně na 'potřeby obchodu', nicméně tato její pružnost není neomezená. Na dlužnické straně úvěrového vztahu hraje rozhodující úlohu představa výdělečného hospodářství o budoucí poptávce po jeho produkci a tedy i o schopnosti pokrýt úmor dluhu z očekávaných výnosových toků. Na straně věřitelské pak musí hospodařící subjekt zvážit všechna pro a proti při portfoliovém rozhodování o alokaci finančních aktiv. Základní principy preference likvidity definují společné rysy chování jak spotřebních hospodářství hledajících optimální strukturu úspor, tak výdělečných hospodářství čelících dočasným přebytkům hotovosti, tak bank a ostatních finančních zprostředkovatelů.

Z celého souhrnu vnitřních peněz se pro praktické vymezení peněžní nabídky uplatňují vybraná pasiva obchodních bank, o nichž se předpokládá, že fungují jako konečné peníze (běžné či šekovatelné účty), nebo že jsou do této funkční formy relativně rychle mobilizovatelná (termínové a úsporné vklady). Proces tvorby bankovních peněz zachovává emisní principy, které platí obecně pro tvorbu vnitřních peněz, tj. dluhový základ a nárok na konečné peníze, a tedy i určitou míru pružnosti vůči poptávce. Zároveň však v úvěrové struktuře vznikají nové druhy finančních aktiv, které jsou plnohodnotnými substituty k bankovním penězům, a které komplikují zdánlivě jednoduchou a pevnou vazbu vybraných bankovních pasiv na dynamiku efektivní poptávky.

Samotný proces peněžní emise představuje kombinaci dvou typů peněžní kreace. Prvním, tradičním procesem je *rezervně-multiplikační emise* peněz, kdy se objem bankovních vkladů mění s určitým zpožděním po změně objemu rezervních peněz v držení obchodních bank. Převodový mechanismus mezi pohybem volných (nevypůjčených) rezerv bankovní soustavy a zpožděným pohybem peněžního agregátu závisí na hodnotách peněžně-politických proměnných nastavených centrální bankou, na vývoji důležitých hospodářských čísel (reálném důchodu, úrokové míře), na portfoliových preferencích hospodařících subjektů včetně bank, na struktuře bankovního systému, na faktorech ovlivňujících velikost marží mezi vkladovými a zápůjčními sazbami; v žádném případě nelze takto determinovaný mechanismus považovat za stabilní svorník mezi měnovou bází a peněžní nabídkou. Druhým a rozhodujícím procesem je *bankovní-úvěrová emise*. Úvěrová aktivita obchodních bank není pevně svázána s objemem primárních rezerv, neboť banky poskytnutím úvěru nesnižují stav svých rezerv; úvěr se v poklesu rezerv projeví až poté, co jeho příjemce vůči své nově vytvořené pohledávce za úvěrující bankou vypíše šek nebo příkaz k úhradě. Teprve pak totiž úvěrem vytvořená kupní síla nabere formu bankovního vkladu (a tedy peněz). Obchodní banky se navíc prostřednictvím operačním postupů řízení aktiv a pasiv výrazně vyvazují z rezervního omezení, zejména v dlouhodobějším horizontu. Kromě toho centrální banka nemůže nedodat bankovnímu systému potřebnou likviditu v momentě, kdy hrozí nebezpečí rozsáhlé imobility bankovních domů; centrální banka tak naplňuje mikroekonomický účel své existence. Rezervní deficit bankovní soustavy se projeví vždy až po předchozím

zrychlení úvěrové expanze, je však z druhé strany nositelem vnitřní tendence k jejímu zpomalení či zastavení, neboť tlačí na vzestup úrokové míry, a tím i na utužení poměrů úvěrového trhu a na změnu relativních cen a výnosů finančních aktiv a kapitálových statků.

Proces peněžní tvorby tedy odráží rozhodování hospodařících subjektů sledujících soukromohospodářský účel výnosu, popř. užitku. *Řídícími veličinami peněžní kreace jsou mezní výnosnost úvěru a mezní nákladovost na refinancování této věřitelské pozice. Vliv centrální banky na dynamiku peněžního množství se odvozuje od toho, jak dokáže ústřední měnová autorita zasáhnout parametry, podle nichž se hospodařící subjekty rozhodují.* Úvěrovou aktivitu obchodních bank lze ovlivňovat pomocí řízených pohybů úrokové míry, které mají své důsledky pro očekávání hospodařících subjektů a zejména pro míru přidělování na trhu bankovního úvěru. Možnost vykonávat tento nepřímý vliv na tempo růstu peněžního množství však neznamena automatický dopad na vývoj kupní síly peněžní jednotky, neboť arbitrárně definované vnitřní peníze v úhrnu národní peněžní nabídky lze nahradit jinými druhy vnitřních peněz, které umožní financovat nákup statků a služeb výrobních faktorů, a tím vytvářet důchody a působit na kupní sílu peněz. Zdálnivá stabilita rychlosti oběhu peněz vždy souvisí s vyšší mírou pružnosti peněžní nabídky vůči poptávce; zřetelné zhroucení této stability na počátku 80. let poté, co americký Fed přešel k operativnímu kritériu nevypůjčených rezerv, vedlo k opětovnému oživení zájmu o širokou paletu nástrojů a indikátorů peněžní politiky.

Spory o endogenitu či exogenitu peněžní nabídky a o konstrukci peněžně-politické strategie na bázi pevného pravidla nebo určité volnosti rozhodování provázejí historický vývoj peněžního myšlení již od počátku 19. století. Lze načrtnout hrubé třídící schéma, které rozděluje teorii peněz a peněžní politiky do dvou základních větví. Tradiční, *ortodoxní větev* vychází z Lockeovy a Humeovy kvantitativní teorie peněz a postupně ji rozpracovává; institucionální a historický kontext sice hraje určitou vedlejší roli, avšak nikdy se nedotýká základního postulátu o jednoznačné příčinné vazbě mezi množstvím peněz v oběhu a jejich vnitřní hodnotou (kupní silou peněžní jednotky). V této ortodoxní tradici na sebe postupně navazují stoupenci zlatého krytí z období sporu o měnové zlato, stoupenci měnové školy z období polemiky o Peelově bankovním zákonu, neoklasičtí autoři první poloviny 20. století, především Irving Fisher a celá chicagská škola, a po 2. světové válce stoupenci monetaristického názoru na peníze vedeni Miltonem Friedmanem stejně jako fakticky celá široká plejáda autorů ekonomie hlavního proudu a nové klasické makroekonomie.

Neortodoxní větev peněžního myšlení klade důraz na institucionální a historické úvahy, které rozhodujícím způsobem ovlivňují závěry, k nimž peněžní analýza směřuje. V pohybech kupní síly peněžní jednotky se zrcadlí působení různých inflačních či deflačních metod, které určují směr a velikost změn nominálních hospodářských čísel. Na peněžní politiku tato větev pohlíží spíše jako na umění vycítit v pravou chvíli ten pravý krok k omezení předvídaného, leč nežádoucího narušení stability kupní síly peněžní jednotky. V chronologickém uspořádání neortodoxní tradice peněžní teorie vedle sebe stojí obhájci Bank of England z období sporu o měnové zlato, stoupenci bankovní školy kritizující Peelův zákon, Knut Wicksell a jeho pokračovatelé v rámci švédské školy, částečně John M. Keynes a v

poválečném období pak všichni stoupeni relativně heterogenního postkeynesovského směru hospodářské vědy.

Použitá literatura

- Arestis, P. (1992) *The Post-Keynesian Approach to Economics*, Aldershot: Edward Elgar
- Ballard, B. (1995) 'How Keynes Became a Post Keynesian', *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.17, No.3 (Spring)
- Blanchard, O.J., Fisher, S. (1993) *Lectures on Macroeconomics* (6th printing), Cambridge (Mass): MIT Press
- Brunner, K. (1970) 'The „Monetarist Revolution“ in Monetary Theory' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Brunner, K. (1991) 'High Powered Money and the Monetary Base' in J.Eatwell, M.Milgate, P.Newman (eds), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan
- Brunner, K., Meltzer, A. (1982) 'Friedman's Monetary Theory' in R.J.Gordon (ed) *Milton Friedman's Monetary Framework. A Debate with his Critics*, Chicago: University Press
- Cagan, P. (1989) 'The Uncertain Future of Monetary Policy' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Cagan, P. (1991) 'Monetarism' in J.Eatwell, M.Milgate, P.Newman, (eds), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan
- Cameron, R. (1994) 'Bank Charter Act of 1844' in P.Newman, M.Milgate, J.Eatwell (eds) *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London: Macmillan
- Cobham, D. (1994) 'The Radcliffe Committee' in P.Newman, M.Milgate, J.Eatwell (eds) *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London: Macmillan
- Cramp, A.B. (1970) 'Does Money Matter?' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Davidson, P. (1972) *Money and the Real World*, London: Macmillan
- Davidson, P. (1994) *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Aldershot: Edward Elgar
- Davidson, P., Weintraub, S. (1973) 'Money as Cause and Effect' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Desai, M (1991) 'Endogenous and Exogenous Money' in J.Eatwell, M.Milgate, P.Newman (eds), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan
- Eichner, A.S. (1991) *The Macrodynamics of Advanced Economies*, Armonk (NY): M.E.Sharpe
- Engliš, K. (1938) *Soustava národního hospodářství* (2 svazky), Praha: Melantrich

- Friedman, B.M. (1988) 'Lessons on Monetary Policy from the 1980s' *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, Number 3 (Summer)
- Friedman, M. (1948) 'A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability' in S.Estrin, A.Marin (eds) *Essential Readings in Economics*, London: Macmillan, 1995
- Friedman, M. (1968) 'The Role of Monetary Policy', *American Economic Review*, 58 (March)
- Friedman, M. (1982) 'A Theoretical Framework for Monetary Analysis' in R.J.Gordon (ed) *Milton Friedman's Monetary Framework. A Debate with his Critics*, Chicago: University Press
- Friedman, M. (1984) 'Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Friedman, M., Schwartz, A.J. (1963) 'Money and Business Cycles' in K.A.Chrysal (ed.) *Monetarism*, vol. II, Aldershot: Edward Elgar
- Goodhart, C.A.E. (1989a) *Money, Information and Uncertainty* (2nd edition), London: Macmillan
- Goodhart, C.A.E. (1989b) 'The Conduct of Monetary Policy', *The Economic Journal*, 99 (June), s.293-346
- Gurley, J.G. (1960) 'The Radcliffe Report and Evidence' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Hayek, F.A. von (1945) 'Využívání informací ve společnosti' in T.Ježek (ed.) *Liberální ekonomie. Kořeny euroamerické civilizace*, Praha: Prostor
- Horsefield, J.K. (1991) 'Fiduciary Issue' in J.Eatwell, M.Milgate, P.Newman, (eds) *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan
- Humphrey, T.M. (1970) 'The Monetarist - Nonmonetarist Debate' in *Essays on Inflation*, 5th edition, Federal Reserve Bank Richmond, 1986
- Humphrey, T.M. (1974) 'The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates' in *Essays on Inflation*, 5th edition, Federal Reserve Bank Richmond, 1986
- Kaldor, N. (1958) 'Monetary Policy, Economic Stability and Growth' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Kaldor, N. (1960) 'The Radcliffe Report' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Kaldor, N. (1970) 'The New Monetarism', *Lloyds Bank Review*, 97 (July), s.1-17
- Keynes, J.M. (1930) *Treatise on Money* (2 volumes), London: Macmillan and Co.
- Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, 1973 (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VII)
- King, J.E. (1995) 'Sidney Weintraub: the Genesis of an Economic Heretic', *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.18, No.1 (Fall)

- Král, A. (1936) *Peníze a úrok*, Praha: Orbis
- Laidler, D. (1982) *Monetarist Perspectives*, Cambridge (Mass): Harvard University Press
- Laidler, D. (1991a) 'Bullionist Controversy' in J.Eatwell, M.Milgate, P.Newman (eds), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan
- Laidler, D. (1991b) *The Golden Age of the Quantity Theory*, Princeton: University Press
- Lavoie, M (1992) *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Aldershot: Edward Elgar
- Minsky, H.P. (1957) 'Central Banking and Money Market Changes', *Quarterly Journal of Economics*, vol. **71**, No.2 (May)
- Minsky, H.P. (1985) 'The Financial Instability Hypothesis: A Restatement' in P.Arestis, T.Skouras (eds) *Post-Keynesian Economic Theory*, Armonk (NY): M.E.Sharpe
- Miskhin, F.S. (1989) *Economics of Money, Banking and Financial Markets*, (2nd edition), Glenview (Illinois): Scott, Foresman and Co.
- Musella, M., Panico, C. (1995) 'Introduction' in M.Musella, C.Panico (eds) *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot: Edward Elgar, 1995
- Papademos, L., Modigliani, F. (1990) 'The Supply of Money and the Control of Nominal Income' in B.M.Friedman, F.H.Hahn (eds) *Handbook of Monetary Economics*, vol. I, Elsevier Science Publishers
- Revenda, Z. (1995a) *Bankovní regulace a dohled*, Praha: VŠE
- Revenda, Z. (1995b) 'Centrální bankovníctví', *Bankovníctví* č. 7, 9
- Robertson, D.H. (1928) *Money* (revised edition), London: Nisbet&Co.
- Rogers, C. (1989) *Money, Interest and Capital*, Cambridge: University Press
- Rousseas, S.W. (1992) *Post Keynesian Monetary Economics*, Armonk (NY): M.E.Sharpe
- Schwartz, A.J. (1991) 'Banking School, Currency School, Free Banking School' in J.Eatwell, M.Milgate, P.Newman (eds), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan
- Simon, H.A. (1991) 'Causality in Economic Models' in J.Eatwell, M.Milgate, P.Newman, (eds), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan
- Sims, C.A. (1972) 'Money, Income and Causality', *American Economic Review*, **62** (September)
- Smithin, J. (1994) *Controversies in Monetary Economics*, Aldershot: Edward Elgar
- Tobin, J. (1970) 'Post Hoc Ergo Propter Hoc', *Quarterly Journal of Economics*, **84** (May), s.301-317
- Wicksell, K. (1898) *Interest and Prices*, New York: Augustus M. Kelly, 1962
- Wray, L.R. (1990) *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*, Aldershot: Edward Elgar

ÚVOD.....	1
I. ENDOGENITA VERSUS EXOGENITA	5
1. Kauzální přístup	6
<i>Empirické testy příčinnosti</i>	8
2. Behaviorální přístup	11
II. PENÍZE	13
III. FORMY PENĚŽNÍ EMISE.....	19
1. Vnější peníze	19
2. Vnitřní peníze	24
IV. PROCES TVORBY PENĚŽNÍ NABÍDKY	31
1. Evoluce peněžních soustav.....	31
2. Rezervně-multiplikační model peněžní tvorby	33
3. Bankovní-úvěrový model peněžní tvorby.....	39
4. Tvorba peněz a chování peněžní nabídky	41
<i>Endogenita peněžního multiplikátoru</i>	43
<i>Endogenita měnové báze</i>	44
<i>Endogenita rychlosti oběhu peněz</i>	47
5. Důsledky pro peněžní politiku	52
V. HISTORICKÉ KOŘENY SPORU O ENDOGENITU ČI EXOGENITU PENĚŽ	54
1. Spor o měnové zlato	55
2. Spor bankovní a měnové školy	59
3. Wicksellova peněžní teorie	64
4. Keynesova peněžní teorie.....	68
VI. ENDOGENITA A EXOGENITA PENĚŽ V MODERNÍ PENĚŽNÍ TEORII.....	73
1. Radcliffeova komise.....	74
2. Postkeynesovská peněžní teorie	78
<i>Strukturální endogenita</i>	82
<i>Politická teorie endogenity</i>	86
3. Neoklasická peněžní teorie.....	88
<i>Monetarismus</i>	88
ZÁVĚR.....	90
Použitá literatura	94