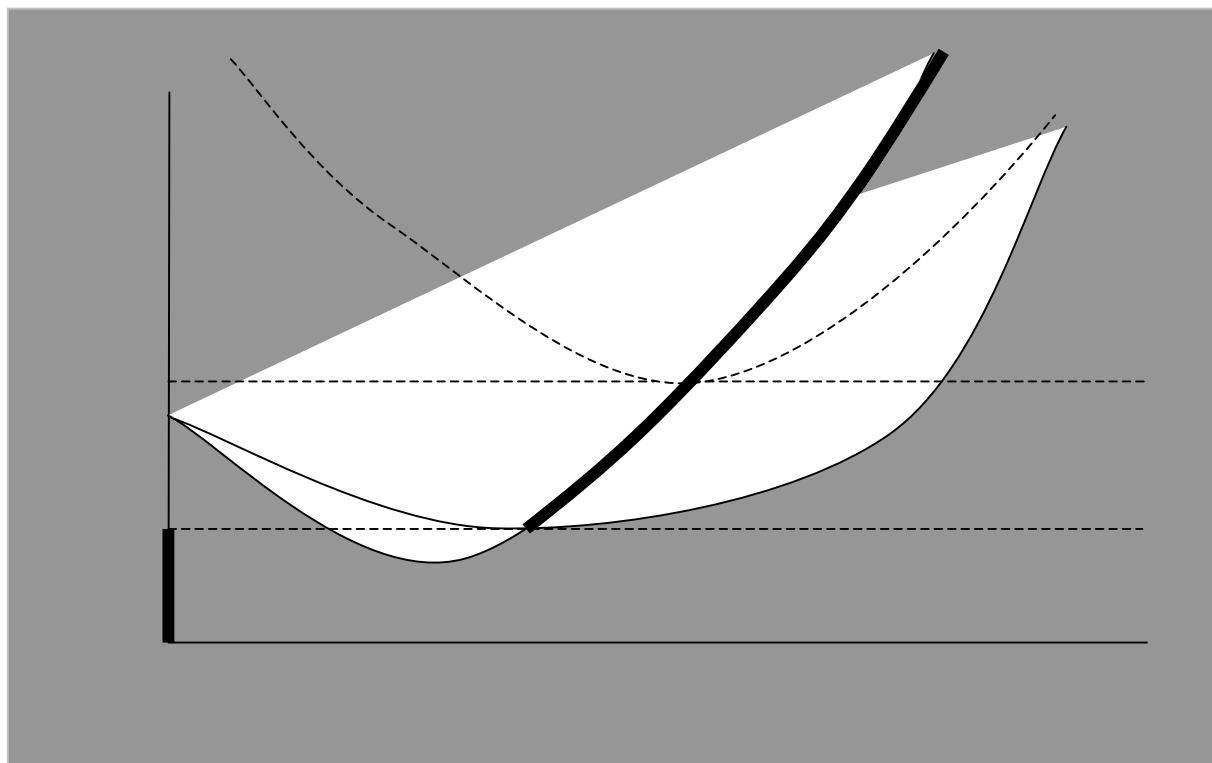
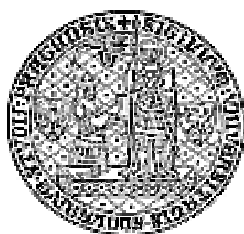


Working paper *UK FSV - IES*

No. 20

Milan Sojka

**Postkeynesovská teorie peněz, peněžní a úvěrová politika a
postavení centrální banky**



December 2002

OBSAH

I. Úvod	3
II. Vznik a vývoj postkeynesovské teorie endogenních peněz	6
III. Úloha centrální banky z pohledu postkeynesovské teorie endogenity peněz	15

Motto: „Insofar as the relevant empirical underpinnings of macroeconomics are ignored, undervalued or relatively costly to study, it leaves theory too much in the grasp of fashion, with mathematical elegance and intellectual cleverness being prized above practical relevance.,, (C. Goodhart 2002, p. 22)

I. Úvod

V úvahách o peněžní a úvěrové (monetární) politice a postavení centrální banky se až dosud lze setkat s mnoha relikty monetaristického přístupu, přestože doba, kdy byly monetaristické koncepce teoretickým východiskem utváření monetární politiky usilující o „přímé řízení,, peněžních agregátů, je již dlouho minulostí. Nejvýznamnějším pozůstatkem éry monetarismu je představa o nezávislosti centrální banky jako instituce prosazující měnové cíle. Vytvoření této nezávislé „bankovní moci,, zodpovědné se zákona jen sobě samé je velmi problematické, podíváme-li se na ně jinou než monetaristickou logikou, stane se zcela neudržitelným. Ve svém příspěvku se zaměřím na postkeynesovskou teorii peněz a z ní vyplývající závěry pro postavení centrální banky v kapitalistické tržní ekonomice.

Pro zajímavost chci připomenout, že předchůdcem tohoto přístupu byl i český národohospodář Josef Macek. Jak píše ve své učebnici *Sociální ekonomika*, „Zlatá automatika,, je pouze jeden z projevů liberalismu hospodářského, jehož vůdčím principem je soukromý prospěch. A toho se dosahuje často i za cenu obecného dobra.,¹ Macek uznává, že si stabilní řízená měna vyžaduje velmi prozíravou peněžní politiku vlády, je však přesvědčen, že je přesto lepší variantou než měna založená na „zlaté automatice,,. V jeho pojetí náleželo peněžní a úvěrové politice velmi důležité místo v hospodářské politice státu. Protože považoval peněžní politiku za integrální součást hospodářské politiky zaměřené na vysokou výkonnost hospodářství a plnou zaměstnanost, jež má sloužit k překonání krize a nezaměstnanosti, logicky odmítal, obdobně jakou současné postkeynesovské ekonomické teorie, představu o nezávislosti centrální banky. V jeho pojetí musí být předním úkolem státní správy „starat se o to, aby se hospodářskému životu dostávalo dosti peněz, dobře způsobilých plnit své funkce.,² a pochyboval, zda bez koordinace s vládou může centrální banka své funkce

¹ Macek J.: *Sociální ekonomika. Kurs národního hospodářství. Část III. Peníze*. Praha, Nakladem České grafické unie a. s. 1946, s. 290.

² Tamtéž, s. 290.

vůbec plnit. Kriticky se stavěl k nezávislosti centrální banky a k potřebě „neutrální, měny, která by byla nezávislá na politice vlády.

Východiskem postkeynesovské teorie peněz je teze, že žádný obecný teoretický model nemůže vyřešit všechny ekonomické problémy pro všechna historická období a všechny situace. Významná úloha přísluší v tomto směru peněžním institucím a jejich evoluci. Rozvoj institucí odráží podstatné charakteristické rysy peněz, protože instituce peněz a bankovníctví jsou v úzkém vzájemném propojení. Zásadní význam v tomto ohledu přísluší úloze úvěru (money is credit-driven) a poptávkové determinaci peněz. Výsledkem je přístup vycházející z důrazu na endogenní povahu peněz. Ve své nejjednodušší podobě označované jako horizontalismus (Kaldor, Weintraub, Moore aj.) jsou komerční banky považovány za subjekty, které determinují ceny (price setters) a jsou příjemci množství (quantity takers). Tj. banky stanoví úrokové míry a poptávka po úvěrech určí nabízené množství peněz. Toto zjednodušené pojetí vede k závěru o značně pasivní úloze bankovního sektoru a velmi omezené úloze centrální banky. V tomto pojetí si poptávka po penězích sama vytváří nabídku peněz. Tento názor je spíše jakýmsi prvním přiblížením k endogenitě peněžní nabídky a v současnosti ho již zastává pouze málo postkeynesovských ekonomů.

V dalším vývoji byla tato koncepce výrazně rozvinuta a doplněna. Již v roce 1973 V. Chicková napsala, že je třeba vysvětlit, jak si soukromý sektor dokáže zajistit požadovaný rozsah peněžní nabídky (Chick 1973, str. 88). Podle soudobé postkeynesovské teorie endogenních povahy nabídky peněz existují jisté meze endogenity peněz díky jednání monetární autority, jež se snaží o regulaci likvidity systému i chování komerčních bank, jež samy stanoví meze své úvěrové expanze. Při tomto přístupu na monetární politice záleží i v případě, že jsou peníze endogenní. Podle tohoto přístupu banky vyžadují vyšší úrokové sazby v případě vyšších rizik (Wray 1992, str. 1160). Za těchto okolností (i v případě kdy Centrální banka bojuje s inflací restriktivní monetární politikou) se nabídka úvěru stává méně a méně elastickou (potenciálně se může její elasticita přiblížit až nule (Minsky 1982, str. 107).

V postkeynesovském přístupu peníze vznikají třemi způsoby. První způsob je založen na

tom, že si výroba vyžaduje čas a nákup vstupů je nutno financovat dříve, než lze prodávat výstupy. Proto peníze nutně vznikají zároveň s půjčkou (dluhem) (Davidson 1978). V dynamické peněžní produkční ekonomice vzniká úvěr, aby usnadnil výrobu a další činnosti, jako je nákup statků dlouhodobé spotřeby. Peněžní tvorba je důsledkem úvěrových toků v dynamické peněžní produkční ekonomice (Eichner, Kregel 1975). Z tohoto pohledu mají instituce poskytující úvěry (zejména banky) zásadní význam, a proto je třeba pečlivě zkoumat způsob, jak fungují. I když je nutno úvěr sloužící výrobě považovat za normální případ, může docházet rovněž ke špatné alokaci úvěrů, jak je tomu například při spekulaci vyvolané nejistotou. Špatná alokace úvěrů a neschopnost firem úvěr splácet jsou základem vzniku finančních krizí. Změny v množství peněz v oběhu jsou způsobeny změnami cen a vyráběných množství. „...výrazné zvýšení úrovně hospodářské aktivity bude pravděpodobně předcházet zvýšení nabídky peněz (jsou-li peníze definovány široce), protože zvyšování mzdových nákladů a výpůjčky na provozní kapitál pravděpodobně budou předcházet zvýšení hodnoty výstupu, jež se objeví ve statistice (Robinsonová 1970, str. 510).

Druhým způsobem jsou fiskální operace a operace na volném trhu uskutečňované monetárními autoritami. V této souvislosti vzniká významná asymetrie. Monetární autority mohou obecně zvýšit nabídku peněz z vlastní iniciativy, pokud nedošlo ke vzniku hluboké recese, při níž ekonomické subjekty nebudou chtít držet dodatečné množství peněz, které dodaly do ekonomiky peněžní autority.

Třetím způsobem jsou toky peněz ze a do zahraničí v otevřené ekonomice. Obecně vede přebytek platební bilance k tvorbě peněz a deficit k jejich destrukci. V tomto směru je třeba vzít v úvahu míru otevřenosti ekonomiky a kursový režim (pružné versus fixní měnové kursy, Dow 1986/87) a chování monetárních autorit.

Peníze vždy vznikají v interakci mezi chováním ekonomických subjektů (firem, domácností), bank a monetárních autorit. Peníze jsou determinovány rozhodováním ekonomických subjektů, jsou determinovány endogenně a každé opatření peněžních autorit může být negováno chováním ekonomických subjektů. Z toho vyplývá, že peněžní autority nemohou vytvářet ani destruovat peníze přímo. Činí tak nepřímo prostřednictvím přerozdělovacích procesů.

Rozhodující úlohu v těchto procesech hrají podnikatelé a jejich „životní elán,, , protože

podnikatelé musí vytvářet očekávání budoucího vývoje agregátní poptávky a její struktury a na tomto základě odvodit peněžní výdaje, které budou muset vynaložit na investice a na nákup výrobních činitelů. Na tomto základě formulují svou poptávku po penězích. Centrální banka určuje diskontní sazbu a komerční banky své úrokové míry (banky se přitom snaží odhadovat riziko a hodnotu zástav). Na tomto základě jsou komerční banky ochotny poskytovat úvěry a zvyšování nominální poptávky po penězích vede ke zvyšování nabídky peněz. Jediným nástrojem, který mají peněžní autority k dispozici pro regulace vývoje množství peněz v ekonomice pak jsou úrokové míry. (Chick 1986).

II. Vznik a vývoj postkeynesovské teorie endogenních peněz

Východiskem uvažování postkeynesovských ekonomů o endogenní povaze peněz jsou myšlenky J. M. Keynesa rozvíjené v jeho práci *Pojednání o penězích*. Keynes zde zdůrazňuje úlohu bankovních peněz, které se historicky vyvinuly z vlastních peněz (moneyproper), jež v Keynesově pojetí svým převodem umožňují umořování dluhů. Tyto Keynesovy bankovní peníze mají povahu vnitřních peněz, jejich podkladem je soukromý dluh. I když Keynes v *Pojednání o penězích* nikde nepoužívá pojem endogenní peníze, vytváří jeho analýza emisního procesu spojeného s tvorbou bankovních peněz obecný rámec pro výklad endogenní povahy nabídky bankovních peněz. Každá jednotlivá banka je v jeho pojetí schopna aktivně tvořit vklady, své chování však musí vázat na chování celé bankovní soustavy. Emisní aktivita komerčních bank je však omezena, protože musí udržovat stabilní vztah mezi vývojem svých obchodů a úhrnem rezerv. Centrální banka pak může bankovní soustavu regulovat, může plnit úlohu "dirigenta orchestru", za předpokladu, že skutečně ovládá vývoj rezerv bankovní soustavy.

Keynes odmítl tezi o neutralitě peněz i ve svém článku z roku 1933, kde zdůraznil, že rozdíl mezi jeho a neoklasickou teorií spočívá zejména v úloze peněz: "Ekonomiku, která používá peníze, ale užívá je pouze jako *neutrální* článek mezi transakcemi reálných věcí a reálných aktiv a neumožňuje jim vstoupit do pohnutek a rozhodnutí, lze označit, chceme-li ji pojmenovat výstižněji, jako *ekonomiku naturální směny*. Teorie, již požadují, by se měla na rozdíl od toho zabývat ekonomikou, v níž peníze hrají svou vlastní roli a ovlivňují pohnutky a rozhodnutí a jsou v krátkosti jedním z faktorů účinně ovlivňujících stav věcí tak, že vývoj událostí nelze předvídat v dlouhém ani v krátkém období bez znalosti chování peněz mezi

počátečním a konečným stavem. A toto bychom měli mít na mysli, když mluvíme o *peněžní ekonomice*...

Ekonomika, v níž...*peníze nejsou neutrální*, se vyznačuje konjunkturami a depresemi. Věřím, že je vypracování takové podrobné peněžní teorie výroby aktuálním úkolem. Tímto úkolem se nyní sám zabývám a jsem přesvědčen, že neplýtvám časem." (Keynes CW XIV, str. 408). K úvahám směřujícím k endogenní povaze peněžní nabídky se opět vrátil ve třech článkách publikovaných v časopise *Economic Journal* v roce 1937 (Keynes 1937), kde zavádí finanční motiv jako relativně samostatný motiv poptávky po penězích.

Bezprostředním stimulem k rozvoji postkeynesovských teorií endogenní nabídky peněz se stal nástup monetarismu ve Spojených státech v dílech Milтона Friedmana a jeho pokračovatelů. Friedmanova argumentace byla postavena na „empirickém zjištění“, že úroveň peněžní nabídky vykazuje cykly, jež se podobají cyklům hospodářské aktivity a zároveň je systematicky předchází. Tento předstih však trvá různou dobu. Na těchto skutečnostech postavil M. Friedman svůj výklad kauzálního vztahu mezi množstvím peněz v oběhu a nominálním národním důchodem, jenž se stal jedním z rozhodujících argumentů Friedmanovy kritiky neokeynesovské makroekonomie. Vůči postkeynesovské ekonomii se však ukázala tato kritika zcela neúčinnou a ta z ní vyšla značně posílena.

V postkeynesovském pojetí teorie, v níž závisí úroveň důchodu prostřednictvím efektivní poptávky na autonomních rozhodnutích podnikatelů, přirozeně vyžaduje předpoklad, že se nabídka peněz mění endogenně jako funkce poptávky po finančních zdrojích (úvěrech) sloužících k financování investic. Kauzální vazby jsou v tomto pojetí zdvojené, směřují na jedné straně od investic k agregátní poptávce a na druhé straně od investic k poptávce po penězích. Jestliže se nabídka peněz bezprostředně přizpůsobuje prostřednictvím úvěrové kreace peněz poptávce po penězích, musí její změny předcházet změnám důchodu. Je tomu tak z toho důvodu, že keynesovský multiplikátor přenáší impulsy vyvolané investicemi do přírůstků důchodu s určitým časovým zpožděním.

K rozvoji postkeynesovské teorie peněz založené na *teorii endogenní nabídky peněz* přispěl významně jeden z hlavních představitelů zakladatelské generace postkeynesovské ekonomie Nicholas Kaldor (Kaldor 1970, Kaldor 1980, Kaldor 1982). Endogenní povaha nabídky peněz v jeho pojetí vychází z představy, že prostřednictvím úvěrové kreace případně

vznikem finančních inovací vyvolává každé zvýšení nominálního důchodu zvýšení nabídky peněz, které dokáže uspokojit výsledný přírůstek poptávky po penězích. Tato teoretická koncepce je založena na odmítnutí kvantitativní teorie peněz a s ní spojených představ, že kapitalistická tržní ekonomika má přirozenou tendenci k dlouhodobé rovnováze při plné zaměstnanosti, že je důchodová rychlost peněz stálá a nezávislá na úrokové míře a zejména odmítnutí kauzálního vztahu charakteristického pro kvantitativní teorii peněz, který vede od nabídky peněz k nominálnímu důchodu nebo hladině cen.

Východiskem je zde pojetí kapitalistické tržní ekonomiky jako vnitřně nestabilního systému, jehož vývoj je spojen s cyklickými výkyvy způsobovanými kolísáním efektivní poptávky. Kaldorovo pojetí endogenity nabídky peněz je založeno na tezi o odpovědnosti centrální banky spočívající v její péči o solventnost finančního sektoru. V této úloze vystupuje centrální banka jako *zapůjčovatel poslední instance (lender of last resort)*. Podle Kaldora musí centrální banka ve snaze bránit nebezpečným deflačním tlakům spojeným s neschopností splácet dluhy, které by mohly vyústit do deprese, vyhovět "potřebám obchodu". Pokud by na sebe centrální banka tuto úlohu podle Kaldora nevzala, mohlo by dojít ke zhroucení bankovní soustavy. Za těchto okolností je peněžní nabídka v ekonomice s úvěrovými penězi endogenní a mění se v přímé vazbě na poptávku po penězích.

Tyto Kaldorovy úvahy lze znázornit pomocí *dokonalé elastické křivky nabídky peněz* při každé diskontní sazbě udržované centrální bankou. Poptávka po penězích pak vytváří bez omezení nabídku peněz. Kaldorova koncepce endogenity peněz odrážela podmínky Velké Británie, protože Bank of England plnila úlohu zapůjčovatele poslední instance převážně s ohledem na potřeby financování veřejného sektoru. Kaldor v tomto ohledu např. napsal:

"...zásoba peněz bude vždy determinována poptávkou a úroková míra bude determinována centrální bankou" (Kaldor 1982, str. 24). V tomto pojetí je nabídka peněz zcela endogenní a její vývoj je deteminován poptávkou, zatímco diskontní sazba je exogenně determinovaná základní cena peněz určená centrální bankou. Podle Kaldorova názoru centrální banka nemůže přímo kontrolovat nabídku peněz, protože ta závisí výlučně na poptávce po penězích a je ovládána úrovní národního důchodu. Poptávka po penězích se převážně mění v důsledku změn úrovně výstupu a národního důchodu, které jsou vyvolány změnami úrokové míry. Změny úrokové míry vyvolané změnami diskontní sazby mají přímý vliv na výši investic a tím na národní

důchod přes multiplikační a akcelerační efekt.

Ve vývoji postkeynesovské teorie endogenních peněz, pomineme-li *Radcliffovu zprávu* z roku 1959, sehrály na počátku 70. let důležitou úlohu dva články. Jedná se o výše zmíněný článek Nicholase Kaldora *Nový monetarismus* a článek příslušníka neokeynesovského směru Jamese Tobina *Peníze a důchod: post hoc ergo propter hoc?* (Tobin 1970). V průběhu 70. a 80. let byla argumentace postkeynesovské teorie endogenních peněz významně rozpracována Paulem Davidsonem, Hymanem Minskym, Sidneyem Weintraubem, Philipem Arestisem a dalšími představiteli nastupující mladší generace postkeynesovských ekonomů.

Jako jeden z prvních postkeynesovců se pokusil o syntézu teorie cen, rozdělování a teorie endogenních peněz Sidney Weintraub. Usiloval od doplnění Keynesovy teorie efektivní poptávky nejen o makroekonomickou teorii rozdělování a růstu, ale i o mikroekonomické teorie rozdělování a cenové tvorby.

Obdobně jako většina postkeynesovců vychází i Weintraub ve své teorii cen z přírážkové cenové tvorby, která je charakteristická pro oligopolní struktury. Tato tvorba cen platí na úrovni firem i pro determinaci cenové hladiny.

Analogicky použil Weintraub obdobnou koncepci i pro výklad cenové hladiny na makroekonomické úrovni:

$$P = k(w/A),$$

kde P je cenová hladina; w je průměrná sazba nominální mzdy na jednoho pracovníka; A je objem výstupu (národní důchod, HDP) ve fyzicém vyjádření na jednoho pracovníka; w/A jsou mzdové náklady na jednotku výstupu; k je průměrná cenová přírážka.

Cenová přírážka k zahrnuje krytí nákladů spojených s amortizací fixního kapitálu při normálním využití výrobních kapacit a tvorbu přiměřené míry zisku z investovaného kapitálu, jež má vytvořit podmínky pro financování investičních plánů firmy z vlastních zdrojů. Výše přírážky k závisí na dosažené úrovni koncentrace kapitálu a na překážkách bránících vstupu do odvětví, v němž daná firma působí.

Vzhledem k stálosti cenové přírážky způsobuje podle Weintrauba inflaci růst w/A

vyvolávaný rychlejším růstem nominálních mezd než makroekonomické produktivity práce. Tento výklad vývoje cenové hladiny použil Weintraub i k vysvětlení endogenní povahy nabídky peněz (Weintraub 1978, str. 28-30). Převyšuje-li míra růstu nominálních mezd tempo růstu produktivity práce ($w > A$), cenová hladina se bude zvyšovat. Formálně tento vztah můžeme vyjádřit:

$$P = P(w)$$

Vývoj w je určen exogenně pomocí procesu kolektivního vyjednávání a *ceny jsou funkcí nominálních mezd*. Mezi vývojem cen a vývojem nominálních mezd je vztah přímé úměrnosti.

Weintraubovo zdůvodnění endogenní povahy nabídky peněz přímo vyplývá z jeho *mzdového teorému (wage theorem)* pomocí modelu, v němž předpokládá danou důchodovou rychlost peněžní jednotky. Protože nominální národní důchod je cenová hladina krát reálný výstup ($Y = PQ$), pak při daném Q směřuje příčinný vztah od nominálních mezd k cenové hladině a k nominálnímu národnímu důchodu. V krátkém období se nominální národní důchod zvyšuje přímo úměrně růstu cen.

Zvýšení nominálního důchodu vyvolané růstem jednotkových pracovních nákladů vyvolává zvýšení transakční poptávky po penězích (úvěrech) při každé dané úrovni reálného výstupu. Nemá-li reálný výstup a zaměstnanost poklesnout, musí se zvýšit nabídka peněz. Za předpokladu konstantní důchodové rychlosti peněžní jednotky je třeba, aby bylo zvýšení množství peněz dostatečné a plně vyšlo vstříc danému zvýšení transakční poptávky. Odmítneli z obavy z inflačních tlaků centrální banka zvýšit nabídku peněz, povede převis poptávky po penězích k růstu úrokových měr, což vyvolá omezování investic, efektivní poptávky a následkem toho i výstupu a zaměstnanosti. Výsledkem je obnovení rovnováhy poptávky a nabídky peněz díky snížení poptávky po penězích. Přizpůsobování probíhá prostřednictvím poklesu reálného výstupu a nezaměstnanosti.

Obdobný závěr platí i pro situace, kdy centrální banka zvýší nabídku peněz, neučiní to však v dostatečné míře. Výsledkem je souběžné snížení výstupu a zaměstnanosti a růst cenové hladiny, tedy stav označovaný jako *stagflace*.

V těchto Weintraubových úvahách je centrální bance připisována schopnost efektivně

bránit inflačním tlakům, když nepřistoupí na zvýšení nabídky peněz, a vlastně i schopnost efektivně určovat nabídku peněz, jak je tomu v případě koncepcí s exogenní povahou nabídky peněz. Tento efekt je přímým důsledkem předpokladu, že je rychlost obratu peněžní jednotky konstantní.

U většiny současných postkeynesovských ekonomů je však teorie endogenní povahy nabídky peněz založena na úvaze, že se nabídka peněz v ekonomice zvýší bez ohledu na chování centrální banky, protože ta není schopna přímo určovat nabídku peněz. Ve Weintraubově pojetí je chování centrální banky dáno politickými rozhodnutími a odtud rovněž vychází jistá omezení její schopnosti účinně bránit vzniku inflačních tlaků, protože "cena" v podobě poklesu výstupu a zaměstnanosti je příliš vysoká. Krátce řečeno, peněžní a úvěrová politika by měla při každé dané úrovni zaměstnanosti sloužit jako "podpůrná funkce" tím, že uspokojí rostoucí "potřeby obchodu" vyvolané mírou růstu nominálních mezd, která převyšuje tempo růstu produktivity práce. Jsou-li politické tlaky bránící poklesu zaměstnanosti dostatečně silné, dojde v důsledku politických doporučení centrální bance k přerušení kauzálního vztahu, který vede od množstvím peněz v oběhu k nominálnímu národnímu důchodu.

Jak píše S. Weintraub: "Pro reálné jevy růstu a plné zaměstnanosti zůstává skutečně monetární politika i nadále rozhodující....Svou původní převahu by mohla opět získat, avšak pouze kdyby jí bylo dovoleno omezit nominální mzdy na úkor nezaměstnanosti a lidské bídy, což by v současnosti bylo v moderních demokratických společnostech považováno za nepřijatelné." (Weintraub 1978, str. 157).

Je-li však rychlost obratu peněžní jednotky nestálá a nepredikovatelná, jak tomu po většinu poválečného období bylo, potom v reálném světě nemusí poptávka po penězích plně vytvářet svou nabídku. Na přelomu 70. a 80. let začali postkeynesovci ve stále větší míře upírat pozornost na inovace na finančním trhu, které podkopávaly úlohu centrální banky při ovlivňování nabídky peněz. Jedná se o nástroje (jako vzájemné fondy na peněžním trhu, trh Eurodolarů apod.), které vytvářely likviditu. Po roce 1980 se zejména v USA v důsledku deregulace spektrum těchto nástrojů dále rozšířilo. Problematice nových finančních inovací a jejich důsledků pro peněžní a úvěrovou politiku se již v druhé polovině 50. let věnoval Hyman Minsky (Minsky 1957).

Minsky bývá považován za zakladatele strukturalistického přístupu k endogenitě peněz.

Mezi americkými postkeynesovci stal slavný zejména svou knihou *John Maynard Keynes. Hypotéza nestability* z roku 1975. Ve své interpretaci Keynesese, na níž postavil svou teorii nestability, jež zdůrazňuje úlohu finančních institucí a jejich schopnost přizpůsobovat se a měnit se. S velkým zájmem se setkal rovněž jeho výklad Velké deprese 30. let vycházející z jeho pojetí endogenní teorie peněz. V jeho interpretaci není poptávka po penězích krátkodobě závislá na výši úrokových měr. Svě pojetí poptávky po penězích staví zejména na úloze poptávky po krátkodobých půjčkách, v okamžiku, kdy peněžní toky hospodářských subjektů nedostačují k plnění splatných závazků a jakmile se stane tento proces kumulativním vzniká nebezpečí vzniku finanční krize.

Minsky je přesvědčen, že kapitalistická tržní ekonomika je vnitřně hluboce nestabilní a že síly, které rozpoutaly Velkou depresi 30. let se neliší od těch sil, které vyvolávají nestabilitu vyspělých kapitalistických tržních ekonomik po II. světové válce. Hlavním důvodem nestability jsou investice, způsoby jejich financování a institucionální uspořádání, v němž se tak děje. Minsky je přesvědčen, že pro pochopení toho, jak funguje soudobá kapitalistická tržní ekonomika je třeba integrovat do teorie efektivní poptávky, zaměstnanosti, národního důchodu a cen finanční vztahy. Finanční vztahy a instituce významným způsobem ovlivňují vývoj ekonomiky v čase. Každá ekonomika má podle Minského i finanční minulost, která spočívá v podobě dnes splatných závazků, a budoucnost, kterou představují v současnosti vznikající dluhy. Dluhové financování investic a dalších aktiv je podle Minského rozhodujícím charakteristickým rysem soudobé kapitalistické tržní ekonomiky.

Významná část efektivní poptávky po vytvořeném výstupu je financována prostřednictvím dluhů. Stabilita si pak vyžaduje, aby toky příjmů ekonomických subjektů dosahovaly alespoň úrovně, jež by jim umožňovala plynulé splácení závazků, které vyplývají z jejich pasív. V analýze peněžních toků má velmi významné místo vztah mezi peněžními toky a úhradou splatných závazků. Vznikají-li přebytky peněžních toků nad splátkami, vede to k optimismu podnikatelů a k tomu, že jsou i finanční instituce přístupnější poskytování úvěrů. Opačný proces nastává, pokud peněžní toky neumožňují dostát splatným závazkům.

Vývoj ekonomiky je ovlivňován i typem financování, který si ekonomické subjekty zvolily, protože spekulativnější typy financování zvyšují rizika vzniku situací, kdy nastává akutní nebezpečí finanční krize a s ní souvisící recese či deprese.

Minsky ve své teoretické koncepci rozlišuje tři typy financování aktiv:

Prvním typem je *opatrné financování (hedge financing)*. To je typ financování, který předpokládá, že očekávané finanční toky budou po celou sledovanou dobu převyšovat splatné závazky. Ekonomické subjekty ve svých očekáváních odhadují jistou minimální hodnotu peněžních toků v budoucnu a na ni zakládají svá rozhodnutí. Jejich solventnost tak nemůže být ovlivněna změnami úrokových měr. Riziko zde spočívá v situacích, které by vedly k poklesu budoucích peněžních toků pod minimální úroveň. K tomu může dojít v důsledku recese postihující odvětví či celou ekonomiku.

Druhý typ financování označuje Minsky jako *spekulativní financování*. K tomu dochází tehdy, když je celkový souhrn závazků nižší než celkový úhrn všech peněžních toků vytvářených aktivitami ekonomického subjektu ve sledovaném období, v určitých obdobích se vša předpokládá nezbytnost krytí splatných závazků pomocí nových krátkodobých půjček. K tomu může docházet, když subjekt očekává příznivější vývoj úrokových měr v budoucnosti, nebo v případě velmi rozsáhlých investičních akcí (výstavba jaderné elektrárny, velké přehrady, dálnice apod.), důvodem může být i časový nesoulad mezi tržbami a splatností závazků. Růst úrokových sazeb může mít za následek pokles přítomné hodnoty očekávaných peněžních toků a je-li dosti vysoký, může dojít k tomu, že subjekt nebude moci nakonec svým závazkům dostát.

Třetí typ financování Minsky označil jako *ultraspekulativní financování* nebo také *Ponziho financování (ultraspeculative financing, Ponzi financing)*. Tento typ financování je spojen s optimistickými očekáváními, že se aktivum v budoucnu zhodnotí a tím bude možno dostát závazkům. Pokud by se hodnota aktiv nezměnila, nebo dokonce klesla, nebyl by subjekt schopen závazkům dostát. Tento typ financování je znám ze stoupajících trhů a má tendenci se kumulativně rozšiřovat v konjunkturách. Lze se s ním setkat běžně na kapitálových trzích při očekáváních výrazného vzestupu trhu. Ultraspekulativní aktivity vedou k insolventnosti a bankrotům v okamžiku, kdy trh začne stagnovat či klesat a aktiva se ještě nepodařilo prodat za dosatetečně vysoké ceny.

Tento typ financování závisí na vývoji úrokových sazeb a zejména na vývoji cen aktiv, která byla tímto způsobem dluhově financována. Pokud se do situace neschopnosti dostát závazkům dostane příliš mnoho ekonomických subjektů, povede to finanční krizi a dále k recesi. Typickým příkladem takové situace byl Velká deprese 30. let. V Minského pojetí je stabilita

ekonomiky závislá na tom, jakým způsobem investice a další aktiva v ekonomice financovány a na podílu spekulativního a ultraspekulativního typu financování. Stabilita je tím větší, čím větší je podíl opatrnického financování. Příliš vysoký podíl ultraspekulativního financování povede naopak k vyšší nestabilitě.

Pokles výše peněžních toků v ekonomice může nastartovat kumulativní proces vedoucí k poklesu investic, HDP a zaměstnanosti. V tomto okamžiku je důležité, aby centrální banka doplnila do ekonomiky chybějící likviditu (snížením diskontní sazby, operacemi na volném trhu, snížením povinných rezerv apod.) Stejně může působit i deficitní financování ze státního rozpočtu.

V době, kdy v důsledku rostoucí dynamiky investic komerční banky vyžadují dodatečné finanční zdroje od centrální banky, je centrální banka ochotna je poskytnout, i když je to spojeno s vyšší diskontní sazbou, kterou komerční banky přesunou na své zákazníky. Poskytování půjček soukromému sektoru je v podstatě determinováno poptávkou a centrální banka má v rukou pouze málo prostředků k jeho ovlivňování. Je-li poptávka po úvěrech málo senzitivní na úrokovou míru, je pak peněžní nabídka endogenní při úrokových mírách determinovaných bankovní soustavou. Při poklesu hospodářské aktivity bude naopak centrální banka (poučená Velkou depresí 30. let) ve snaze zabránit vzniku deprese obvykle ochotna aktivně doplňovat zdroje finančních prostředků opatřeními, která zvyšují dostupnost úvěru.

Doplnění likvidity tržní kapitalistickou ekonomiku podle Minského stabilizuje, zároveň však umožňuje přežití i těch firem, které nejsou dostatečně efektivní. Při této politice se ekonomika je schopna vyhnout hlubokým depresím, avšak má sklon k inflaci a k zhoršování efektivnosti využívání zdrojů. Druhou alternativou je však vznik hluboké deprese typu Velké deprese 30. let. Inflace a nižší efektivnost alokace části zdrojů je nutnou cenou za vyloučení obrovských ztrát a negativních sociálních důsledků spojených s hlubokou depresí.

Novější postkeynesovské teorie endogenity peněz chápou emisi peněz poněkud komplikovaněji a oproti původním přístupům zdůrazňují, že ve hře jsou v interakci mezi firmami a komerčními bankami principy výběru úvěru schopných a úvěru neschopných firem, a navíc jsou firmy s „dobrou historií splácení úvěrů“, zvýhodňovány. Složitěji tyto teorie chápou i interakci mezi centrální bankou a komerčními bankami, protože kromě tradičních nástrojů využívá ještě administrativní regulační opatření (kapitálová přiměřenost aj.).

Podle postkeynesovské teorie přidělování úvěrů banky jsou ochotny uspokojit všechny úvěruschopné žadatele o úvěr. Banky posuzují míru rizika nesplacení úvěru, jež je spojeno s jednotlivými žadateli, a rozdělují je na tomto základě do kategorií, na jejichž základě stanovují cenové (úrokové sazby, poplatky spojené se zřízením úvěrové linky) a necenové podmínky spojené s poskytnutím úvěru (Wolfson str. 457). Komerční banky mohou přidělovat úvěry nejen zvyšováním úrokových sazeb ale i požadavky vyšší hodnoty zástavy (což se týká zejména nových zákazníků). Komerční banky však nejsou ochotny poskytovat úvěry i při velmi vysokých úrokových sazbách automaticky, protože u spekulativní poptávky může docházet za situace asymetrických informací k morálnímu hazardu, protože někteří žadatelé o úvěr předem kalkulují s tím, že úvěr nikdy nesplatí. Ochota komerčních bank poskytovat úvěr klesá v recesích a stoupá v konjunkturách a je úzce spojena s nejistotou. (s tím souvisí skutečnost, že v recesi je při vysoké preferenci likvidity ochota komerčních bank poskytovat úvěry spojena s přísnějším posuzováním úvěruschopnosti a křivka nabídky úvěrů je strmější než v podmínkách konjunktury (Dow, Ridríguez-Fuentes, str. 11).

Peněžní autority mohou používat nástroje, jež mají k dispozici k omezení likvidity bankovního sektoru. Takováto opatření však používají pouze výjimečně, obvykle akomodují rostoucí poptávku po úvěrech a poskytují potřebné rezervy bankovnímu sektoru (je-li třeba i za penalizujících podmínek). Centrální banka nemůže rezignovat na svou úlohu půjčujícího poslední instance, protože by tím mohla ohrozit solventnost bankovního sektoru. Tato situace by pak snadno mohla přerůst do krize bankovního sektoru (viz situace v roce 1997 v ČR). I při restriktivní monetární politice centrální banky však existuje určitý prostor pro komerční banky při poskytování úvěrů (sjednané limity na kontokorentních účtech, zdroje úvěru na „velkobchodních“, finančních trzích a další finanční inovace).

Centrální banka není schopna přímo regulovat množství peněz v oběhu. Protože to je determinováno minulými rozhodnutími o úvěrech Množství peněz v oběhu je spíše důsledkem těchto procesů než příčinou. Z endogenní povahy nabídky peněz vyplývá, že v ekonomice nemůže vzniknout přebytečná nabídka peněz, protože ta je eliminována splácením závazků. Centrální banka může chování komerčních bank a podmínky, za nichž mohou poskytovat úvěry ovlivňovat vedle tradičních nástrojů (diskontní sazba, operace na volném trhu, půjčující poslední instance) i dalšími nástroji, jako je bankovní regulace a dozor. S tím, jak klesá účinnost tradičních nástrojů, vzniká tendence k širšímu využívání méně tradičních nástrojů.

III. Úloha centrální banky z pohledu postkeynesovské teorie endogenity peněz

Přijetí koncepce endogenní povahy nabídky peněz má rozporný dopad na pojetí dynamiky kapitalistické tržní ekonomiky. Na jedné straně vytváří prostor pro růst investic přesahující dané možnosti samofinancování, na druhé straně však zvýrazňuje vnitřní nestabilitu kapitalistické tržní ekonomiky tím, že vytváří podmínky ke vzniku katastrofických finančních krizí. V tomto smyslu reinterpretoval originálním způsobem Keynesese jako teoretika finanční nestability H. Minsky ve své hypotéze nestability kapitalismu.

Teorie endogenních peněz má závažné důsledky pro formulování peněžní a úvěrové politiky i pro postavení centrální banky v tržní kapitalistické ekonomice. V tomto pojetí není peněžní multiplikátor stabilní a kauzální vztahy nesměřují jednoznačně od peněžní báze k bankovním penězům (důležitější je dokonce opačný vztah). Centrální banka v těchto podmínkách není schopna určovat množství peněz v oběhu přímo. Je nanejvýš schopna ho ovlivňovat, avšak účinnost peněžní a úvěrové politiky je omezená a má spíše asymetrické dopady. Vyšší účinnost má zpravidla restriktivní politika.

V postkeynesovském pohledu není již hlavním cílem centrální banky měnová stabilita, protože tyto cíle není schopna adekvátně prosazovat a její přiměřená účinnost v boji s inflací bývá dříve vykoupena ztrátou makroekonomické výkonnosti. Hlavním problémem v tomto ohledu je skutečnost, že nástroje, jež má centrální banka k dispozici jsou vhodné pouze pro boj s poptávkovou inflací. Vzhledem k tomu, že po druhé světové válce vyspělé kapitalistické ekonomiky čelí převážně nákladové inflaci, má tato politika velmi problematické dopady. V postkeynesovském pojetí obdobně jako v evropské verzi nové keynesovské ekonomie (teoretických koncepcích tzv. negociované ekonomiky) účinným nástrojem boje s nákladovou inflací důchodová politika. Centrální banka má pečovat o stabilitu a zdravý vývoj bankovního sektoru. Peněžní a úvěrová politika i všechny administrativní nástroje používané centrální bankou k regulaci bankovního sektoru by měly být v co největší možné míře koordinovány s ostatními hospodářsko politickými opatřeními. V tomto směru postrádá Ústavou ČR vymezená nezávislost České národní banky své oprávnění.

Literatura:

- Arestis P. (ed.): *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approach to Financial Modelling*. Aldershot, Edward Elgar 1988
- Arestis P.: *The Post-Keynesian Approach to Economics. An Alternative Analysis of Economic Theory and Policy*. Aldershot, Edward Elgar 1992
- Arestis P., Eichner A. S.: The Post-Keynesian and Institutionalist Theory of Money and Credit. *Journal of Economic Issues*, December 1988
- Arestis P., Sawyer M. C. (ed.): *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham, Edward Elgar 1998
- Chick V.: *The Theory of Monetary Policy*. Oxford, Basil Blackwell 1973
- Chick V.: The Evolution of Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest, in: S. F. Frowen (ed.): *Monetary Theory and Monetary Policy*. London, Macmillan 1993
- Davidson P.: *Money and the Real World. 2nd ed.* London, Macmillan 1978
- Davidson P.: *International Money and the Real World. London, Macmillan 1982*
- Davidson P.: *Postkeynesian Macroeconomic Theory. A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*. Cheltenham, Edward Elgar 1994
- Davidson P., Weintraub S.: Money as Cause and Effect. *Economic Journal*, March 1973
- Dow S. C.: Post Keynesian Monetary Theory for an Open Economy. *Journal of Postkeynesian Economics*, Winter 1986/87
- Dow S. C., Earl P. E.: *Money Matters: A Keynesian Approach to Monetary Economics*. Oxford, Martin Robertson 1982
- Dow S. C., Hillard J. (eds.): *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Aldershot, Edward Elgar 1995.
- Dow S., Rodríguez-Fuentes C.: The Political Economy of Monetary Policy. In: Arestis P., Sawyer M. C. (ed.): *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham, Edward Elgar 1998
- Goodhart Ch.: The Endogeneity of Money. In: Arestis Ph., Desai M., Dow S. C.: *Money, Macroeconomics and Keynes. Essays in Honour of Victoria Chick. Vol. I*. London, Routledge 2002
- Kaldor N.: The New Monetarism. *Lloyds Bank Review*, July 1970
- Kaldor N.: *The Origins of Monetarism*. Cardiff, University College Cardiff Press 1980

Kaldor N.: *The Scourge of Monetarism*. London, Oxford University Press 1982

Minsky H.: Central Banking and Money Market Changes. *Quarterly Journal of Economics*, May 1957

Minsky H. P.: *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press 1975

Minsky H. P.: *Can "It" Happen Again?* Armonk, Sharpe 1982

Minsky H. P.: *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press 1986

Minsky H. P.: The Evolution of Financial Institutions and the Performance of the Economy. *Journal of Economic Issues*, June 1986

Minsky H. P.: *Inflation, Recession and Economic Policy*. Brighton, Wheatsheaf 1982

Minsky H. P.: On the non-neutrality of money. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* 1993, Vol. 18, No. 1, str. 77-82

Moore B. J.: The Endogenous Money Supply. *Journal of Postkeynesian Economics*, Autumn

Moore B. J.: Unpacking the Postkeynesian Black Box: Bank Lending and the Money Supply. *Journal of Postkeynesian Economics*, Summer 1983

Moore B. J.: *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge Univ. Press 1988

Moore B. J.: The Effects of Monetary Policy on Income Distribution, in: P. Davidson, J. Kregel (eds.): *Macroeconomic Problems and Policies of Income Distribution*. Aldershot, Edward Elgar 1989

Palley T. I.: Bank Lending, Discount Window Borrowing, and the Endogenous Money Supply: A Theoretical Framework. *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1987-88, Vol. X, No. 2, str. 282- 303

Rousseas S.: *Post-Keynesian Monetary Economics*. London, Macmillan 1986

Weintraub S.: A Macroeconomic Approach to the Theory of Wages. *American Economic Review*, December 1956

Weintraub S.: *Keynes and the Monetarists*. New Brunswick, Rutgers University Press 1973

Weintraub S.: *Keynes, Keynesians, and Monetarists*. Philadelphia, University of Philadelphia Press 1978

Wolfson M. H.: A Post-Keynesian Theory of Credit Rationing. *Journal of Post Keynesian Economics*, s. 443-470 Worswick D., Threvithick J. (eds.): *Keynes and the Modern World*. Cambridge, Cambridge

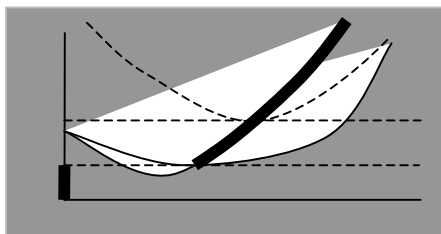
Wray L. R.: *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach.*

Wray L. R.: Alternative Approaches to Money and Interest Rates. *Journal of Economic*

University Press 1983

Aldershot, Edward Elgar 1990

Issues, 1992, Vol. 26, No. 4, s. 1145-78



Dosud vyšlo :

1. *Michal Hlaváček : Modely difuze technologií*
2. *Tomáš Cahlík : Analýza ekonomického výzkumu*
3. *Vladimír Benáček: : Autentický soukromý sektor v transitivity ekonomice: příspěvek ke hledání kořenů a alternativ českého kapitalismu*
4. *Milan Sojka : Alternativní scénáře transformační strategie československé ekonomiky na počátku 90. let a jejich teoretická východiska*
5. *Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček : Optimum výrobce v odvětví s nikdy neklesajícími výnosy z rozsahu*
6. *František Turnovec : The Czech Republic on its Way to the European Union*
7. *Lubomír Mlčoch : Ekonomie důvěry*
8. *Luděk Urban : Zásady společné obchodní politiky a důsledky jejich přijetí pro českou ekonomiku*
9. *Jan Ámos Víšek : Export z ČR do EU a mimo EU*
10. *Miloslav S. Vošvrda : On Martingale Diffusions in Financial Markets*
11. *František Turnovec : Flexible Integration and the Excessive Deficit Procedure in the EMU*
12. *Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček : Byl proces eliminace podniků ozdravnou procedurou pro české hospodářství konce 90. let?*
13. *Karel Půlpán: Hospodářský vývoj Španělska jako inspirace pro Českou republiku.*
14. *Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček : Ekonomicky racionální altruismus*
15. *Jiří Kameníček : Nástroje pro popis nestandardního ekonomického chování, aplikace teorie lidského kapitálu*
16. *Jiří Hlaváček : Redistribuce : projev lidských preferencí a společenských potřeb*
17. *Silvester van Koten: Transaction Cost Economics: Basic Concepts and Extensions*
18. *Hlaváček J., Hlaváček M.: Ekonomická racionalita donátora a důvěra k příjemci dotace*
19. *Vladimír Benáček , Víšek Jan Ámos: Determining Factors of Competitiveness of Trade and Specialization of Czech Industrial Sector before the EU Accession*



Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd,
Institut ekonomických studií [UK FSV – IES] Praha 1, Opletalova 26.