

Teorie endogenních peněz v postkeynesiánské ekonomii

Zdeněk CHYTIL*

Úvod

Postkeynesiánská teorie se začala formovat počínaje 50. léty dvacátého století jako samostatný a na neokeynesiánství nezávislý ekonomický proud. Na rozdíl od neokeynesiánství, které do značné míry přebírá Keynesovy základní postuláty, avšak usiluje o jejich syntézu s neoklasickou mikroekonomií, postkeynesiánský směr se zaměřuje na myšlenkové proudy, které jsou jednoznačně odlišné od neoklasické teorie a snaží se v tomto směru Keynesův teoretický odkaz dále rozvinout.

Pro pochopení postkeynesiánské teorie cen a peněz je nezbytné zmínit obecné rysy postkeynesiánského učení. Jde o směr, který dle samotných postkeynesiánů navazuje nejtěsněji na učení J. M. Keynese (podrobněji [29]) – uznává problém efektivní poptávky, prohlubuje kritiku předkeynesiánského neoklasicismu a naprosto odmítá „velkou neoklasickou syntézu“ příznačnou pro neokeynesiánství. Za přesnější určení data vzniku postkeynesiánství většina autorů označuje rok 1956, kdy vychází kniha J. Robinsonové *The Accumulation of Capital* a článek N. Kaldora *Alternative Theories of Distribution* v časopise *Review of Economic Studies*.

Postkeynesiánská ekonomie (podrobněji viz [9; 28]) si klade za cíl zkoumat soudobou kapitalistickou ekonomiku v pokud možno co nejreálnější podobě, tj. s nedokonalou konkurencí na trzích s převahou oligopolních struktur a nedokonalou konkurencí na trhu práce a tvorby mezd na základě vyjednávání odborů. Navrací se dokonce k názvu politická ekonomie a svůj přístup označuje jako rekonstrukci politické ekonomie ve smyslu klasiků. (viz např. jedna z prvních postkeynesiánských učebnic [15]).

Postkeynesiánci však odmítají pracovní teorii hodnoty, jakož i Sayův zákon trhů a kvantitativní teorii peněz. Z děl klasiků vyjímají teorii rozdělování, kterou podrobují analýze v nových podmínkách. Odmítají pojetí ekonomie jako „čisté“ vědy, která se nezabývá společenskými vztahy, a dokonce vycházejí z rozdělení soudobé kapitalistické společnosti na třídu kapitalistických podnikatelů a třídu námezdních pracujících, tedy dělení, které od doby klasické politické ekonomie nebylo používáno.

* Ing. Zdeněk CHYTIL, CSc., Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta národohospodářská, Katedra makroekonomie, W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; e-mail: chytzil@vse.cz

Autoři hlásící se ke směru postkeynesiánství jsou daleko kritičtější vůči předkeynesiánské neoklasické ekonomii i vůči jejím soudobým směrům než sám Keynes či neokeynesiánství. Naprosto odmítají představu vnitřní stability systému vyspělého tržního hospodářství s vlastními autoregulačními mechanismy. Naopak zdůrazňují prvek nejistoty v reálném hospodářském životě a odmítají predikci reakcí hospodářských subjektů a tím i predikci hospodářského vývoje v čase. Proti úvahám neoklasiků v logickém čase stavějí úvahy v čase historickém [7].

Postkeynesiánství jako ekonomický směr má plnit následující základní funkce: zkoumat mechanismus fungování vyspělých tržních ekonomik, navrhnout jejich zdokonalování ve smyslu formování určitých kritérií a konec konců nalézat, zdůvodňovat a obhajovat tato kritéria. Za hlavní cíl zkoumání považují postkeynesiánci vytvoření teoretického systému, který by byl protiváhou současným ekonomickým teoriím, jež vlády používají pro koncipování svých hospodářských politik. Stávajícím aplikovaným teoriím přisuzují jen omezenou poznávací schopnost a nemožnost vytvářet teoretický základ pro formování adekvátní hospodářské politiky, která by odstraňovala, případně zmírňovala problémy, které se vyskytují v soudobých tržních ekonomikách.

Předmětem postkeynesiánské teorie je tedy vytvoření hypotézy o mechanismu fungování současné vyspělé tržní ekonomiky, přičemž za základ postkeynesiánci přebírají převážně teoretické koncepce J. M. Keynesa a M. Kaleckého a upravují je tak, aby vyhovovaly současným podmínkám. Ve svém úsilí se postkeynesiánci dále zaměřují na odhalení neúspěchů stávajících aplikací hospodářských politik. Za jediné kritérium ověření pravdivosti svých hypotéz považují hospodářskou praxi, přesněji, zda hospodářská politika vybudovaná na základě jejich doporučení přinese v praxi očekávané výsledky.

Postkeynesiánská teorie, resp. její představitelé si kladou poměrně ambiciózní záměr – rozvinutí keynesiánské revoluce v ekonomickém myšlení do podoby nového paradigmatu, které bude alternativou vůči paradigmatu klasickému. Neokeynesiánství označují jen jako postupné ustupování z Keynesových hypotéz, což de facto vyvrcholilo pokusem o neoklasickou syntézu. Bohužel však ambiciózní postkeynesiánské záměry se nedaří plnit do všech důsledků, neboť postkeynesiánství se doposud nekonstitovalo jako jednotný, vnitřně logicky provázaný teoretický systém. Uzavřený teoretický systém založený na neoklasické matematické logice však ani vytvořit nemůže, protože odmítá čistě abstraktně deduktivní rozvíjení ekonomické teorie. Proti neoklasickému uzavřenému systému staví tzv. babylonský metodologický přístup či metodologii kritického realismu s výraznými induktivními prvky (srovnej např. [7] a [17]). Od konce 80. let dvacátého století se nejmladší generace postkeynesiánských ekonomů

ve Velké Británii, USA a Itálii pokouší o syntézu jednotlivých hypotéz do jednotného myšlenkového proudu. Úspěchem v tomto směru je několik nových postkeynesiánských učebnic, které již předkládají teoretické koncepce, u nichž již mezi postkeynesiánci panuje značná shoda (viz např. [1; 3; 16]).

Zatím lze těžko posoudit praktický dopad postkeynesiánství, neboť po krizi keynesiánství a stagflaci 70. let, oživení teoretického zájmu o keynesiánství dosud nevedlo k jednoznačnému obnovení vlivu keynesiánských teorií na hospodářskou politiku. Lze však přepokládat, že nová keynesiánská ekonomie, která je soubou, sofistikovanou verzí neokkeynesiánství, i postkeynesiánství budou opětovně patřit v 21. století k vlivným proudům, na jejichž teoretických základech bude docházet ke konstituování hospodářských politik vyspělých tržních ekonomik.

Zejména relativně ucelená a v současnosti poměrně dobře propracovaná postkeynesiánská teorie endogenních peněz může nalézt při adekvátní politické vůli promítnutí určitých prvků těchto teorií do hospodářské politiky, se závažnými pozitivními důsledky pro oblast měnové politiky. Tento trend by mohl vyústit i do nového postavení centrální banky, které by více odpovídalo požadavkům hospodářské praxe.¹

1. Základní charakteristika postkeynesiánské teorie endogenních peněz

V postkeynesiánské teorii peněz se výrazně promítají obecné principy postkeynesiánství. Důraz na historické pojetí je patrný z dynamického chápání peněz jako společenské instituce, spojující minulost s budoucností. Obdobným způsobem je při výkladu peněz použit i zmiňovaný prvek nejistoty, považovaný za základní princip všech ekonomických rozhodování, která jsou realizována s jistou mírou nejistoty ve vztahu k budoucím výsledkům. Nejistota prostupuje hospodářským životem, znamená to, že budoucí vývoj ekonomických veličin není dokonale předvídatelný a je vlastně předem nepoznatelný. Výroba vyžaduje čas, který je nevratný, smlouvy mezi hospodářskými subjekty obsahující konkrétní kvantifikaci a jsou uzavírány v době, kdy jen těžko lze předvídat výsledek. Peníze v tomto pojetí jsou prostředkem, jak se s částí této nejistoty vyrovnat. Tuto zvláštní funkci peněz zavedl J. M. Keynes ve své *Obecné teorii zaměstnanosti, úroku a peněz* a tato funkce hraje významnou úlohu v jeho teorii efektivní poptávky.

¹ Pro čtenáře může být zajímavé, že podobné názory na postavení centrální banky včetně požadavku koordinace rozpočtové a měnové politiky vyslovoval i jeden z nejvýznamnějších československých národohospodářů Josef Macek [18, s. 289 a násl.] Obdobné názory Macek vyjadřoval i v průběhu 30. let ve svých kritikách politiky Národní banky československé a teoretických názorů Karla Engliše.

Významnou roli ve fungování celého hospodářského systému hraje finanční oblast, konkrétně pak bankovní soustava. Komerční banky ve vazbě na podnikatelské subjekty fungují jako finanční zprostředkovatelé, poskytují půjčky těm, kteří mají investiční příležitosti, a na druhé straně přijímají vklady od těch, kteří spoří. Peníze se dostávají do oběhu prostřednictvím úvěrů poskytovaných komerčními bankami domácnostem, firmám, nebankovním finančním institucím (souhrnně nazývané jako veřejnost) a vládě. Úvěry a bankovní soustava mají v pojetí postkeynesiánců mimořádný význam. Centrální banka v moderním bankovním systému realizuje měnovou politiku, udržuje stabilitu komerčního bankovníctví a plní případně další úkoly. Nabídka peněz je v postkeynesiánském proudu chápána jako čistě úvěrové kreační teorie. To znamená, že nabídka peněz je výsledkem úvěrové kreace, kterou realizují komerční banky v procesu poskytování úvěrů zmíněným subjektům. Objem nabídky peněz je dán poptávkou po úvěrech. Na rozdíl od klasického přístupu není nabídka peněz považována za exogenní veličinu, která je stanovována rozhodnutím centrální banky, ale je determinována uvnitř ekonomického systému chováním ekonomických subjektů, tedy endogenně. Nelze oddělit nabídku peněz od poptávky po penězích, neboť peněžní nabídka je určována poptávkou nebankovních subjektů po úvěrech, které ovšem nejsou chápány pouze jako půjčky od bank, ale i půjčky v rámci podnikatelského sektoru navzájem formou obchodního úvěru či poskytnutí odložené platby za dodávku zboží nebo služeb, případně přímé půjčky domácností firmám.² Změny nabídky jsou tedy závislé více na změnách chování a požadavků na půjčky ze strany veřejnosti a vlády než na chování monetárních autorit. Souhrnně řečeno, velikost nabídky v postkeynesiánské monetární teorii je určována poptávkou veřejnosti a vlády po úvěrech a chováním soukromého sektoru a finančních institucí při tvorbě portfolia na straně druhé.

Monetaristická i neoklasická teorie chápou peněžní zásobu čistě jako exogenní veličinu. Při detailnějším rozboru ekonomické reality a s přihlédnutím ke postkeynesiánským argumentům se jeví tento teoretický koncept jako značně zjednodušený a nerealistický. Neoklasické chápání peněžní nabídky jako čistě exogenní veličiny, která je určována rozhodnutím centrální banky, postkeynesiánci odmítají. Jejich hlavním argumentem je, že centrální banka plní roli věřitele poslední instance. Monetární autorita, kterou představuje centrální emisní banka, nemůže vytvářet tlaky na likviditu bankovního systému. V případě, že likvidita obchodních bank je ohrožena, centrální banka z nutnosti výkonu role

² Tato možnost úvěrování není ani ve vyspělých ekonomikách, ani ve stavu transformace, v jakém se česká ekonomika nachází, neobvyklá, ba spíše naopak. Důvodem je stále přetrvávající *credit crunch* bankovního sektoru vůči malým a středním firmám, ale také nedůvěra vůči bankovnímu sektoru, příp. možnost lepšího zhodnocení volných peněžních prostředků při nízkých úrokových sazbách, které poskytují termínované a jiné vklady.

věřitele poslední instance poskytne úvěry (doplní potřebnou likviditu). Postkeynesiánci upozorňují na skutečnost, že obchodní banky často spoléhají na tuto funkci centrální banky a vycházejí nepřiměřeně vstříc úvěrovým požadavkům svých klientů. Posláním centrální banky je udržovat stabilitu bankovní soustavy a zajišťovat likviditu finančních aktiv, a to z ní činí „modlu“. Postkeynesiánci odmítají starou i novou kvantitativní teorii peněz a odmítají představu, že by změny nabídky peněz mohly přímo ovlivnit cenovou hladinu a úroveň nominálního hrubého domácího produktu. Růst peněžní nabídky je podle nich spíše důsledkem než příčinou růstu produktu. Tato hypotéza má fundamentální význam pro další rozpracování postkeynesiánské peněžní teorie.

Stoupenci monetarismu, neoklasické syntézy i postkeynesiánství vycházejí při analýze nabídky peněz ze závislosti mezi měnovou bází a peněžní zásobou. Podle neoklasické syntézy jde směr od úvěrů k tvorbě depozit, tedy kauzalita směřuje od monetární báze k peněžní zásobě. Nejdříve je klientovi poskytnut obchodní bankou úvěr a ten je následně uložen jako depozitum. Postkeynesiánci však přistupují k tomuto problému s podstatnou odlišností – závislost je opačná. Fluktuace v růstu peněžní nabídky a dostupnost úvěrů jsou determinovány uvnitř finančních trhů. V posledních letech totiž dochází k obrovskému nárůstu finančních inovací, které obchodním bankám umožňují, aby se stávaly méně závislými na centrální bance jako bance poslední instance a také na její kontrole. Mimo to mohou firmy v případě restriktivní monetární politiky centrální banky, kdy obchodní banky nejsou schopny poskytovat požadované úvěry (operace je pro ně riskantní či neekonomická), hledat alternativní zdroje úvěrování. Postkeynesiánské učení odmítá všechny modely, které vycházejí z teze, že vývoj peněžní nabídky lze nezávisle ovlivňovat. Zpochybňuje schopnost centrální banky ovlivňovat přímo svými nástroji a intervencemi výši peněžní zásoby. Kauzalita u postkeynesiánského proudu tedy směřuje od peněžní zásoby k měnové bázi.

Základním úkolem centrální banky je tradičně péče o stabilitu měny. Na rozdíl od monetarismu nechápou postkeynesiánci inflaci jako čistě peněžní jev. K růstu cenové hladiny dochází tehdy, když nominální mzdy rostou rychleji než produktivita práce. S inflací se tedy hospodářská politika musí vyrovnat nikoliv na trhu peněz, ale především na trhu práce. K boji s inflací je doporučováno řešení pomocí nástrojů důchodové politiky. Doposud převažující nástroje, resp. restrikce pomocí monetární a fiskální politiky, kterými se hospodářská politika snaží čelit inflaci, mají výrazně větší vliv na pokles reálného výstupu, růst nezaměstnanosti a růst úrokových sazeb než na cenovou hladinu.

Impuls k růstu cenové hladiny vzniká jako důsledek mzdového vyjednávání mezi příjemci zisků a příjemci mezd. K růstu cenové hladiny může tedy docházet nejen při dosažení plné či přirozené míry nezaměstnanosti, ale kdykoliv,

když dojde ke konfliktu mezi vytvořeným produktem a požadavky na jeho rozdělení. Touto logikou lze vysvětlit i stagflaci, kdy ekonomika pracuje pod svým potenciálním produktem, a přitom existuje nedobrovolná nezaměstnanost. Postkeynesiánská teorie klade v uvedených souvislostech důraz na akomodativní přístup centrálních bank, který považuje za stabilizující, a naopak realizaci monetárních politik za destabilizující. Aplikace vhodného akomodativního přístupu může ekonomiku dokonce dovést do stabilní ekonomiky bez hospodářských cyklů.

Hlavní rozdíly mezi neoklasickým a postkeynesiánským pojetím peněz shrnuje velmi dobře Marc Lavoie [16]. Neoklasická teorie se zaměřuje především na substituční a portfoliové efekty, kdežto postkeynesiánství se v Keynesově duchu soustřeďuje na důchodové efekty a závazky.

Nejvýznamnější rysy postkeynesiánské teorie peněz lze shrnout následovně:

- je používán metodologický realismus spjatý s uvažováním v historickém čase;
- prvek nejistoty je považovaný za základní princip všech ekonomických rozhodování;
- peníze odrážejí sociální vztahy;
- peníze se formují a integrují ve výrobě;
- do finanční soustavy jsou kromě klasické bankovní soustavy implementovány svou funkcí také další subjekty, které nejsou svou povahou finančními institucemi;
- nabídka peněz je výsledkem úvěrové kreace, kterou realizují komerční banky v procesu poskytování úvěrů;
- kauzalita směřuje zcela opačným směrem, od peněžní zásoby k měnové bázi;
- zásoba peněz je chápána jako výsledek působení vnitřních sil v systému národního hospodářství, je endogenní proměnnou;
- úrokové sazby jsou exogenní proměnou a svou podstatou jsou distribuční hodnotou;
- centrální banka není plně schopna ovlivňovat svými intervencemi a nástroji výši peněžní zásoby.

2. Teorie endogenní nabídky peněz

Myšlenka, že peněžní nabídka má endogenní povahu, tj. že potřebné peníze si kapitalistická tržní ekonomika v případě potřeby vytvoří, a pokud jich potřebuje méně, část jich zničí, není zdaleka nová. Předchůdce postkeynesiánské teorie peněz můžeme nalézt v tzv. bankovní škole, jejímž hlavním představitelem byl méně známý anglický klasický ekonom T. Tooke. Obdobný koncept nalezneme v jistých obměnách i u K. Marxe, K. Wicksella a J. A. Schumpetera (viz [16, s. 149]). Postkeynesiánství se snaží rozvinout myšlenku, že síly, které určují fluktuace

v míře růstu peněžní nabídky a dostupnosti úvěrů, vycházejí endogenně z finančních trhů. Teorie se staví do opozice ke zjednodušenému neoklasickému chápání růstu peněžní zásoby, který je dán jen chováním centrální banky, která může exogenně určovat peněžní zásobu v ekonomice. Postkeynesiánství podle Pollina [22, s. 366] odmítá makroekonomické aktivity vycházející z neoklasické, neoknesiánské i monetaristické teorie, které chápou peněžní nabídku jako exogenní faktor. V oblasti hospodářské politiky jsou zpochybňovány nástroje, jež centrální banka používá k řízení peněžní zásoby.

Mezi jednotlivými postkeynesiánskými autory neexistuje jednoznačná shoda v pojetí endogenity peněz. Všechny vycházejí ze stejného východiska, tj. že míra peněžní nabídky je zásadně determinována silami na poptávkové straně finančních trhů. To, co však jednotlivé myšlenkové proudy v rámci postkeynesiánství odlišuje, je míra endogenity peněz. V podstatě lze rozlišit následující směry:

- akomodativní peněžní endogenita či tzv. horizontalismus,
- strukturální endogenita,
- částečná endogenita.

2.1. Akomodativní peněžní endogenita

Akomodativní peněžní endogenita je spojována především s Nicholasem Kaldorem, Sidney Wientraubem a Basilem Moorem a dalšími. Ve své nejjednodušší podobě označované jako *horizontalismus* jsou komerční banky považovány za subjekty, které determinují ceny (*price setters*) a jsou příjemci množství (*quantity takers*). To znamená, 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 endogenní povaze peněžní nabídky a dnes již ho zastává pouze část postkeynesiánských ekonomů. Tato koncepce byla snadno pochopitelná a bylo možno ji graficky vyjadřovat obdobnými nástroji, jakými se učebnicově znázorňuje monetaristická koncepce.

Postkeynesiánství, jak již bylo zmíněno, zcela obrací logiku tvorby peněz. Kauzalita je následující. Firmy nejprve na základě svých očekávání koncipují své podnikatelské záměry, sestavují své výrobní programy a hledají finanční krytí. Komerční banky nejprve poskytují úvěry a teprve následně hledají rezervy pro krytí těchto úvěrů. V pojetí horizontalistů centrální banka jako věřitel poslední instance musí uspokojit potřeby pro doplnění rezerv komerčních bank, tudíž jim peníze půjčí. Pokud by se však chtěla chovat jinak, ohrozí tím stabilitu nejen finančního systému, ale i celé ekonomiky. Tedy horizontalismus neuvažuje situaci, kdy by centrální banka neposkytla komerčním bankám rezervy, ale její

volba je pouze na způsobu, jak tuto operaci provede. Buď má možnost provést operaci na otevřeném trhu, anebo umožní, aby si komerční banky doplnily své rezervy diskontem. Přitom neexistuje žádné kvantitativní omezení, které by limitovalo komerční banky v jejich potřebě dodatečných rezerv, protože centrální banka jejich požadavky uspokojit musí. Tím centrální banka ztrácí kontrolu nad peněžní bází, která se automaticky přizpůsobí poptávané peněžní zásobě. Množství peněz závisí pouze na poptávce po úvěrech a ochotě bank poskytnout tyto úvěry. Poptávka po úvěrech generuje tvorbu toku peněz, která je identická toku důchodů. Velmi jednoznačně svůj postoj k charakteru nabídky peněz vyjádřil N. Kaldor: „Nabídka peněz je nekonečně elastická, nebo jinak řečeno, nelze ji odlišit od poptávky po penězích.“ [13, s. 21] Akomodativní přístup k peněžní endogenitě chápe průběh křivky nabídky peněz jako horizontální a odtud pochází označení tohoto směru jako *horizontalismus* (srovnej [21]).

Při postkeynesiánském přístupu peníze vznikají třemi způsoby. První způsob je založen na tom, že výroba si vyžaduje čas a nákup vstupů je nutno financovat dříve, než lze prodávat výstupy. Proto peníze nutně vznikají zároveň s půjčkou (dluhem) [4]. 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 [8]. Z tohoto pohledu mají instituce poskytující úvěry (zejména banky) zásadní význam, a proto je třeba pečlivě zkoumat způsob, jak fungují. I když je úvěr sloužící výrobě třeba 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.

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) [6, s. 237 – 257] a chování monetárních autorit.

Rozhodující úlohu v těchto procesech hrají podnikatelé a jejich „životní elán“ (*animal spirit*), protože podnikatelé musí vytvářet očekávání budoucího vývoje agregátní poptávky a její struktury a odvodit své 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). Komerční banky jsou ochotny poskytovat úvěry a zvyšování nominální poptávky po penězích vede ke zvyšování nabídky peněz. Jediným nástrojem, který mají peněžní autority k dispozici pro regulaci vývoje množství peněz v ekonomice, jsou pak úrokové míry (viz [2, s. 9] a [12]).

Podle postkeynesiánské teorie přidělování úvěrů (*credit rationing*) jsou banky 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 (viz [32, s. 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, jelikož 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 [5, s. 11].

Akomodativní teorie endogenity peněz přiznává centrální bance možnost určovat tržní úrokové sazby, které musí komerční banky a ostatní finanční i nefinanční subjekty akceptovat. Tržní úroková míra je však v tomto smyslu chápána jako krátkodobá úroková míra, která je přímo závislá na diskontní sazbě. Vliv na úrokovou míru, může centrální banka realizovat i prostřednictvím operací na volném trhu. Pokud jde o dlouhodobou úrokovou míru, vliv centrální banky není jednoznačný. Důležitější roli než vliv centrální banky na výši úrokové sazby zde hrají budoucí očekávání ekonomických subjektů.

Také část autorů hlásící se k postkeynesiánství nesouhlasí s příliš zjednodušeným pojetím úlohy bankovní soustavy „akomodativní školy“. V dalším vývoji byla tato koncepce výrazně rozvinuta a doplněna. Již v roce 1973, ale i v pozdějších pracích V. Chicková napsala, že je třeba vysvětlit, jak si soukromý sektor dokáže zajistit požadovaný rozsah peněžní nabídky [11, s. 88]. Podle soudobé postkeynesiánské teorie endogenní povahy nabídky peněz, existují jisté meze endogenity peněz dané jednáním monetární autority, která 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 nabídka peněz má endogenní povahu. Podle tohoto přístupu banky vyžadují vyšší úrokové sazby v případě vyšších rizik (viz [33, s. 1160]). Za těchto okolností (i v případě, kdy centrální banka bojuje s inflací restriktivní monetární politikou) se nabídka úvěru stává méně a méně elasticou, potenciálně se může elasticita přiblížit až nule [19, s. 107].

Poskytnutí dodatečných rezerv centrální bankou komerčním bankám nestaví postkeynesiánci jako axiom. Rozdílnou odpověď na otázku, proč by měla centrální banka dodatečné rezervy nutně poskytovat, přinášejí modely S. Weintrauba a N. Kaldora.

Weintraubův model endogenní peněžní nabídky byl publikován v roce 1978 [31]. Endogenita peněz je v tomto modelu spojena s vývojem mezd. Weintraub zformuloval tzv. mzdový teorém a koncipoval svůj model endogenity v souvislosti s kritikou kvantitativní teorie peněz a klasického či neoklasického přístupu. Růst nominálního důchodu v důsledku růstu jednotkových mzdových nákladů způsobí růst transakční poptávky po penězích (úvěrech) při jakékoliv úrovni reálného výstupu. Pokud reálný výstup a zaměstnanost mají být udrženy, musí peněžní nabídka vzrůst. Weintraub však považuje rychlost oběhu za konstantní, z tohoto důvodu je k udržení reálného výstupu nutná akomodace mzdových požadavků. Centrální banka, která není účastníkem mzdového vyjednávání mezi odbory a zaměstnavateli, vstupuje do uvedeného procesu až ex post. Reagovat může dvojím způsobem – přizpůsobí se rostoucí poptávce po penězích, nebo odmítne tuto poptávku uspokojit. V případě, že centrální banka odmítne zvýšit nabídku peněz, vyšší poptávka po penězích povede k růstu úrokových sazeb s očekávaným keynesiánským efektem, který povede k poklesu investic přes multiplikační efekt a k poklesu reálného výstupu a zaměstnanosti. Centrální banka odmítnutím zvýšit nabídku peněz vyvolá násilné ustavení rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou po penězích tím, že dojde ke snížení poptávky po penězích při nižší úrovni reálného produktu. Weintraub chápe endogenitu peněz pouze za podmínky plné akomodace, v opačném případě je nabídka peněz exogenní.

Kaldor se při svém vysvětlení endogenity peněz věnuje úloze centrální banky, přesněji, akcentuje její úlohu jako věřitele poslední instance. Centrální banka v jeho pojetí tedy má odpovědnost garantovat solventnost a stabilitu finančního systému. Centrální banka, pokud nechce způsobit zhroutilí celé bankovní soustavy, nemůže odmítat poskytovat komerčním bankám dodatečnou likviditu. V případě problémů s likviditou by komerční banky totiž své problémy přenesly na klienty a vkladatele a tím by eskalovaly finanční krizi. Jelikož jsou měnové autority zavázány k provádění takové měnové politiky, která by zajišťovala hladké fungování finančního systému, je peněžní nabídka endogenní veličinou a závisí na změnách poptávky veřejnosti po držbě hotovosti a po bankovních

depozitech. Nabídka peněz nelze v jeho pojetí chápat jako autonomní veličinu, která je určována vůlí centrální banky a není závislá na poptávce po penězích. Centrální banka musí poskytnout jakýkoliv objem finančních prostředků obchodním bankám a její vliv na určení množství peněz v oběhu je jen velmi omezený, za předpokladu, že nebude riskovat svými „opatřeními“ pád hospodářství do recese. Kauzalita multiplikační rovnice je obrácena, neplatí, že změna peněžní zásoby (nabídky peněz) je multiplikační funkcí změny měnové báze, ale změna měnové báze je multiplikovanou funkcí změny peněžní zásoby (nabídky peněz).

Ve striktním Kaldorově [13] pojetí centrální banka výši měnové báze pouze mechanicky přizpůsobuje peněžní zásobě, v závislosti na stavu poptávky po penězích. Z těchto důvodů bývají zastánci tohoto směru postkeynesiánství nazýváni „akomodacionisté“. Z již uvedeného vyplývá, že křivka nabídky peněz je absolutně elastická, to znamená s horizontálním průběhem při jakékoliv úrokové sazbě stanovené centrální bankou. Měnová poptávka tedy plně vytváří peněžní nabídku.

Centrální banka v uzavřené ekonomice je schopna určovat pouze diskontní sazbu, jejímž prostřednictvím může peněžní zásobu ovlivnit. Centrální banka může prostřednictvím diskontní sazby ovlivňovat objem celkových investic v ekonomice a prostřednictvím procesu multiplikace a akcelerace podpořit záměry vlády při prosazování politiky plné zaměstnanosti. Kaldorův názor na charakter měnové politiky je jasný – řízení a cílování úrokových sazeb, neboť ty má centrální banka jednoznačně pod kontrolou. Na druhé straně řízení a cílování peněžní zásoby je nemožné, protože měnová autorita nad ní nemá plnou kontrolu, a proto jakékoliv zvýšení poptávky po penězích musí měnová autorita plně akomodovat z titulu výkonu funkce věřitele poslední instance.

2.2. Strukturální endogenita

Podle některých postkeynesiánců se za příčinu endogenity peněz považuje tzv. strukturální pohled, který neuznává závazek i schopnost centrální banky plně uspokojit dodatečnou poptávku komerčních bank. Nabídka peněz podle strukturalistů má sice horizontální průběh, avšak centrální banka, ať již záměrně nebo v důsledku nedokonalé informovanosti ohledně skutečné výše poptávky po úvěrech a z ní vyplývající potřeby rezerv, může realizovat určitý stupeň neakomodativního přístupu. Měnová autorita tak může použít nevhodnou politiku nejen záměrně, ale i vlivem špatného odhadu. Z toho plyne, že rezervy komerčních bank získané prostřednictvím diskontu nejsou v tomto přístupu chápány jako dokonalý substitut rezerv. Proto komerční banky musí vystupovat při hledání rezerv aktivněji a v případě, že monetární autority z jakýchkoliv důvodů nezvolí

cestu reakce akomodací na zvýšenou peněžní poptávku, musí hledat finanční zdroje jinde. Jelikož endogenita má v tomto případě strukturální charakter, stoupení těchto názorů jsou označovány za *strukturalisty*. Vznik strukturální či portfoliové endogenity je spojován se jménem Hymana Minského.

Za zmínku stojí i řízení pasiv komerčních bank, umožňující zvýšit jejich úvěrovou kapacitu zapůjčením fondů, které se v rozvaze objeví na straně pasiv, aniž by se pro vyrovnání bilance musely vzdát likvidních aktiv – zmíněných státních dluhopisů. Správa pasiv vnutila komerčním bankám roli agresivního ekonomického agenta, který hledá zákazníky, jejichž úvěr se v bilanci komerčních bank objeví na straně aktiv, a teprve následně tomu přizpůsobuje svá pasiva. Někteří postkeynesiánci dokonce tvrdí, že řízením pasiv komerčních bank je expanze měnových a úvěrových agregátů vedená nabídkou komerčních bank. Nikoliv veřejnost, ale komerční banky determinují míru růstu úvěrových peněz. Významným příkladem bankovních inovací, jež vyvolávají endogenitu peněžní nabídky, jsou v současnosti eurobanky, na něž se nevztahuje politika povinných minimálních rezerv.

Někteří autoři správně upozorňují, že problematika finančních inovací v uvedených souvislostech není jednoznačně postkeynesiánskou alternativou, neboť ji lze nalézt i v rámci neoklasické teorie [30, s. 799]. Strukturální endogenita nemá dle mého názoru povahu jednoznačně postkeynesiánské teorie, neboť není založena na úvěrové tvorbě peněz. Všechny peníze fungující v oběhu totiž vznikly již dříve, ekonomika funguje v rámci vytvořené měnové báze, portfoliová rozhodnutí a finanční inovace v uzavřené ekonomice se realizují na základě již vytvořeného důchodu a případného zvýšení měnové báze způsobené měnovými autoritami [24, s. 80].

Podle strukturalistů proces tvorby endogenních peněz startuje vlastně monetární autorita svou nechotou akomodovat nárůst peněžní poptávky. V důsledku toho stoupá úroková míra, veřejnost začíná hledat alternativní financování – finanční systém inovuje. Komerční banky i veřejnost se koncentrují na oblasti, které nejsou pod kontrolou monetárních autorit – velké i střední firmy se začínají chovat jako finanční instituce a volné peněžní zdroje půjčují jiným podnikatelským subjektům, standardní měnová depozita mohou být přesunuta z regulovaných komerčních bank do neregulovaných finančních institucí, quasi bank, eurobank, kde depozita nejsou podrobena povinným minimálním rezervám [26, s. 284]. S růstem úrokových sazeb roste také rychlost oběhu peněz, v závislosti na tom, jak se snaží komerční banky i veřejnost co nejefektivněji využívat hotovostní zůstatky v rámci neakomodačního prostředí daného centrální bankou. Výsledkem je potom finanční inovace v podstatě obcházející regulaci monetárních autorit.

Jestliže v krátkém období většinou centrální banka zvýší měnovou bázi v závislosti na tom, co banka a veřejnost požadují (tj. jak se vyvíjí peněžní poptávka), v dlouhém období nutí restriktce ekonomické subjekty hledat způsoby a cesty jak restriktci obejít. V dlouhém období monetární autority uspějí s omezením měnové báze pouze ze cenu snížení výstupu ekonomiky. Mají jen dvě možnosti jak tlumit konjunkturu – vysoké úrokové sazby a přímé úvěrové kontroly. Udržet peněžní zásobu prostřednictvím restriktce míry růstu měnové báze je vzhledem k tomu, že centrální banka není schopna ovlivnit rychlost oběhu peněz, nemožné. Rychlost oběhu peněz vystupuje jako endogenní veličina.

Strukturalistické argumenty jsou zajímavé tím, že upozorňují na schopnost ekonomických subjektů substituovat peněžní zdroje v určité míře novými facilitami a tím obcházet regulační opatření centrální banky. V keynesiánské tradici se tento směr pohybuje i díky myšlence o nestabilitě rychlosti obratu peněz, s níž pracoval jak J. M. Keynes, tak neokeynesiánské a s výjimkou některých koncepcí akomodativní endogenity peněžní nabídky i postkeynesiánské teorie peněz.

2.3. Částečná endogenita peněžní nabídky

Mezi koncepcí s částečnou endogenitou peněžní nabídky lze zahrnout práce části postkeynesiánců, kteří je publikují počínaje druhou polovinou 90. let, a patří k nim i S. Dowová a další. Některé doposud uvedené teorie, například Weintraubův model, příp. další, rovněž pracují s částečnou endogenitou či exogenitou vzniku peněz. Tento směr se však od předcházejících odlišuje zásadním metodologickým předpokladem. Ekonomové, které řadím mezi autory hlásící se k částečné endogenitě, podle mého názoru při výkladu endogenních peněz hledají paralelu v extrémní keynesiánské verzi křivky krátkodobé agregátní nabídky a horizontalistickou koncepcí endogenity považují za nedostatečně realistickou.

Předpoklad horizontální křivky nabídky peněz je dle názoru stoupenců částečné endogenity extrémním, spíše jen učebnicovým případem. V takto formulované teorii endogenních peněz vlastně nejde o nic jiného, než o převrácenou verzi Sayova zákona, neboť se předpokládá, že v měnové oblasti si poptávka vytváří vlastní nabídku automaticky díky akomodaci centrální banky. Vývoj nabídky probíhá následovně. Na počátku formování bankovního sektoru je nabídka exogenní. S postupujícím rozvojem bankovníctví se mění v endogenní nabídku peněz. Charakter tvorby peněz se mění v závislosti na průběhu hospodářského cyklu, transformace a reforem. Ekonomický optimismus charakteristický pro expanzi či počátky transformace, případně nastupujících reforem je silným stimulem pro nabídku úvěrů. Pro tuto fázi je příznačné, že veřejnost má tendenci se zadlužovat, poptávka po úvěrech je málo citlivá na výši úrokové sazby. Banky mohou půjčovat za vyšší úrokové sazby, aniž by se obávaly ztráty

konkurenceschopnosti, a jsou vystaveny rostoucí poptávce po úvěrech. Postupem času se však do portfolia bank dostávají stále rizikovější projekty. Vysoké úrokové sazby způsobují, že i část seriálních klientů komerčních bank není schopna plnit své závazky. S růstem úvěrového portfolia, ale i růstem podílu rizikového segmentu v něm, se banky začnou obávat o svoji vlastní finanční stabilitu a začnou se chovat obezřetněji a konzervativněji. V této fázi se banky rozhodnou přidělovat nové úvěry pouze selektivně i přesto, že poptávka po úvěrech stále roste a obvykle používá restriktivní měnovou politiku a bankovní dohled s cílem zpomalit úvěrovou expanzi.

Podle postkeynesiánské teorie přidělování úvěrů jsou komerční banky ochotny uspokojit úvěruschopné žadatele o úvěr. Posuzují při tom míru rizika, že úvěr nebude splacen. Banky rozdělují žadatele na tomto základě do kategorií, na jejichž základě stanovují cenové (úrokové sazby, poplatky spojené se zřízením úvěrové linky) i necenové podmínky, za nichž jsou úvěr ochotny poskytnout [32, s. 457]. Komerční banky mohou přidělovat úvěry méně bonitním žadatelům nejen při zvyšujících se úrokových sazbách, mohou rovněž mít požadavek, aby zástava měla vyšší hodnotu (tento postup se týká zejména nových žadatelů). Ani při velmi vysokých úrokových sazbách komerční banky neposkytují úvěry automaticky. V případě spekulativní poptávky může totiž vznikat za situace asymetrických informací morální hazard. Někteří žadatelé o úvěr mohou totiž předem počítat s tím, že úvěr nikdy nesplatí (příklady podobného chování lze často nalézt i v české ekonomice 90. let). Ochota komerčních bank poskytovat úvěr se navíc snižuje v recesích a zvyšuje v konjunkturách a je úzce spjata s nejistotou. S tím souvisí i to, že v recesi, kdy je preference likvidity vysoká, je ochota bank poskytovat úvěry spojena s daleko přísnějším posuzováním úvěruschopnosti a křivka nabídky úvěrů je strmější než v podmínkách konjunktury [5, s. 11 a násl.].

Peněžní autority mohou rovněž k omezování likvidity bankovního sektoru používat administrativní nástroje. Takováto opatření však využívají spíše výjimečně, obvykle akomodují rostoucí poptávku po úvěrech a poskytují potřebné rezervy bankovnímu sektoru (je-li třeba i za určitých „penalizujících“ podmínek). Centrální banka může totiž chování komerčních bank a podmínky, za nichž mohou poskytovat úvěry, ovlivňovat vedle tradičních nástrojů (diskontní sazba, operace na volném trhu, půjčující poslední instance) i pomocí dalších opatření, jako je bankovní regulace a dozor. S tím, jak klesá účinnost tradičních nástrojů, vzniká tendence k širšímu využívání těchto – z pohledu obecné ekonomické teorie méně tradičních – nástrojů.

Nabídka peněz (úvěrů) tedy je zpočátku exogenní, její křivka má horizontální průběh. V určité fázi se však v důsledku působení již uvedených faktorů stáčí doleva a nahoru. Expanze úvěrů se tak nakonec zastaví v době, kdy centrální

banka začne aplikovat restriktivní politiku ke zpomalení úvěrové expanze. Soudobá teorie i praxe si uvědomují, že v posledních letech se na finančních trzích skutečně objevují nové jevy a že dochází k výrazným finančním inovacím. Endogenní nabídka peněz vytváří prostor pro růst investic. V důsledku těchto změn se nesporně zvyšuje nestabilita kapitalistické ekonomiky, protože endogenní peníze jsou mimo dosah vlivu monetárních autorit, čímž se zvyšuje nebezpečí vzniku finančních krizí. Tyto nové jevy nesporně vyznívají ve prospěch teorie endogenní povahy nabídky peněz.

Na tuto rozporuplnost poukázal H. Minsky ve své práci *Can „It“ Happen again?* z roku 1982, kde do analýzy efektivní poptávky, zaměstnanosti a důchodu zařadil také finanční vztahy a instituce. Snaží se dokázat, že síly, které způsobily Velkou depresi 30. let, jsou stále součástí tržních ekonomik. Mezi tyto síly řadí zejména způsob, jakým jsou získávány prostředky na investiční činnost a jak jsou determinovány ceny finančních aktiv. Aby se zabránilo negativním účinkům skrytých hrozeb v budoucnosti, je třeba, aby do ekonomické teorie, která vysvětluje tvorbu důchodů a cen, byla integrována i analýza finančních vztahů. Ekonomická stabilita firem vyžaduje, aby jejich *cash flow* umožňovalo splácení závazků. Jsou-li toky příjmů větší než splátek dluhů, vede to k finančnímu optimismu podnikatelského sektoru, a současně k ochotě komerčních bank poskytovat úvěry. V souladu s předchozím vymezuje Minsky tři typy financování investic z úvěrů: za prvé – tzv. opatrnické financování (*hedge financing*), kdy toky finančních příjmů mají po celou dobu realizace projektu být vyšší než splátky závazků; za druhé – spekulativní financování, kdy splatné závazky jsou v jistých obdobích kryty pomocí nových krátkodobých půjček, čímž vzniká dodatečné úrokové riziko; a za třetí – tzv. Ponzioho³ či ultraspekulativní financování, které je spojeno s optimistickým očekáváním, že se aktiva v budoucnosti zhodnotí a toto zhodnocení umožní splatit finanční závazky, což jednoznačně vypovídá o spekulativním charakteru tohoto financování.

H. Minsky [20] formuluje v duchu postkeynesiánství hypotézu finanční nestability kapitalistického systému. V případě finanční krize musí centrální banka, nebo deficitní financování ze státního rozpočtu, doplnit chybějící likviditu. Minsky ve své analýze finančních vztahů a finančních institucí dochází k závěru, že monetaristická opatření nejsou adekvátní vývoji tohoto sektoru. Především je třeba udržovat mohutnou a nákladnou strukturu, která je nutnou podmínkou pro realizaci antiinflační politiky a politiky plné zaměstnanosti. Centrální banka plní dvojí roli: odpovídá za neinflační vývoj a plní roli věřitele poslední instance.

³ H. Ponzio byl finančním podvodníkem, který jako jeden z prvních použil principu tzv. letadla. Podle Minskyho má ultraspekulativní investování na vzestupných trzích s principem letadla mnoho společného.

V případě, že role věřitele poslední instance není doprovázena regulací a reformami, které omezují nové praktiky subjektů na finančních trzích při snaze vyhnout se regulaci, intervence centrální banky se mohou míjet účinkem, a dokonce vytvářet prostor pro inflační vývoj. Centrální banka řeší komplikované dilema: buď vysokými úrokovými měrami zastaví inflační vývoj, současně však tím vyřadí podniky z efektivní poptávky, což způsobí bankroty firem a ohrozí budoucí ekonomický vývoj. H. Minsky upozorňuje na politické souvislosti celého procesu.

Závěr

Postkeynesiánci připouštějí limity tvorby endogenních peněz. Expanze bankovních úvěrů je především omezena existencí množství důvěryhodných klientů a množstvím seriózních podnikatelských projektů, které mají zajištěno financování s krytím. Poptávkou po úvěrech se rozumí efektivní poptávka firem po úvěrech s ohledem na požadavky záruk, rizika, důvěryhodnosti a pravidla stanovená komerčními bankami. V případě, že jsou zmíněné požadavky a pravidla změkčovány, posune se křivka poptávky nahoru.

Může nastat i extrémní případ, kdy banky nejsou schopny či ochotny uspokojit poptávku po úvěrech, již zmiňovaný *credit crunch*. Za takové situace komerční banky určují přísná pravidla pro přidělování úvěrů tzv. *credit rationing* a úvěr se stává za těchto podmínek vzácným statkem. Na druhé straně, i když existují běžné podmínky pro přidělování úvěrů, vždy budou existovat firmy, které úvěr neobdrží. Komerční banka může odmítnout financovat firmu.

Naproti tomu v případě, že firma projde tzv. bankovním auditem a je považována za úvěruschopnou, úvěrová linka, která je jí poskytnutá, pokrývá mnohem víc než běžné krytí. Například velké firmy disponují takovými úvěrovými linkami, které vysoce převyšují jejich potřeby, a podle různých pramenů využívají maximálně 1/2 – 2/3 svých úvěrových kapacit. Není také neobvyklé, že velké firmy s flexibilními úvěrovými linkami používají tyto zdroje na úvěrování malých a středních firem, většinou kapitálově či personálně propojených, které by úvěr neobdržely.

V České republice není řešení takového finančního zajištění malých a středních firem řídkým jevem. Tato transakce nebankovních subjektů je typickým příkladem finančních inovací a alternativního financování, což dále může mít za následek další expanzi endogenní tvorby peněz, a to dokonce mimo dosah a kontrolu komerčních bank.

Zmíněná situace jen potvrzuje postkeynesiánskou teorii endogenní nabídky peněz, zejména strukturalistickou tezi o finančních inovacích a alternativním

financování. Jde o podobný případ jako ve vztahu centrální banka – komerční banky, kdy komerční banky usilují, aby se standardní měnová depozita přesunula z regulovaných komerčních bank do neregulovaných finančních institucí a tím se dostala mimo oblast vlivu finančních autorit, což posiluje expanzi endogenních peněz. Paralela se právě nabízí ve vztahu podnikatelský subjekt (firma) – komerční banka.

Shodně se všemi větvemi postkeynesiánského proudu má centrální banka plnit úlohu věřitele poslední instance a nemůže odmítnout změnu peněžní báze, aby neohrozila finanční stabilitu hospodářství. Úvěry, které vyvolaly požadavky na úpravu měnové báze, byly již poskytnuty. Otázkou je, zda komerční banky mohou obdržet nutné rezervy ke krytí jakkoliv velkých pasiv, které v rámci úvěrové expanze vytvořily. Také v rámci postkeynesiánského proudu se názory poněkud liší. Akomodativní škola zdůvodňuje nutnost splnit požadavky komerčních bank jednak stabilitou bankovního sektoru a likviditou komerčních bank, jednak potřebou vystupovat jako autorita. To znamená, že kdyby se přestala chovat akomodativně a odmítla půjčovat peníze komerčním bankám, v ekonomice by vznikaly peníze mimo běžnou formalizovanou tvorbu úvěrových prostředků, a to prostřednictvím obchodních úvěrů mezi podniky a jinými formami peněžních inovací. Za této situace by se ukázalo naprosto transparentně, že peněžní fungování ekonomiky již není závislé na centrální bance a ta by logicky ztratila svou autoritu. Právě hrozba ztráty autority centrální banky je hlavním motivem jejího akomodativního chování. V případě odmítnutí akomodace by se regulace peněžního oběhu vymkla její zdánlivé kontrole a tím by utrpěla její politicko-ekonomická autorita jako hlavního státního regulátora peněžní zásoby.

Postkeynesiánská teze, že měnové autority nemají kontrolu nad nabídkou peněz, případně, že nabídka peněz nemá vertikální či alespoň stoupající průběh, ovšem neznamená, že jsou zbaveny jakékoliv možnosti intervencí. Moc centrální banky – s nástroji, jimiž disponuje – je přesto velmi značná. Kromě přímých nástrojů kontroly úvěrů komerčních bank mají možnost kontroly ekonomiky pomocí úrokových sazeb. Vysoké úrokové sazby zpomalí ekonomiku a pokud jsou přijata drastická opatření, měnová politika zůstává mocným zásahem intervencí do hospodářství.

Proto je N. Kaldor označuje ve své práci *The Scourge of Monetarism* [14] za „bič nebo metlu“ monetarismu a velmi kriticky se staví k aplikaci tohoto opatření v boji proti inflaci. Podle něj právě politika monetarismu může způsobit v ekonomice značné problémy a obnovená proporcionalita je potom za cenu neúměrných obětí a zpomalení hospodářského růstu.

V naprostém protikladu s monetarismem a teorií exogenních peněz postkeynesiánská teorie endogenních peněz neuznává kauzální vztah od míry růstu

množství peněz v oběhu k míře růstu nominálního důchodu a kauzalitu zcela obrací. V duchu postkeynesiánské teorie musíme při akceptaci teorie endogenních peněz odmítnout i závěry nekeynesiánského proudu či neoklasické syntézy včetně její moderní varianty nové keynesiánské ekonomie, zvláště v oblastech vlivu peněžní zásoby na tvorbu nominálního důchodu včetně vztahu inflace a nezaměstnanosti, tj. jakékoliv verze Phillipsovy křivky, kterou postkeynesiánci považují v zásadě za fikci.

Pokud se zamyslíme nad již uvedenými souvislostmi, v každém případě se dostaneme k úvaze týkající se praktické aplikace těchto teoretických koncepcí v postavení a úloze centrální banky.

Centrální banku postkeynesiánci chápou jako instituci, která je pro fungování ekonomiky naprosto nezbytná. Zároveň konstatují, že někdy dokonce svou bázni o ztrátu své autority hlavního regulátora peněžní zásoby může svými zásahy působit i kontraproduktivně. Shoda, i když s drobnými rozdíly mezi různými postkeynesiánci spočívá v tezi, že centrální banka nemá možnost určovat přímo nabídku peněz, avšak může kontrolovat jejich cenu.

Postkeynesiánská teorie považuje úrokovou sazbu v zásadě za exogenní veličinu a nepopírá vliv centrální banky při její determinaci.

Významné aplikace a závěry vycházejí z postkeynesiánské teorie endogenních peněz pro oblast regulace a bankovního dohledu. Za hlavní úkol centrální banky je zde považována podpora a vytváření důvěry ve finanční sektor. Postkeynesiánství vychází z analýzy skutečnosti, že ve finančním sektoru došlo k výraznému vývoji bankovních systémů a nabídka peněz se stává stále více endogenní. To způsobuje, že centrální banka ztrácí stále více kontrolu nad peněžní zásobou. Pokud nechce svůj vliv ztratit zcela, musí aplikovat alternativní prostředky, tj. ovlivňováním očekávání trhu a inovacemi v bankovním dohledu.

Postkeynesiánská teorie je názoru, že pohled na měnovou politiku se musí změnit. Tradiční pojetí měnové politiky vychází z premisy, že měnová politika pracuje vždy stejným způsobem, bez ohledu na institucionální faktory, jako je například stupeň finančního rozvoje. Bankovní dohled tedy nebyl považován za integrální součást měnové politiky, který může podporovat důvěru ve fungování finančního sektoru. Postkeynesiánci se naopak domnívají, že bankovní dohled by měl být spojen s měnovou politikou. S rozvojem finančního systému, a se stále vyšší mírou endogenity tvorby peněz, by se měl koncept měnové politiky výrazně změnit, a to tak, že by zahrnul i faktory, které ovlivňují chování komerčních bank a komerčních subjektů, kteří si půjčují. Změna chápání procesu tvorby peněz, nové požadavky na bankovní dohled logicky vyžadují změnu pojetí úlohy a funkce centrální banky.

Literatura

- [1] ARESTIS, P.: *The Post-Keynesian Approach to Economics*. Aldershor: Edward Elgar 1992.
- [2] ARTIS, J. – LEWIS, K.: *Monetary Control in the United Kingdom*. Oxford: Philip Allen 1981.
- [3] DAVIDSON, P.: *Postkeynesian Macroeconomic Theory, A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*. Cheltenham: Edward Elgar 1994.
- [4] DAVIDSON, P.: *Money and the Real World*. 2nd Edition. London: Macmillan 1978.
- [5] DOW, Sh. – RODRÍGUEZ-FUENTES, C.: *The Political Economy of Monetary Policy*. In: ARESTIS, Ph. – SAWYER, M. C.: *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham: Edward Elgar 1998.
- [6] DOW, Sh.: *Post-Keynesian Monetary Theory for an Open Economy*. *Journal of Postkeynesian Economics*, 1986/1987, č. 7, s. 237 – 257.
- [7] DOW, Sh.: *Macroeconomic Thought. A Methodological Approach*. Oxford: Basil Blackwell 1985.
- [8] EICHNER, A. – KREGEL, J.: *An Essay on Post- Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics*. *Journal of Economic Literature*, December 1975.
- [9] HOLMAN, R. a kol.: *Dějiny ekonomických učení*. Praha: C. H. Beck 1999, 2002.
- [10] CHICK, V.: *The Theory of Monetary Policy*. Oxford: Basil Blackwell 1973.
- [11] CHICK, V.: *Macroeconomics After Keynes: A Reconsideration of the General Theory*. Cambridge, MA: MIT Press 1983.
- [12] CHICK, V.: *The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving*. *Economies et Société, Cahiers de l'ISMEA*, 1986, č. 3.
- [13] KALDOR, N.: *Origins of the New Monetarism*. Cardiff: Cardiff Press 1981.
- [14] KALDOR, N.: *The Scourge of Monetarism*. London: Oxford University Press 1980.
- [15] KREGEL, J.: *The Reconstruction of Political Economy: An Introduction to Post-Keynesian Economics*. London: Macmillan 1973.
- [16] LAVOIE, M.: *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edgar Elgar 1993.
- [17] LAWSON, T.: *Economics and Reality*. London: Routledge 1997.
- [18] MACEK, J.: *Sociální ekonomika*. Díl III. Praha: Nákladem České grafické unie 1946.
- [19] MINSKY, H.: *Can „It“ Happen Again?* Armonk New York: Sharpe 1982.
- [20] MINSKY, H.: *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press 1975.
- [21] MOORE, B.: *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. New York: Cambridge University Press 1988.
- [22] POLLIN, R.: *Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence*. *Journal of Post Keynesian Economics*, 51, 1991, č. 13, s. 266 – 396.
- [23] ROBINSON, J.: *Quantity Theories Old and New: a Comment*. *Journal of Money, Credit and banking*, November 1970.
- [24] ROCHON, L.: *Credit, Money and Production, An Alternative Post-Keynesian Approach*. Cheltenham: Edward Elgar 1999.
- [25] ROUSSEAS, S.: *Post-Keynesian Monetary Economics*. 2nd Edition. Armonk: Sharpe 1992.
- [26] SEDLÁČEK, P.: *Postkeynesiánská teorie peněz – alternativní pohled*. *Politická ekonomie*, 50, 2002, č. 2, s. 281 – 292.
- [27] SOJKA, M.: *Postkeynesiánská ekonomie*. *Politická ekonomie*, 48, 2000, č. 5, s. 703 – 721.
- [28] SOJKA, M. a kol.: *Dějiny ekonomických teorií*. Praha: Karolinum 2000.
- [29] SOJKA, M.: *John Maynard Keynes a soudobá ekonomie*. Praha: Grada 1999.
- [30] SVOBODA, M.: *Možnosti měnové regulace z pohledu postkeynesiánské ekonomie*. *Politická ekonomie*, 49, 2001, č. 6.
- [31] WEINTRAUB, S.: *Keynes, Keynesians, and Monetarists*. Philadelphia: University of Philadelphia Press 1978.
- [32] WOLFSON, M. H.: *A Post-Keynesian Theory of Credit Rationing*. *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1996, č. 18, s. 443 – 470.
- [33] WRAY, L. R.: *Alternative Approaches to Money and Interest Rates*. *Journal of Economic Issues*, 26, 1992, č. 4.

THEORY OF ENDOGENOUS MONEY IN POST-KEYNESIAN ECONOMICS

Zdeněk CHYTIL

The post-Keynesian approach to nature of money brings some other conclusion to the monetary policy, independence of a central bank and function of commercial banks. Loans create deposits, deposits create reserves.

Central bank plays two roles: lender of last resort and inflation supervisor. The money supply is a result of credit creation. The changes in money supply depend on changes in money demand but not on behaviour of monetary authorities. The ability of central bank to influence the economy by interest rate continually decreases as a result of development of financial innovation. Central bank has no control over the high-powered money. Central bank must resignate to adjust money supply. Money is endogenous by demand and pulled by credits.

Post-Keynesian theory is not homogenous, therefore it does not present recommendation for overall economic policy. The most interesting are recommendation in target at regulation of financial markets, supervision of central bank, fight with inflation and behaviour of commercial banks. Contemporary central banks partially implicate the post-Keynesian conclusion in monetary policies without their complete acceptance.