

Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences
Charles University in Prague

**Různá pojetí endogenity
peněz v postkeynesovské
ekonomii:
Reinterpretace do obecnější
teorie**

Ondřej Lopusník

IES Working Paper: 5/2010



Institute of Economic Studies,
Faculty of Social Sciences,
Charles University in Prague

[UK FSV – IES]

Opletalova 26
CZ-110 00, Prague
E-mail : ies@fsv.cuni.cz
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Institut ekonomických studií
Fakulta sociálních věd
Univerzita Karlova v Praze

Opletalova 26
110 00 Praha 1

E-mail : ies@fsv.cuni.cz
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Disclaimer: The IES Working Papers is an online paper series for works by the faculty and students of the Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Charles University in Prague, Czech Republic. The papers are peer reviewed, but they are *not* edited or formatted by the editors. The views expressed in documents served by this site do not reflect the views of the IES or any other Charles University Department. They are the sole property of the respective authors. Additional info at: ies@fsv.cuni.cz

Copyright Notice: Although all documents published by the IES are provided without charge, they are licensed for personal, academic or educational use. All rights are reserved by the authors.

Citations: All references to documents served by this site must be appropriately cited.

Bibliographic information:

Lopušník, O. (2010). “ Různá pojetí endogenity peněz v postkeynesovské ekonomii : Reinterpretace do obecnější teorie ” IES Working Paper 5/2010. IES FSV. Charles University.

This paper can be downloaded at: <http://ies.fsv.cuni.cz>

Různá pojetí endogenity peněz v postkeynesovské ekonomii: Reinterpretace do obecnější teorie

Ondřej Lopusník*

*IES, Charles University Prague
E-mail: Ondrej.Lopusnik@mfc.r.cz

April 2010

Abstract:

The theory of endogenous money supply forms one of the cornerstones of Post Keynesian economics. It has been developing rapidly during the last twenty years, but is still neglected as a theoretical background for practical central bank policy. This may be (among other reasons) due to the existence of different approaches to money endogeneity within Post Keynesian economics. Post Keynesian economics thus lacks a general formulation of money endogeneity. Naturally, one may ask whether reinterpretation of current approaches to endogeneity – structuralism and horizontalism – into more general theoretical framework is possible.

This paper aims at finding an answer to this question. Two approaches to reinterpreting structuralism and horizontalism into more general theoretical framework are identified and discussed. Despite some progress in this area, however, the paper argues that a general formulation of money supply endogeneity is still an impossibility.

Keywords: Post Keynesian economics, Money supply, Structuralism, Horizontalism

JEL: B50, E12, E51

Acknowledgements:

I would like to thank Pavel Mertlík and an anonymous referee for their helpful comments. Any remaining errors are my own.

1 ÚVOD

„Peníze – ať už jako toková či stavová veličina – jsou ... vždy a všude endogenním fenoménem.“ (Rochon, 2001, str. 40)

„Postkeynesovská ekonomie se vydělila v návaznosti na tzv. levé keynesovství jako relativně samostatný, avšak značně heterogenní proud keynesovské ekonomie na základě úsilí dokončit revoluci v ekonomické teorii započatou J. M. Keynesem ve 30. letech. ... vychází z teoretického odkazu J. M. Keynesa, jak byl rozpracován v *Pojednání o penězích*, v *Obecné teorii* a v teoretických člancích, publikovaných Keynesem po vydání *Obecné teorie*.“¹ (Sojka, 1999, str. 82) Zmiňovanou různorodost postkeynesovské ekonomie ilustruje skutečnost, že nepanuje shoda na tom, koho ještě řadit do tábora postkeynesovských ekonomů a koho již ne (Davidson, 2005). Přesto ale všichni postkeynesovci (upustíme-li pro tuto chvíli od nejednoznačnosti tohoto termínu) považují teorii peněžní endogenity za jeden ze základních stavebních kamenů postkeynesovské ekonomie.

Ačkoliv jsou pojmy endogenita (endogenní) či exogenita (exogenní) v literatuře používány často, jen málo autorů tuto dichotomii specifikuje jasně. Výjimkou je např. Wray ((Wray, 1992 a), (Wray, 1992 b)), který definoval exogenitu (endogenitu) v kontrolním, teoretickém a statistickém smyslu. Podle tohoto rozdělení je proměnná exogenní v kontrolním smyslu, pokud je primárním faktorem určujícím její hodnotu hospodářská politika vlády či centrální banky. O teoretickou exogenitu se jedná tehdy, když hodnota proměnné nezávisí na ostatních veličinách uvažovaného modelu. Statistická exogenita odkazuje na nezávislost chyby (error term) odhadované rovnice na nezahrnutých vysvětlujících proměnných. V postkeynesovské ekonomii se endogenitou peněz myslí to, že se peněžní nabídka tak či onak do určité míry přizpůsobí poptávce po úvěrech a penězích bez ohledu na kroky či opatření centrální banky. Podle výše uvedené klasifikace se tedy jedná o endogenitu v kontrolním smyslu.

Myšlenky o endogenní povaze nabídky peněz lze v díle Johna Maynarda Keynesa nalézt především v některých kapitolách *Pojednání o penězích* a v člancích publikovaných po vydání *Obecné teorie* v průběhu roku 1937 (Sojka, 2002). Neznamena to ovšem, že by Keynes byl prvním, kdo o endogenitě peněz uvažoval.

¹ Jedná se o (Keynes, 1937 a), (Keynes, 1937 b) a (Keynes, 1937 c).

Názor, že nabídka peněz je endogenní, je totiž poměrně starý. V méně rigorózní podobě byla endogenita „předmětem dvou diskusí na přelomu 18. a 19. století mezi bullionisty a jejich odpůrci, a později mezi bankovní a měnovou školou.“ (Arestis & Howells, 2002, str. 4) Arestis a Howells v tomto příspěvku také poukazují na to, že spory o povaze nabídky peněz se v určité podobě objevují dokonce již v 17. století, v době tzv. velké inflace.

Po druhé světové válce sehrála důležitou úlohu ve vývoji teorie peněžní endogenity tzv. Radcliffova zpráva. „Bezprostředním stimulem k rozvoji postkeynesovských teorií endogenní nabídky peněz se [však] stal nástup monetarismu ve Spojených státech v dílech Milтона Friedmana a jeho pokračovatelů.“ (Sojka, 2002, str. 7) Na něj kriticky reagoval zejména Nicholas Kaldor, jehož někteří (Thirlwall, 2001) považují za otce horizontalismu.

Horizontalismus ve své moderní podobě (jak jej ve svých pracích rozvíjí Basil Moore či Marc Lavoie) se stal terčem kritiky některých postkeynesovců. Již na počátku 90. let tak mohl Robert Pollin (Pollin, 1991) identifikovat dva odlišné přístupy k peněžní endogenitě – teorii akomodativní endogenity nabídky peněz (horizontalismus²) a teorii strukturální endogenity (strukturalismus).

V posledních dvaceti letech prochází teorie endogenních peněz bouřlivým rozvojem, z hlediska teoretických východisek pro praktickou politiku centrálních bank je ale stále opomíjena. Za jeden z důvodů tohoto stavu je možné považovat zmiňovanou různorodost přístupů k této teorii v rámci postkeynesovské ekonomie. Postkeynesovské ekonomii tak schází obecná formulace peněžní endogenity (Fontana, 2003). Přirozeně se proto můžeme ptát, zda je (vůbec) možné reinterpretovat strukturalismus a horizontalismus do obecnější teorie?

Tento článek si klade za cíl hledání odpovědi na tuto otázku. Neshrnuje pouze dosavadní úsilí v tomto směru, ale zkoumá také konzistenci stávajících reinterpretací s jednotlivými pohledy na peněžní endogenitu. Článek je strukturován následovně – po krátkém úvodu následují oddíly zabývající se horizontalismem a strukturalismem. Čtvrtá část shrnuje a diskutuje dosavadní pokusy o reinterpretaci strukturalismu a horizontalismu do obecnější teorie, pátá pak celý článek uzavírá.

² Často v angličtině označován termínem „accommodationism“.

2 HORIZONTALISMUS

Tato část pojednává o tzv. akomodačním přístupu k endogenitě peněz, označovaném též jako horizontalismus³ či radikální teorie endogenity (Cottrell, 1992). Ačkoliv je podle Fontany (Fontana, 2003) v postkeynesovské literatuře užíváno spíše první označení, sami představitelé tohoto pohledu na endogenitu peněžní nabídky preferují termín horizontalismus, neboť ten je dle jejich názoru vhodnější pro vyjádření jejich postoje k endogenitě (Lavoie, 2006). Ze současných autorů bývá nejčastěji coby představitel horizontalistů uváděn Basil John Moore (dále např. Marc Lavoie), ve výkladu horizontalismu proto vycházím zejména z Moorových příspěvků k peněžní endogenitě.

2.1. ZÁKLADNÍ PRINCIPY

Výklad horizontalismu začneme u rozhodnutí firmy externě financovat oběžný kapitál, např. v důsledku nečekaného zvýšení mezd. Vzhledem k tomu, že výroba vyžaduje čas a ceny jsou dány přírůžkou k nákladům, potřebuje firma překlenout období, než bude nová produkce (při vyšší úrovni mezd, a tedy i cen) dodána na trh, během nějž však realizuje tržby ještě za staré ceny⁴. Je pak na bance, zda výsledné poptávce po úvěru vyhoví, či nikoliv.

Na komerční banky nahlíží horizontalisté jako na kteroukoliv jinou firmu. Banky jsou pro ně především obchodníky s úvěry na trzích s nedokonalou konkurencí, nikoliv manažery portfolia (jak je vidí ortodoxní ekonomie). Na trhu úvěrů jsou banky vnímány jako příjemci množství a tvůrci cen (quantity taker and price setter)⁵.

To ale neznamená, že by banky byly v uspokojování poptávky po úvěrech zcela pasivní. Banky nikdy nebudou ochotny půjčit někomu, koho nepovažují za úvěruschopného (credit-worthy), a to za jakoukoliv sazbu. Přidělování úvěrů je proto nedílnou součástí procesu nabídky peněz. Moore (Moore, 2006) se domnívá, že k přidělování úvěrů využívají banky především kvantitativních nástrojů, spíše než změn úrokových sazeb,

³ Označení horizontalismus bývá obvykle připisováno Basilu Moorovi, který jej použil v názvu své knihy *Horizontalists and Verticalists*. Autorem těchto pojmů ale není Moore, nýbrž Axel Leijonhufvud (viz kapitola 9 v (Moore, 2006)).

⁴ Tento výklad pravděpodobně souvisí se snahou postkeynesovců o vysvětlení fungování peněžně-výrobní ekonomiky (monetary production economy). V žádném případě neimplikuje, že by bylo možné celou poptávku po úvěrech vysvětlit potřebou firem financovat oběžný kapitál.

⁵ Toto neplatí pro mezibankovní peněžní trh, kde jsou banky příjemci cen a tvůrci množství.

neboť očekávaný výnos bank v závislosti na úrokové sazbě má tvar obrácené U-křivky. Zvýšení úrokových sazeb (kromě možnosti snížení očekávaného výnosu, pokud bychom již byli za maximem této křivky) totiž bývá spojeno s:

- Nepříznivým výběrem – vyšší sazby „přitahují“ méně úvěruschopné klienty
- Nepříznivým podnětem – žadatelé o úvěr předkládají rizikovější projekty

Aby se vyhnuly těmto negativním tendencím, budou banky přidělovat úvěry na základě poskytnutého zajištění půjčky, příjmů klienta či jeho úvěrové historie. Tato kritéria rozhodnou také o výši úvěrových stropů, avšak do těchto limitů to jsou klienti, kteří určí skutečnou výši čerpání úvěru. Množství poskytnutých půjček a úvěrové limity v průběhu hospodářského cyklu kolísají. Tyto procyklické pohyby jsou způsobeny změnami v očekáváních budoucího vývoje ekonomiky, v životním elánu (animal spirits) bank a žadatelů o úvěr.

Při čerpání úvěru jsou tyto prostředky připsány na běžný účet firmy – půjčky vytváří vklady. Peníze tedy vznikají coby vedlejší produkt nových úvěrů a naopak, jejich splácením dochází ke snížení množství peněz v oběhu. Graficky si nabídku úvěrových peněz můžeme vyjádřit horizontální křivkou při dané úrokové sazbě⁶. Při stanovení úrokových sazeb se vychází z přírážkové cenové tvorby, základní úroková sazba (prime lending rate) se tedy rovná sazbě centrální banky zvýšené o přírážku⁷, jejíž výše „se mění s úrovní konkurence a elasticitou poptávky po půjčkách na různých trzích“. (Moore, 2006, str. 219) Zároveň však přírážka odráží ekonomické cíle dané banky, např. maximalizaci zisku či počtu klientů. Je-li přírážka stabilní, pohybuje se základní úroková sazba společně se sazbou CB. Z hlediska grafického znázornění se při změně sazby CB křivka nabídky peněz posune nahoru či dolů (podle toho zda centrální banka zvýšila, anebo snížila svou sazbu).

Zatímco v ekonomii hlavního proudu začíná výklad tvorby peněz rozhodnutím centrální banky zvýšit rezervy bankovního systému, pro postkeynesovce (tedy nejen

⁶ Z hlediska jednotlivých žadatelů o úvěr je ale nabídka úvěrových peněz rostoucí, neboť s rostoucí zadlužeností dlužníků narůstá riziko věřitele. (Moore, 2006)

⁷ Přesněji, základní sazba je dána přírážkou k úrokové sazbě, za jakou je banka schopna sehnat prostředky buďto na mezibankovním peněžním trhu, anebo od centrální banky. Krátkodobé sazby peněžního trhu se však většinou pohybují v koridoru mezi diskontní a lombardní sazbou centrální banky.

horizontalisty, ale i strukturalisty) stojí rezervy až na konci kauzálního řetězce. Ten tedy směřuje od úvěrů přes vklady k rezervám (loans create deposits and deposits create reserves). Banky poskytují úvěry, jejichž vedlejším produktem jsou vklady, což vytváří poptávku bank po rezervách (či jiném zdroji financování úvěrové expanze). Horizontalisté přitom zdůrazňují úlohu centrální banky jako věřitele poslední instance. Bankovní systém jako celek (na rozdíl od jednotlivých, systémově nedůležitých, bank) proto nikdy nemůže pocítit nedostatek rezerv, ačkoliv ty centrální banka nabízí za cenu dle svého uvážení.

2.2. KONVENČNÍ PŮJČOVÁNÍ

Důležitým rysem teoretického přístupu horizontalistů k peněžní endogenitě je to, že v jejich pojetí pozbývá *poptávka po penězích* význam. V této souvislosti je klíčový pojem *konvenční půjčování* (convenience lending). Ten je úzce spojen se vzájemným vztahem mezi nabídkou úvěrových peněz a poptávkou po nich. Ekonomové hlavního proudu mohou být v pokušení rozlišovat mezi změnami nabídky peněz pramenících ze strany nabídky a poptávky. Tento přístup je ale chybný, neboť v případě úvěrových peněz přestávají tradiční nástroje poptávky a nabídky fungovat. „Úvěrové peníze jsou unikátní, protože jejich nabídku a poptávku nemůžeme považovat za nezávislou.“ (Moore, 1988, str. 398)

„Peníze jsou společenskou konvencí, nikoliv komoditou. Na rozdíl od poptávky po zboží není poptávka vkladatelů po depozitech funkcí jejich ceny, příjmů, bohatství, relativních cen ostatních aktiv a úrokových měr. Lidé drží vklady jako vyrovnávací zásobu⁸ k udržení dostatečné likvidity. Výměnou za zboží jsou ochotni přijmout nekonečné dodatečné množství peněz, ať už jsou úrokové míry jakékoliv. Přírůstky nabídky peněz jsou ve směně vždy přijaty, aniž by se změnila byť jediná cena. ... Zvýšení vkladů představuje endogenní nárůst »konvenčního půjčování« peněz vkladateli bankovnímu systému.“ (Moore, 2006, str. 213)

Vkladatelé si ani ve většině případů nejsou vědomi toho, že zvýšením svých vkladů v bankách půjčují bankovnímu systému. Toto konvenční půjčování totiž není spojeno se ztrátou likvidity či odložením spotřeby. Poptávka vkladatelů po depozitech navíc

⁸ Buffer stock.

nepředstavuje úmyslné rozhodnutí. Lidé vědomě nepoptávají peníze, nýbrž peníze (pasivně) přijímají.

„Trh peněz není nikdy v »rovnováze«. Myšlenka, že je nabídka peněz určena poptávkou po penězích, je příkladem chybného usuzování z části na celek⁹. Co platí pro jednotlivce, neplatí pro skupinu. Jednotlivci jsou vždy ochotni »přijmout« peníze ve směně, a množství přijímaných peněz se vždy právě rovná množství peněz nabízených. Ale nabídka peněz není určena »poptávkou vkladatelů po depozitech«, nýbrž »poptávkou po úvěrech« dlužníků bank.“ (Moore, 2006, stránky 213–214)

Problematika konvenčního půjčování se stala jádrem několika teoretických sporů. První taková výměna názorů se odehrála na stránkách *Journal of Post Keynesian Economics* mezi Basilem Moorem a Charlesem Goodhartem ((Moore, 1989), (Goodhart, 1989), (Moore, 1991 a), (Goodhart, 1991)).

Goodhart (Goodhart, 1989) se domnívá, že Moore (Moore, 1989) nerozlišuje mezi obecným přijímáním (general acceptance) peněz ve směně a vlastní (underlying) poptávkou po penězích. Aby srozumitelně vyjádřil, co má konkrétně na mysli, uvádí následující příklad. Pokud obchodník prodá zboží, vždy při platbě přijme peníze, neboť ty slouží jako prostředek směny. Ale neznamená to, že tyto peníze chce nadále držet, že je pro něj držení daného množství peněz v bodě konečné rovnováhy optimální. Úvěrový trh a trh peněz jsou odlišné. Stávající nabídka peněz je v každém okamžiku určena převážně na úvěrovém trhu, a tyto peníze jsou také ochotně přijímány. Goodhart ale odmítá tvrzení, že toto množství peněz je zároveň v bodě konečné rovnováhy poptáváno. Nesoulad mezi množstvím peněz pocházejícím z úvěrové expanze a množstvím, které je v rovnováze poptáváno, vyvolá změny v individuálních portfoliích, tedy nákupy/prodeje zboží, služeb a aktiv, než bude obnovena plná rovnováha.

S touto Goodhartovou kritikou Moore (Moore, 1991 a) zásadním způsobem nesouhlasí. Moore má za to, že Goodhart stále považuje peníze za komoditu. Uvažováním o bodě konečné rovnováhy, ve kterém si subjekty přejí držet určité optimální množství peněz (mají tedy funkci poptávky po penězích), Goodhart provádí tradiční walrasovský myšlenkový experiment, což Moore metodologicky kritizuje. Moore zpochybňuje existenci jednoznačné všeobecné rovnováhy. „Jakmile připustíme, že nemůže existovat

⁹ Fallacy of composition

žádná pozice všeobecné rovnováhy pro peněžně-produkční ekonomiku ve světě nejistoty ... bude zřejmé, že *pojem optimálního množství poptávaných peněz v bodě konečné rovnováhy nemá význam*. (Moore, 1991 a, str. 129–130, zdůrazněno autorem)

3 STRUKTURALISMUS

S rozvojem postkeynesovské teorie endogenních peněz bylo postupem času možné identifikovat dva odlišné přístupy k tomuto tématu – akomodativní (horizontalismus) a strukturální (Pollin, 1991). Za průkopníky strukturalismu považuje Fontana (Fontana, 2003) Victorii Chickovou, Hymana Minského a Stephena Rousease. Mezi přední strukturalisty současnosti pak řadí např. Arestise, Dowovou, Howellse, Palleyho, Sawyera a Wraye.

Strukturalisté zaměřují svou pozornost na vzájemné vztahy mezi bankovním sektorem, firmami a domácnostmi, přičemž zdůrazňují vliv preference likvidity na chování jednotlivých subjektů. Celá tato složitá struktura vazeb se navíc v průběhu času mění (Chick, 1995 [1986]), z čehož vyplývá, že je potřeba přizpůsobit teorii aktuálním strukturám. Rovněž není možné (právě s přihlédnutím ke komplexitě vzájemných vztahů jednotlivých subjektů) vystihnout podstatu strukturální endogenity jedinou křivkou (Dow S. C., 2006).

Strukturalisté, na rozdíl od neoklasické syntézy, neztotožňují preferenci likvidity s poptávkou po penězích¹⁰. Vnímají ji jako faktor, který ovlivňuje relativní úrokové míry aktiv s různým stupněm likvidity. Preference likvidity tedy představuje teorii cen aktiv (Wray, 1992 b). Roste-li preference likvidity, dávají subjekty přednost likvidním aktivům, tj. požadují vyšší odměnu za vzdání se likvidity. Cena méně likvidních aktiv má proto tendenci klesat. Preference likvidity ovlivňuje nejen složení individuálních portfolií (mix méně a více likvidních aktiv), ale i jejich celkovou velikost. Nízká preference likvidity totiž bývá spojena s vysokým stavem očekávání, tedy i relativně vyšší ochotou subjektů k zadlužování.

¹⁰ To se odráží mj. v jejich terminologii. Moorovu poptávku po úvěrech nazývají někteří strukturalisté, např. (Wray, 1992 b), poptávkou po penězích; píše-li Moore o poptávce po penězích, mají strukturalisté na mysli preferenci likvidity.

3.1. PŘIDĚLOVÁNÍ ÚVĚŘŮ A TVAR KŘIVKY NABÍDKY ÚVĚŘŮ

Vedle preference likvidity je dalším důležitým faktorem ovlivňujícím fungování úvěrového trhu přidělování úvěrů¹¹. Zmínky o možnosti přidělování úvěrů je možno nalézt již u samotného Keynesa (např. „fringe of unsatisfied borrowers“ v *Pojednání o peněžích*). Stěžejním příspěvkem k postkeynesovské teorii přidělování úvěrů je článek Martina Wolfsona (Wolfson, 1996) *A Post Keynesian theory of credit rationing*.

Wolfson svůj teoretický rámec k analýze přidělování úvěrů staví převážně na některých Keynesem zavedených pojmech či konceptech. V 11. kapitole *Obecné teorie* píše Keynes o *riziku dlužníka a věřitele*. „Na objem investic má vliv dvojitý druh rizik, které se obvykle zanedbávaly, ale které je třeba rozlišovat. Za prvé, riziko podnikatele nebo dlužníka, které vzniká z vlastních pochyb podnikatelových vzhledem k pravděpodobnosti, zda skutečně dosáhne očekávaný výnos, se kterým počítá. Dává-li člověk v sázku své vlastní peníze, je to jediné riziko, které přichází v úvahu. Kde však existuje úvěrový systém, čímž míním poskytování půjček s určitým reálným nebo osobním zabezpečením, přichází v úvahu i druhý typ rizika, který možno nazvat rizikem věřitelovým. Toto riziko může být spjato s pochybnostmi vzhledem k odůvodnění prokazané důvěry, tj. s nebezpečím úmyslného úpadku nebo jiných pokusů dlužníka vyhnout se splnění závazků, třeba i legálním způsobem, případně i možným nedostačujícím rozsahem zajištění, tj. nebezpečím nedobrovolného úpadku následkem toho, že plány dlužníka, dosáhnout určitého výnosu, nejsou zdůvodněné.“ (Keynes, 1963, str. 156)

Ačkoliv ve většině případů budou mít dlužník a věřitel o investičním projektu odlišné informace a budou se rovněž lišit jejich očekávání ohledně výnosu investice (*asymetrická očekávání*), budou oba činit svá rozhodnutí ve světě *principiální nejistoty* (Keynes, 1937 c). „Jakým způsobem [ale] ovlivňuje nejistota kritéria, na základě kterých bankéři rozhodují o riziku splacení?“ (Wolfson, 1996, str. 452)

V odpovědi na tuto otázku se opět můžeme opřít o Keynesa, respektive jeho koncepty *stavu důvěry a konvence*. „Stav dlouhodobých odhadů do budoucna, o který se opírají naše rozhodnutí, nezávisí tedy výlučně na nejpravděpodobnější prognóze, kterou můžeme učinit. Závisí rovněž na *důvěře*, s jakou činíme tuto předpověď, na tom, jak

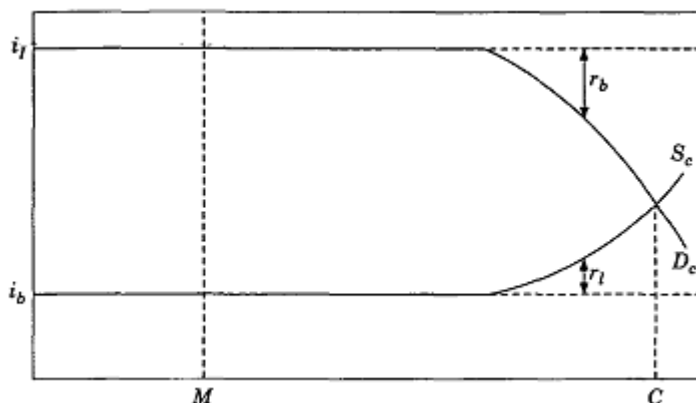
¹¹ Situace, kdy banka neposkytne úvěr, i když by byl dlužník ochoten přistoupit na vyšší úrokovou sazbu.

vysoko odhadujeme možnost, že naše nejlepší předpověď se ukáže být zcela nesprávnou. Očekáváme-li hluboké změny, ale přitom jsme velmi nejistí, pokud jde o formu, v jaké se tyto změny přesně projeví, bude naše důvěra slabá. Lidé z praxe věnují vždy největší a nejbdělejší pozornost *stavu důvěry*, jak jej nazývají. ... V praxi jsme zpravidla mlčky souhlasili s tím, že se opíráme o něco, co po pravdě řečeno je čistou *konvencí*. Třebaže nepůsobí vždy v tak zjednodušené formě, vychází tato konvence v podstatě z předpokladu, že dnešní situace bude nekonečně dlouho pokračovat, pokud nebudeme mít zvláštní důvody k tomu, abychom očekávali změnu.“ (Keynes, 1963, stránky 160, 163)

Odhady rizika věřitele a dlužníka jsou tedy ovlivněny nejrůznějšími konvencemi, přičemž svá stanoviska mohou subjekty zaujímat s různým stavem důvěry. Konvence jsou založeny na předpokladu, že dosavadní stav přetrvá i v budoucnu, a proto banky upřednostňují ty klienty, kteří v minulosti spláceli své závazky včas a jejichž finanční situace je dlouhodobě stabilní. Konvence se přitom mohou měnit (dosti náhle), přičemž pokud je stav důvěry nízký, jsou tyto změny pravděpodobnější. Důležité také je, že k nim dochází u většiny subjektů současně. Mění se ale riziko věřitele a dlužníka v průběhu hospodářského cyklu systematicky?

V této souvislosti strukturalisté obvykle poukazují na práce Hymana Minského o finanční nestabilitě. Z nich vyplývá, že riziko věřitele i dlužníka (tedy i relativní počet odmítnutých žádostí o úvěr) s blížícím se vrcholem hospodářského cyklu postupně narůstá, což samo přispívá ke konci expanze a nástupu recese. Banky jsou tedy s blížící se recesí pesimističtější a rovněž stav jejich důvěry klesá.

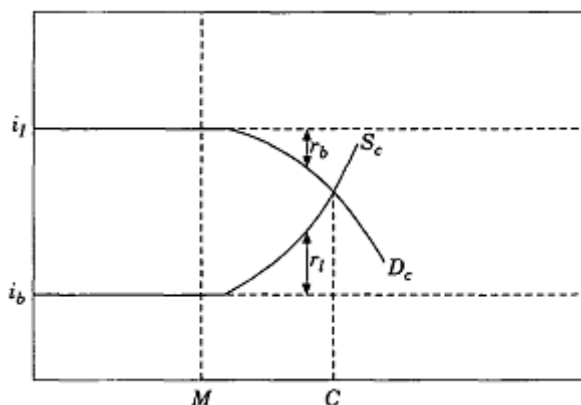
Ale jakou podobu bude mít přidělování úvěrů? Budou banky v průběhu hospodářského cyklu upravovat pouze necenová kritéria, anebo změní také úrokové sazby? Wolfson (Wolfson, 1996) se domnívá, že banky mění jak cenové, tak necenové parametry půjček, přičemž k těmto změnám dochází povětšinou současně. Obdobně Wray (Wray, 1992 b) uvádí, že přidělování úvěrů pouze na základě cenových kritérií by vedlo k problémům nepříznivého výběru a nepříznivé motivace. Na druhou stranu, výhradně necenové přidělování úvěrů by rovněž bylo problematické.



Obrázek 3.1 Úvěrový trh během expanzivní fáze

Zdroj: (Dow S. C., 1996)

Problematiku rizika dlužníka a věřitele si můžeme ilustrovat graficky. Obrázek 3.1 zachycuje úvěrový trh ve fázi expanze, Obrázek 3.2 pak v recesi. Úroková sazba i_b je dána přírážkou k sazbě centrální banky¹². S růstem ekonomické aktivity se zvyšuje též objem poskytnutých půjček a sklon křivky nabídky úvěrů – díky rostoucímu riziku věřitele r_l – od určité úrovně postupně narůstá. Poptávka po úvěrech závisí na očekávaných výnosech investice i_l a na riziku dlužníka r_b . Rovnováha na trhu úvěrů je v bodě C , tedy průsečíku křivek nabídky úvěrů S_c a poptávky po úvěrech D_c .



Obrázek 3.2 Úvěrový trh v průběhu recese

Zdroj: (Dow S. C., 1996)

Povšimněme si, že horizontální úseky křivek nabídky a poptávky jsou mnohem delší v obdobích, kdy se ekonomice dobře daří. Na toto poukazují i (Dow & Rodríguez-Fuentes, 1998). Ti ve své analýze argumentují, že křivka nabídky úvěrů nemůže být

¹² V tomto případě očekáváme neměnnou sazbu centrální banky.

dokonale elastická v celém svém rozsahu. Identifikují bod, od kterého začíná být nabídka úvěrů nedokonale elastická. Pozice tohoto bodu je dána zejména preferencí likvidity komerčních bank a mění se v průběhu hospodářského cyklu.

Pokud bychom preferenci likvidity zahrnuli do jednoduché analýzy trhu úvěrů na obrázcích 3.1 a 3.2, bylo by grafické znázornění křivek poptávky a nabídky na trhu úvěrů velmi podobné. Rozdíl bychom pozorovali pouze na nedokonale elastických úsecích křivek. V tomto případě by totiž riziko dlužníka a věřitele nebylo jediným faktorem, který by byl příčinou změn sklonu křivek – svou roli by zde hrála i preference likvidity¹³.

Další vysvětlení toho, proč by křivka nabídky úvěrových peněz měla být rostoucí, nabízí Palley (Palley, 1991). Předpokládejme, že došlo ke zvýšení poptávky po půjčkách, a banky tak potřebují dodatečné prostředky, které by jim úvěrovou expanzi umožnily. Podle strukturalistů se může banka spoléhat na diskontní půjčky, dále pak na peněžní trh, anebo se může pokusit přilákat další vklady od nebankovní veřejnosti. Klíčový je zde předpoklad, že mezní náklady všech těchto zdrojů jsou rostoucí, kdežto mezní výnosy z poskytování úvěrů jsou klesající. Co se diskontních půjček týká, zde jsou rostoucí mezní náklady důsledkem snahy centrální banky zamezit zneužívání tohoto nástroje (frown costs). Na peněžním trhu se uplatňuje běžný tržní mechanismus – větší poptávka znamená vyšší ceny, tedy úrokové sazby. Přilákat více depozit od nebankovní veřejnosti pak obnáší nabídnout vyšší úrokovou sazbu z vkladů.

Palley také diskutuje názor horizontalistů, že akomodativní kroky centrální banky jsou do značné míry dány její funkcí věřitele poslední instance a strážce finanční stability. V této souvislosti rozlišuje mezi běžnými a abnormálními podmínkami. Za běžných okolností centrální banka nevyhoví veškeré poptávce po rezervách. To se ale netýká případů, kdy je nedostatek likvidity v bankovním systému natolik vážný, že neakomodativní jednání centrální banky by vážně ohrozilo stabilitu finančního sektoru. Navíc jsou „abnormální podmínky relativním fenoménem, který musí být definován s ohledem na stávající měnový režim. V přísném režimu¹⁴ budou banky připraveny na nedostatky likvidity a budou jednat tak, aby zabránily vzniku těchto okolností,

¹³ Přesné vyobrazení je možno nalézt v (Dow S. C., 1996).

¹⁴ tight reserve regime

zatímco ve volných režimech banky předpokládají, že potřebnou likviditu budou schopny získat...“ (Palley, 1991, str. 400)

Pro strukturalisty jsou rovněž důležité inovace. Snaha centrální banky omezit nabídku rezerv vede komerční banky k inovativním praktikám, které umožní bankám se stejným množstvím rezerv půjčit více peněz. Inovace se však neprojeví ihned. V krátkém období mohou kroky centrální banky zapříčinit tzv. credit crunch. Graficky si můžeme dopady inovací znázornit „prodloužením“ horizontální části křivky nabídky úvěrů.

3.2. PENĚŽNÍ A ÚVĚROVÝ TRH

Určité aspekty pohledu strukturalistů na peněžní endogenitu si můžeme přiblížit pomocí následujícího jednoduchého grafického rámce (Obrázky 3.3 a 3.4). Tento rámec akcentuje preferenci likvidity centrální banky a komerčních bank, a vazby mezi peněžním trhem a trhem úvěrů. V této souvislosti poukazuje Sheila Dowová (Dow S. C., 2006) na nutnost interpretovat křivky v diagramech správným způsobem. V ekonomii hlavního proudu představují body na křivce jednu z nekonečně mnoha možností, které mohou nastat, přičemž pouze rovnovážné pozice mají význam. V postkeynesovské ekonomii mohou být křivky chápány jako vyjádření „vztahů, které nemusí být nutně reverzibilní. Různé body podél křivky vyjadřují pohyb, buď v čase logickém ... nebo reálném.“ (Dow S. C., 2006, str. 46)

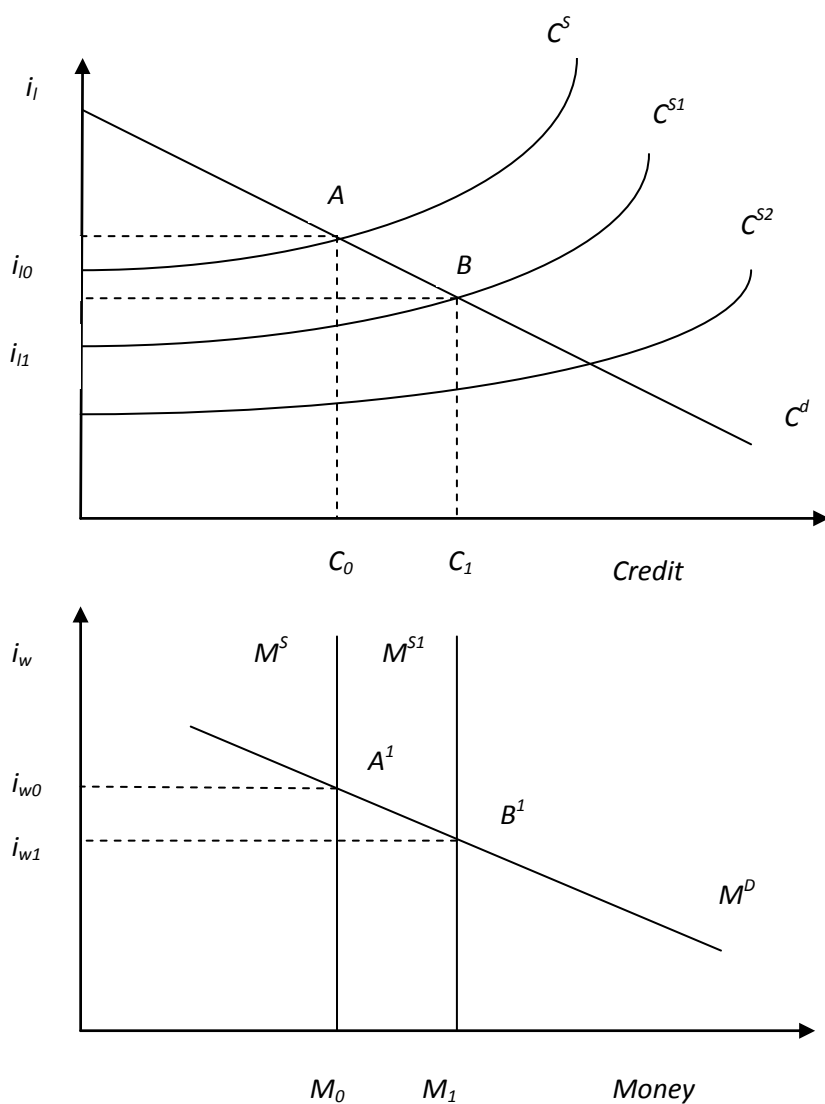
Horní část diagramu znázorňuje úvěrový trh, zatímco peněžní trh je zachycen ve spodní části obrázku. Sazbu na úvěrovém trhu, i_l , si můžeme rozložit na:

- sazbu peněžního trhu, i_w
- přírážku¹⁵ a
- rizikovou prémii,

přičemž riziková premie kolísá v průběhu hospodářského cyklu. Objem poskytnutých půjček C_0 , daný průsečíkem křivek nabídky C^S a poptávky C^D v bodě A , zároveň určuje nabídku peněz M_0 na peněžním trhu. Křivka poptávky po penězích M^D je vyjádřením preference likvidity. Předpokládejme, že křivky poptávky po penězích a

¹⁵ Tyto dvě složky tak určují základní sazbu banky

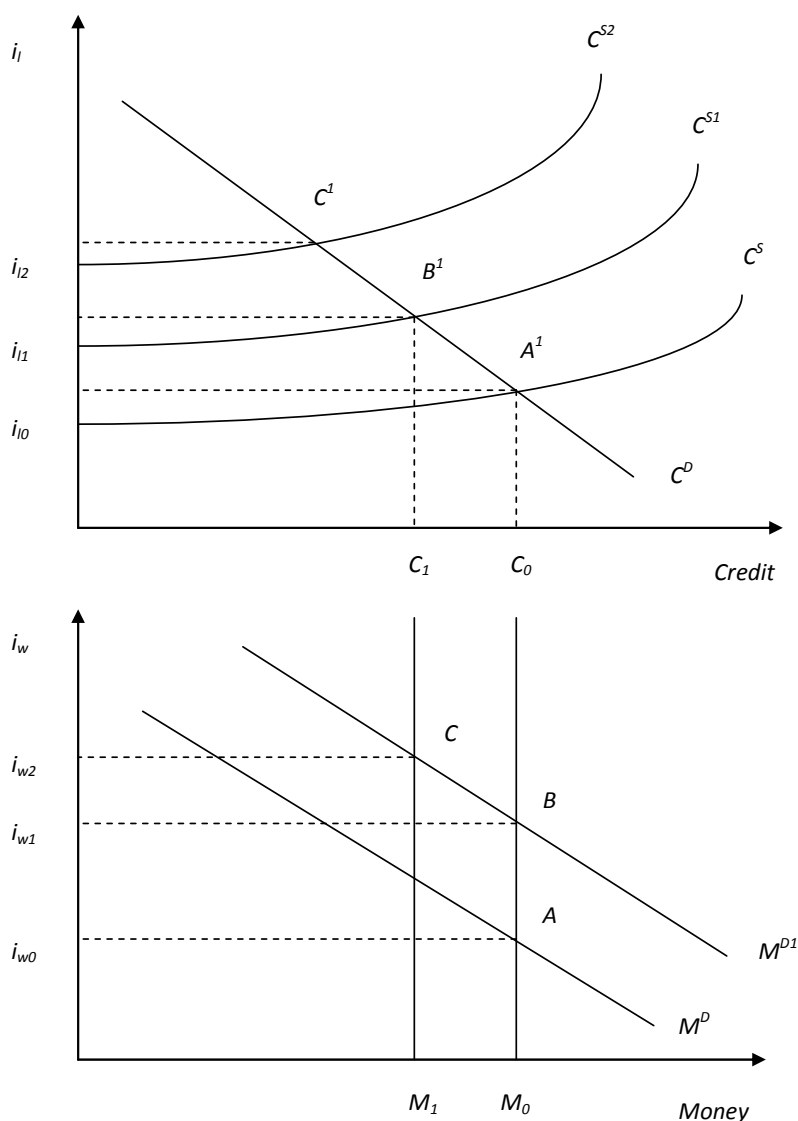
nabídky peněz M^S se protínají v bodě A^1 při sazbě peněžního trhu i_{w0} . Dále předpokládejme, že právě od této sazby byla odvozena úroková sazba i_{l0} . Dojde-li nyní ke snížení rizikové prémie (např. očekávají-li banky silný ekonomický růst), posune se křivka nabídky úvěrů z C^S do C^{S1} . Při nezměněné poptávce po půjčkách tak vzroste objem poskytnutých úvěrů z C_0 na C_1 , a sníží se také sazba na trhu úvěrů z i_{l0} na i_{l1} . Tyto změny se na peněžním trhu projeví zvýšením nabídky peněz na M^{S1} a poklesem úrokové sazby na i_{w1} . Tato nižší sazba peněžního trhu bude mít za následek další posun křivky nabídky úvěrů na C^{S2} , což dále ovlivní situaci na peněžním trhu atd.



Obrázek 3.3 Vazby mezi úvěrovým a peněžním trhem

Podle (Dow S. C., 2006)

Tento sled událostí byl původně vyvolán změnami na trhu úvěrů. Proces nabídky úvěrových peněz ale mohou ovlivnit i změny mající svůj původ na peněžním trhu. Předpokládejme, že centrální banka zvýší klíčovou měnověpolitickou sazbu, čehož dosáhne posílením poptávky na peněžním trhu. Na Obrázku 3.4 je toto znázorněno pohybem z bodu A do bodu B . Toto rozhodnutí centrální banky můžeme interpretovat jako nárůst její preference likvidity.



Obrázek 3.4 Vazby mezi peněžním a úvěrovým trhem při změnách v preferenci likvidity
Podle (Dow S. C., 2006)

Vyšší sazba na peněžním trhu se následně promítne do sazeb na trhu úvěrů a křivka nabídky půjček se posune z C^S do C^{S1} . Toto sníží nabídku vkladů, a tedy i peněz na

peněžním trhu¹⁶. Křivka nabídky peněz se posune doleva a dojde k dalšímu nárůstu sazeb na peněžním trhu (bod *C*), což se zpětně projeví na úvěrovém trhu atd.

Vidíme tedy, že změny v preferenci likvidity centrální banky se v první řadě projeví na peněžním trhu, a následně pak na trhu úvěrovém. Každopádně bychom měli mít na paměti, že celý proces nabídky peněz je ve skutečnosti nesmírně komplikovaný. Křivky nabídky a poptávky na jednotlivých trzích „zásadním způsobem závisí na řadě faktorů, z nichž některé, např. tržní struktura, budou pravděpodobně stabilní. Ale ostatní, jako např. riziko věřitele, mohou být po určitou dobu stálé, ale také mohou podléhat periodickým změnám ... Míra, do jaké mohou dvourozměrné diagramy vystihnout tento proces, je však omezená. Měly by být považovány pouze za pomocný nástroj analýzy.“ (Dow S. C., 2006, str. 48)

4 REINTERPRETACE DO OBECNĚJŠÍ TEORIE

Tato část se zabývá možnostmi reinterpretace horizontalismu a strukturalismu do obecnější teorie. V literatuře jsem se setkal se dvěma odlišnými přístupy k této problematice. První z nich je spojen se jménem Giuseppeho Fontana, který na základě analýzy rozporů mezi strukturalisty a horizontalisty a využitím Hicksových konceptů kontinuální teorie a teorie jednoho období dochází k závěru, že rozdíly je možné vysvětlit na základě uvažovaného časového horizontu. Druhou možností je ukázat, že horizontalismus je konzistentní s teorií preference likvidity, řízením aktiv a pasiv, proměnlivou přírůžkou ke klíčové úrokové sazbě centrální banky apod. Tento přístup rozvíjí např. Rochon (Rochon, 2001) či Lavoie (Lavoie, 2006).

4.1. ODLIŠNÉ PŘEDPOKLADY O NEMĚNNOSTI OČEKÁVÁNÍ

Fontana ((Fontana, 2003), (Fontana, 2004)) analyzuje odlišnosti v názorech strukturalistů a horizontalistů na chování ekonomických subjektů (firmy, příjemci mezd, centrální banka a komerční banky) na trhu rezerv, úvěrů a finančních trzích. Následující řádky podávají přehled hlavních rozdílů.

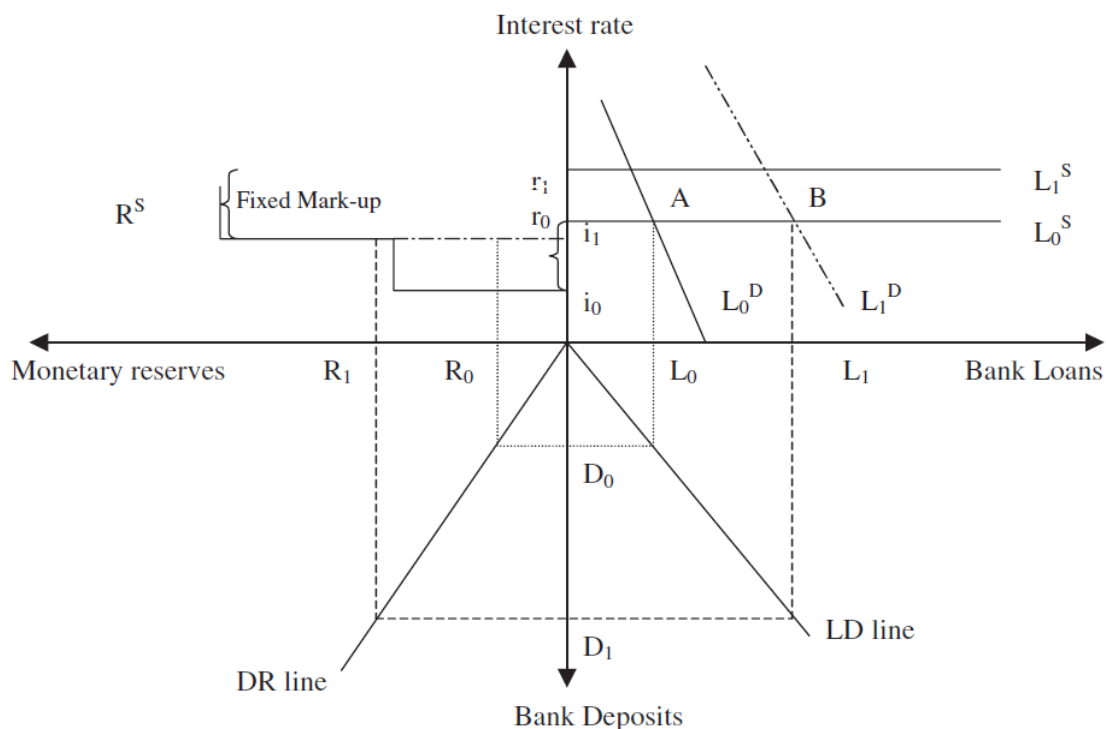
¹⁶ Toto je pravděpodobně způsobeno následujícím. Nebankovní subjekty splácejí staré půjčky, které byly dříve snáze dostupné, zároveň objem nově poskytnutých úvěrů klesá. Převáží tedy splácení nad poskytováním nových půjček.

4.1.1. VZTAH CENTRÁLNÍ BANKY A KOMERČNÍCH BANK

Při analýze vztahu centrální banky a komerčních bank můžeme využít koncept reakční funkce centrální banky, která zachycuje elasticitu sazby centrální banky na změny poptávky po rezervách. „Horizontalisté argumentují pro dokonale elastickou reakční funkci v období mezi změnami krátkodobé nominální úrokové sazby ... kdežto strukturalisté obhajují nedokonale elastickou funkci.“ (Fontana, 2004, str. 370) Situaci zachycuje Obrázek 4.1.

V levém horním kvadrantu je zachycena nabídka rezerv R^S . Tato křivka je tvořena sérií horizontálních úseků, kde každý jednotlivý „schod“ představuje odlišný postoj centrální banky. Zaměříme-li se pouze na vybraný horizontální úsek, dostáváme dokonale elastickou nabídku rezerv. Jako celek je ovšem nabídka rezerv nedokonale elastická. Trh úvěrů je vyobrazen v pravém horním kvadrantu. Nabídka úvěrů je pro zjednodušení znázorněna vodorovnou křivkou L_0^S při základní sazbě r_0 , která je dána přiřázkou k sazbě centrální banky i_0 . Celkové množství poskytnutých půjček je určeno průsečíkem křivek poptávky po úvěrech L_0^D a jejich nabídky (na obrázku bod A). Spodní část obrázku odpovídá v postkeynesovské ekonomii všeobecně přijímaným názorům, že půjčky vytváří vklady (křivka LD) a vklady vytváří rezervy (křivka poptávky po rezervách DR). Poskytnutým úvěrům L_0 tak odpovídají vklady ve výši D_0 a úroveň rezerv R_0 .

Dojde-li nyní ke zvýšení poptávky po úvěrech (např. díky optimističtějších očekáváním podnikatelů), posune se křivka poptávky z L_0^D do L_1^D , což povede k nárůstu vkladů z D_0 na D_1 , a tím pádem i poptávky po rezervách z R_0 na R_1 . Centrální banka této zvýšené poptávce po rezervách vyhoví, nicméně jak je vidět na obrázku, je tento vývoj spojen se změnou postoje centrální banky (vyšší sazba i_1). Nové podmínky na trhu rezerv povedou k posunu křivky nabídky úvěrů z L_0^S do L_1^S .



Obrázek 4.1 Grafická analýza trhu rezerv

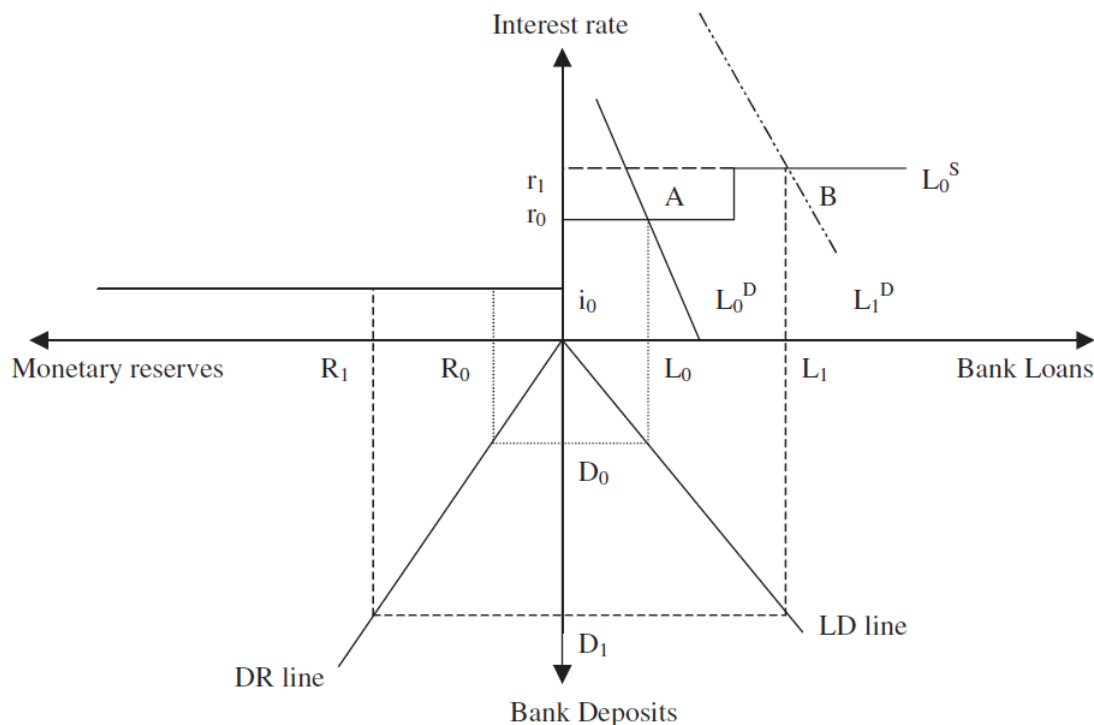
Zdroj: (Fontana, 2004)

4.1.2. ÚVĚROVÝ TRH

Nedílnou součástí analýzy úvěrového trhu je přidělování úvěrů a pro strukturalisty také preference likvidity. Pro jednoduchost nyní uvažujeme neměnný postoj centrální banky. Úroková sazba je opět dána přírážkou k sazbě centrální banky, ta ale nyní závisí na rizikovosti dlužníka a preferenci likvidity bank. Dle Fontany je možné znázornit křivku nabídky peněz sérií horizontálních úseků, kde jednotlivé části představují různou politiku úrokových sazeb. Výše přírážky k sazbě CB je dána preferencí likvidity bank, kdežto jejich pohled na celkový stav ekonomiky ovlivní „délku“ horizontálních úseků. Situaci ilustruje Obrázek 4.2.

Nabídka úvěrů a poptávka po nich jsou znázorněny křivkami L_0^S a L_0^D . Počáteční rovnováha na trhu je v bodě A . Předpokládejme, že se ekonomika nachází v recesi, očekávání bank jsou pesimistická a jejich preference likvidity vysoká. Horizontální úseky, jež tvoří křivku nabídky úvěrů, jsou proto krátké. Za těchto podmínek vyhoví banky zvýšené poptávce po úvěrech L_1^D pouze při vyšší úrokové sazbě. Jinými slovy, banky zvýší přírážku k sazbě centrální banky. Trh bude v rovnováze v bodě B při

úrokové sazbě r_1 . K tomuto nárůstu přírážky nemusí dojít, pokud se ekonomika nachází ve fázi oživení (horizontální úseky křivky nabídky úvěrů budou dostatečně „dlouhé“).



Obrázek 4.2 Úvěrový trh během recese

Zdroj: (Fontana, 2004)

Graficky je tedy demonstrováno, že rozdílné pohledy strukturalistů a horizontalistů jsou způsobeny odlišnými předpoklady o očekávání bank. Zatímco horizontalisté se zaměřují na chování systému při neměnných očekáváních, strukturalisté berou v potaz i změny těchto očekávání.

4.1.3. FINANČNÍ TRHY

Rozpory mezi strukturalisty a horizontalisty týkající se finančních trhů, to je především otázka již zmiňovaného konvenčního půjčování. Fontana (Fontana, 2004) tuto problematiku stručně shrnuje a interpretuje názorové neshody mezi horizontalisty a strukturalisty na základě odlišných předpokladů o proměnnosti očekávání. Horizontalisté podle něj analyzují vazby mezi finančními trhy a trhem úvěrů za předpokladu, že úvěrová expanze nemá vliv na očekávání příjemců mezd, a ti tak alokují své úspory mezi různá aktiva ve stejné proporci. Strukturalisté naopak tento předpoklad ve své analýze uvolnili.

4.1.4. TEORIE JEDNOHO OBDOBÍ VS. TEORIE KONTINUÁLNÍ

„Horizontalisté a strukturalisté mají na mysli dvě odlišné třídy modelů procesu nabídky peněz. Tyto modely sdílejí stejný metodologický a teoretický rámec, ale liší se co do předpokladů o stavu očekávání subjektů hrajících roli v ekonomickém procesu.“ (Fontana, 2004, str. 377)

S využitím Hicksova konceptu odlišujícího kontinuální teorii (continuation) a teorii jednoho období (single-period) klasifikuje Fontana horizontalismus jako teorii jednoho období a strukturalismus jako teorii kontinuální. Délka jednoho období je přitom taková, aby během něj nemohlo dojít ke změně očekávání subjektů. Horizontalisté pochopitelně nepředpokládají, že by subjekty vůbec neměnily svá očekávání – pouze se tyto změny projeví až na počátku dalšího období. Z hlediska analýzy endogenní nabídky peněz je ale nadmíru důležitý vztah mezi jednotlivými obdobími. A je to právě kontinuální teorie v podání strukturalistů, která se explicitně zabývá vazbami mezi navazujícími obdobími.

Analýza jednoho období může poskytnout cenné poznatky o základních funkčních vztazích procesu nabídky peněz, a ty je pak možno zkoumat analýzou kontinuální. Přístupy horizontalistů a strukturalistů tudíž nejsou protichůdné, nýbrž se vzájemně doplňují a dohromady vytváří obecnější teorii peněžní endogenity.

4.2. ANALÝZA ROZPORŮ MEZI STRUKTURALISTY A HORIZONTALISTY

4.2.1. POPTÁVKA FIREM A DOMÁCNOSTÍ PO ÚVĚRECH

Za hlavní faktor ovlivňující poptávku ekonomických subjektů po úvěrech považují horizontalisté očekávání a životní elán (animal spirits). Příznivá očekávání (např. předpokládají-li firmy nárůst efektivní poptávky) jsou spojena s rostoucí poptávkou po úvěrech a naopak. Naproti tomu strukturalisté soustředí svou pozornost na preferenci likvidity. Vysoká preference likvidity domácností a firem vede k nízké poptávce po úvěrech a naopak, nízká preference likvidity znamená vyšší poptávku po půjčkách. Důležité je rovněž riziko dlužníka. Žadatel o půjčku musí zvážit, zda bude mít v budoucnu dostatečně vysoké příjmy ke splácení úvěru. Své rozhodnutí však činí v prostředí principiální nejistoty, a záleží pak především na jeho očekáváních, životním elánu, konvencích a stavu důvěry.

Mohlo by se tedy zdát, že rozdíl je naprosto zřetelný a nepopíratelný – analýza strukturalistů je bohatší o koncept preference likvidity. Nicméně vzhledem k tomu, že vysoká preference likvidity je spojena s nepříznivými očekáváními¹⁷ (Wray, 1992 b), je rozdíl skutečně tak velký? Podstata přeci zůstává stejná a záleží jen na nás, jak ji nazveme – zda budeme používat termínu očekávání a životní elán, anebo preference likvidity. Domnívám se tedy, že očekávání a preference likvidity jsou v *tomto kontextu* dvěma stranami téže mince, a neshledávám tudíž v této oblasti zásadní rozpory mezi strukturalisty a horizontalisty.

4.2.2. REAKCE KOMERČNÍCH BANK

Horizontalisté byli často kritizováni za to, že v jejich pojetí jsou banky pasivní a vyhoví veškeré poptávce po úvěrech. Přidělování úvěrů má ale v horizontalismu pevné místo, což koneckonců někteří strukturalisté později přiznali (Dow S. C., 1996). Toto nedorozumění může částečně pramenit ze skutečnosti, že horizontalisté soustředí svůj výklad na úvěrové linky a zdůrazňují, že v rámci dohodnutých úvěrových stropů to jsou klienti, nikoliv banky, kdo rozhoduje o skutečném čerpání úvěru. Jak ale podotýká Sheila Dowová ((Dow S. C., 1997), (Dow S. C., 1996)), ne všichni mají možnost přečerpat účet, což je naprosto v souladu s tvrzením horizontalistů, že banky vyhoví pouze poptávce úvěruschopných klientů. Alternativně je možné tento problém vysvětlit pomocí pomyslné (notional) a efektivní poptávky po úvěrech. „Rozdíl mezi křivkami pomyslné a efektivní poptávky vzniká v důsledku odlišnosti poptávky po úvěrech od poptávky po většině ostatních statků a služeb. Ke koupi běžné komodity je nutné mít pouze množství peněz rovnající se ceně dané komodity. Ke koupi úvěru je ale třeba získat důvěru věřitele.“ (Wolfson, 1996, str. 466) Pomyslná poptávka je tedy poptávkou nebankovní veřejnosti po úvěrech, kdežto efektivní poptávku tvoří poptávka ze strany úvěruschopných klientů.

To, jakým způsobem se mění přísnost hodnocení úvěruschopnosti ze strany bank v průběhu hospodářského cyklu, můžeme vysvětlit změnami v preferenci likvidity a rizika věřitele (strukturalisté), anebo změnami v očekáváníích a životním elánu (horizontalisté). Opět v této oblasti nevidím rozdíl mezi preferencí likvidity a

¹⁷ Toto poznamenává již samotný Keynes (Keynes, 1937 c)

očekáváními popř. životním elánem. Podívejme se nyní na to, zda a jakým způsobem se mění úrokové sazby bank v průběhu hospodářského cyklu.

K obhajování tvaru křivky nabídky úvěrů využívají strukturalisté Kaleckého princip rostoucího rizika. Zároveň se domnívají, že horizontalismus s tímto konceptem není slučitelný. Na tuto kritiku reaguje Rochon (Rochon, 2001). Podle něj je nutné rozlišovat mezi statickým a dynamickým přístupem k úvěru. Statický přístup se týká stanovování odlišných sazeb v daném čase pro dlužníky s různým stupněm rizika. Např. od firmy s vyšším podílem dluhu k vlastnímu kapitálu bude banka požadovat vyšší úrokovou sazbu, což je zcela v souladu s tím, co tvrdí strukturalisté. Problém však nastává v případě přístupu dynamického. Ten je založen na hypotéze, že v průběhu hospodářského cyklu klesá likvidita portfolií jednotlivých subjektů (roste míra zadluženosti v ekonomice). Subjekty se stávají rizikovějšími a banky tak zvyšují úrokové sazby. Horizontalisté namítají, že nemůžeme dopředu říci, že rizikový faktor bude kolísat procyklicky. Argumentují tím, že nárůst půjček poskytnutých na produktivní aktivity (investice) vede k vyššímu výstupu a *za jinak stejných podmínek* také k vyšším ziskům – ekonomika s vyšší zadlužeností tedy nutně není rizikovější.

Podobně argumentuje i (Lavoie, 2006). Statický přístup k úvěru (tento termín však nepoužívá) je podle něj mikroekonomickou záležitostí, kdežto přístup dynamický je povahy makroekonomické. Zatímco v daném čase banka klasifikuje žadatele o úvěr dle jejich rizika a od toho se odvíjí koncová úroková sazba, v průběhu hospodářského cyklu obdobně argumentovat nelze, neboť je zde nebezpečí chybného usuzování z části na celek. Toto ilustruje na příkladu Kanady, kde v letech 1996 až 2004 poklesl podíl dluhu k vlastnímu kapitálu z 80 na 55 %, přičemž toto období bylo ve znamení silného ekonomického růstu. Pokud tedy nevíme, co se bude dít na makroekonomické úrovni, není do té doby lepší znázorňovat nabídku úvěrů horizontální křivkou?

Na druhou stranu, ani tyto námitky Rochona a Lavoieho nemohu bezvýhradně přijmout. Předně si nemůžeme být jisti, zda výše zmíněná *ceteris paribus* podmínka bude skutečně dodržena. Vzrostly by zisky firem i v případě, že by se zvýšila míra úspor domácností? Dalším možným problémem může být to, že rostoucí úrokové sazby vytlačí některé investiční projekty na úkor projektů spekulativní povahy – spekulativní aktivity tak nahradí aktivity produktivní (Dow & Rodríguez-Fuentes, 1998).

Určitým problémem teorie přidělování úvěrů v pojetí strukturalistů a horizontalistů může být jistá nekonzistence (v určitých ohledech) s Wolfsonovým příspěvkem k tomuto tématu. Zatímco Moore argumentuje pro přidělování úvěrů na necenovém základě pomoci vztahu mezi úrokovou sazbou a problémy morálního hazardu a nepříznivého výběru, Wolfson poukazuje na možnou nízkou empirickou relevanci této teorie (je založena na nerealistických předpokladech). Dále, ačkoliv Wolfson dochází k závěrům, které jsou v souladu s pozicí strukturalistů, činí tak bez použití pojmu preference likvidity (hlavními vysvětlujícími faktory přidělování úvěrů jsou očekávání a stav důvěry).

4.2.3. POPTÁVKA PO REZERVÁCH A REAKCE CENTRÁLNÍ BANKY

Ať už komerční banky reagují na poptávku po úvěrech jakkoliv, bude se s rostoucím objemem poskytovaných půjček zvyšovat i poptávka bank po rezervách. A právě reakce centrální banky na poptávku bank po rezervách je často zmiňována jako důležitá oblast neshod mezi strukturalisty a horizontalisty.

Domnívám se, že tyto rozpory je možné částečně přičíst na vrub někdy poněkud nedůslednému odlišování bankovního systému jako celku a jednotlivých bank. Horizontalisté se domnívají, že poptávka bankovního systému po rezervách nemůže být nijak kvantitativně omezena. Centrální banka má plnit funkci věřitele poslední instance a zajišťovat stabilitu finančního systému. Aby dostála těmto cílům, nemůže odmítnout poskytnutí likvidity bankovnímu systému. Tento závěr však může být poněkud relativizován v otevřené ekonomice, a to za situace, kdy banky potřebují likviditu denominovanou v jiné než domácí měně. V tomto případě se ale mohou centrální banky dohodnout na otevření dočasných swapových linek (viz zkušenost z let 2008–2009). Strukturalisté, kteří připouštějí možnost kvantitativně omezit nabídku rezerv, mají dle mého názoru na mysli jednotlivé banky. Koneckonců, historie je plná příkladů, kdy centrální banka nechala padnout systémově nedůležitou nesolventní banku. Z pohledu individuálních bank je možné vyjádřit pozici horizontalistů s využitím pojmů pomyslné a efektivní poptávky (viz výše). Stejně jako komerční banky vyhoví pouze efektivní poptávce po úvěrech, tedy poptávce od úvěruschopných subjektů, centrální banky akomodují efektivní poptávku po rezervách (přitom by ale měly zohlednit systémovou významnost dané banky).

Neakomodační jednání centrální banky ztotožňují horizontalisté se zvedáním klíčové sazby centrální banky. Jakmile k tomuto dojde, posune se celá křivka nabídky úvěrů nahoru (v prostoru úrokové sazby–úvěry). Kromě úrokové sazby může centrální banka upravit např. délku splatnosti svých operací, rozšířit či zúžit přijatelný kolaterál a seznam protistran, jimž bude ochotna dodávat likviditu atd.

Dalším obvykle zmiňovaným rozporem mezi horizontalismem a strukturalismem je úloha inovací a řízení závazků (liability management). Kritika poukazuje na to, že mají-li banky neomezené možnosti půjčovat si od centrální banky, nemají žádnou motivaci inovovat, snažit se o maximální využití daných rezerv (economize on reserves). S tímto horizontalisté zásadním způsobem nesouhlasí. Dle jejich názoru se budou banky vždy snažit inovovat.

4.2.4. VAZBA MEZI FINANČNÍMI TRHY A ÚVĚROVÝM TRHEM

Tato oblast je úzce spojena s problémem konvenčního půjčování. Ačkoliv jsou peníze ve formě bankovních vkladů přijímány ve směně, jejich držba nemusí být konzistentní s preferencemi subjektů o složení jejich portfolia. Subjekty proto mohou část těchto prostředků použít k nákupu akcií, dluhopisů, či jiných cenných papírů apod. S tímto souhlasí jak strukturalisté, tak horizontalisté. Např. Moore (Moore, 1989) uvádí, že ačkoliv peněžní agregát $M1$ vzroste prvotně v poměru 1:1 k novým úvěrům, tento nárůst $M1$ může být postupně korigován změnami ve složení individuálních portfolií. Nabídka peněz je tedy určena poptávkou po úvěrech a peněžích. V čem se ale zástupci obou pohledů na peněžní endogenitu liší, jsou důsledky (mohou se např. měnit relativní úrokové míry) změn individuálních portfolií.

Určité rozpory mezi strukturalisty a horizontalisty vyvstávají také v otázce vazeb mezi peněžním a úvěrovým trhem. Na rozdíl od strukturalistů nepovažují horizontalisté tuto vazbu za důležitou a nezahrnují ji do své analýzy. Jedním z důvodů by mohla být vazba sazeb peněžního trhu na úrokové sazby centrální banky. Např. v České republice se sazby peněžního trhu (až na výjimečné situace, jako např. období po pádu Lehman Brothers) drží většinou v koridoru vymezeném diskontní a lombardní sazbou ČNB.

Dále je možné na podporu postoje horizontalistů argumentovat kritikou Obrázků 3.3 a 3.4. Ty krom trhu úvěrů znázorňují i peněžní trh s klesající křivkou poptávky po peněžích. Musíme si však uvědomit, že na svislé ose je zachycena úroková sazba na

peněžním trhu (na rozdíl od převládající učebnicové praxe, kdy se na vertikální ose vynáší úroková míra jiného aktiva, než jsou peníze). Křivka poptávky po penězích by proto měla být rostoucí. Posun křivky nabídky úvěrů vpravo, který na jednu stranu snižuje úrokovou sazbu na tomto trhu (viz Obrázek 3.3), by tak vedl k růstu úrokové sazby na peněžním trhu, což by zpětně působilo na nárůst úrokové sazby na trhu úvěrů. Celkový dopad na trh úvěrů je tudíž, co se úrokové sazby týče, přinejmenším nejednoznačný. Navíc se změny na peněžním trhu bezprostředně projeví pouze na těch úvěrech, jejichž úroková sazba je přímo navázána na sazbu peněžního trhu.

4.2.5. POLITIKA CENTRÁLNÍ BANKY

Pozice horizontalistů je v této oblasti zcela jasná. Centrální banka upravuje měnověpolitickou sazbu podle své reakční funkce (Moore, 1991 b), někdy je zmiňován také životní elán (animal spirits, (Moore, 2006)), tzn., že tato sazba je ovlivněna očekávanými centrální banky ohledně budoucího stavu ekonomiky. Reakční funkce popisuje rozhodování centrální banky v otázce „jak a o kolik upravit úrokové sazby v reakci na změny ekonomických podmínek“ (Moore, 1991 b, str. 406). Cílem centrální banky je dosáhnout požadované úrovně vybraných ekonomických ukazatelů, např. cenové stability, nízké nezaměstnanosti či určitého měnového kurzu apod. To, že centrální banka administrativně rozhoduje o měnověpolitické úrokové sazbě, tj. že je tato sazba exogenní, neznamená, že by ji mohla měnit zcela libovolně. Možnosti centrální banky budou v tomto směru omezeny řadou faktorů, ale i tak zde bude určitý interval, v rámci něhož bude mít CB volnou ruku.

Naproti tomu strukturalisté (tradičně) zmiňují preferenci likvidity centrální banky. V této souvislosti bych však chtěl položit několik otázek. Ačkoliv je preference likvidity chápána jako faktor, který vstupuje do reakční či behaviorální funkce (nejen) centrální banky, je s podivem, že za situace, kdy preference likvidity bank a nebankovních subjektů roste (např. v recesi), preference likvidity centrální banky by naopak měla klesat. Za druhé, je vůbec možné – alespoň v uzavřené ekonomice – aby byla centrální banka nelikvidní? Pokud ne (odhlédneme-li od dnes běžného cíle cenové stability, může CB vždy „vytisknout“ další peníze), má v případě centrální banky smysl hovořit o preferenci likvidity?

5 ZÁVĚR

Výše představené přístupy k reinterpetaci strukturalismu a horizontalismu do obecnějšího teoretického rámce jsou pro postkeynesovskou teorii peněz nepochybně přínosné, jejich potenciál pro dosažení určitého konsenzu ohledně obecné teorie peněžní endogenity však vnímám odlišně. K Fontanově snaze o reinterpetaci mám totiž poměrně vážné výhrady. Domnívám se, že Fontana klade až příliš velký důraz na grafické znázornění, které by bylo konzistentní s oběma přístupy k endogenitě, přičemž důležitější rozpory mezi strukturalismem a horizontalismem zůstávají v pozadí. Zdůrazňování tvaru křivky nabídky úvěrových peněz bohužel poznamenává většinu výměn názorů mezi příslušníky obou táborů. Zde nemohu než souhlasit se Sheilou Dowovou (Dow S. C., 2006), která vnímá grafická znázornění pouze jako pomocný nástroj analýzy.

Zejména ale nesouhlasím s tím, že by veškeré (důležitější) rozdíly mezi strukturalismem a horizontalismem bylo možné vysvětlit na základě odlišných předpokladů o stabilitě očekávání ekonomických subjektů. Také Marc Lavoie (Lavoie, 2006) považuje Fontanovo tvrzení, že horizontalismus je limitován na analýzu jednoho období, mimo rámec reakční funkce centrální banky za naprosto chybné. Přístup k reinterpetaci strukturalismu a horizontalismu do obecnější teorie, prezentovaný v kapitole 4.2, však vnímám jako mnohem slibnější.

První podstatnou výhodou tohoto přístupu je míra detailu, s jakou jsou rozdíly mezi horizontalismem a strukturalismem zkoumány. Jak jsme měli možnost přesvědčit se výše, ukazuje tato detailní analýza, že stávající neshody mezi oběma pojetími endogenity peněz spočívají v:

- odlišném pohledu na podobu přidělování úvěrů
- změnami rizikové premie v průběhu hospodářského cyklu
- vazbami mezi finančními trhy a úvěrovým trhem
- reakcí centrální banky na poptávku bank po rezervách

Při bližším pohledu na jejich podstatu jsem došel k závěru, že pouze druhý a částečně třetí rozdíl jsou velmi závažné. Za situace, kdy se obě strany shodnou na tom, že banky přidělují úvěry a žadatelům o úvěr s různým stupněm rizika nabídnou odlišné úrokové sazby, nepovažuji konkrétní podobu přidělování úvěrů za oblast, kterou by se teorie

peněžní endogenity musela explicitně zabývat. Navíc je možné, že konkrétní praxe bank se v průběhu času mění, např. díky finančním inovacím. Rovněž mohou banky k přidělování úvěrů přistupovat odlišně v různých zemích (toto je ale nepodložená hypotéza). Každopádně bych otázku, zda banky přidělují úvěry převážně na základě cenových, anebo necenových kritérií, ponechal příslušným empirickým studiím a samostatným teoriím.

Dále mám za to, že ani rozpory ohledně postoje centrální banky k poptávce bank po rezervách nejsou příliš opodstatněné, neboť vyplývají z nedostatečného zdůraznění, zda je diskutován bankovní systém jako celek, anebo individuální banka.

Stejně tak vazby mezi peněžním a úvěrovým trhem, jak je naznačeno výše, jsou omezené. Strukturalisté, ačkoliv správně na tuto vazbu poukazují, ji dle mého názoru poněkud přeceňují (nehledě na určité pochybnosti, které ohledně jejich analýzy, jak byla prezentována výše, mám). Na druhou stranu její úplné opomíjení ze strany horizontalistů také nepovažuji za šťastné. Každopádně je to právě vliv centrální banky na sazby peněžního trhu, který tento rozdíl mezi strukturalisty a horizontalisty zmírňuje.

Naproti tomu u vazeb mezi úvěrovým trhem a finančními trhy (obecně) jsou rozdíly mezi strukturalisty a horizontalisty dosti hluboké, což jasně dokládají diskuse spojené s Moorovým konceptem konvenčního půjčování (jimž byl v tomto článku věnován jen malý prostor).

Velmi závažný je také rozdíl druhý. Domnívám se, že zde je opravdu potřeba, např. formou empirických studií, zjistit, zda se riziková prémie v průběhu hospodářského cyklu systematicky mění či nikoliv. Vzhledem k existenci zejména tohoto rozporu považuji prozatím možnost reinterpretace strukturalismu a horizontalismu do obecnější teorie za nereálnou. Nutno ovšem podotknout, že situace je v porovnání se začátkem 90. let vůči reinterpretaci mnohem příznivější, neboť díky výměně názorů mezi strukturalisty a horizontalisty již byly některé názorové neshody vyjasněny. Na druhou stranu se ale horizontalisté, kteří poukazují na to, že rozdíly v přístupech k peněžní endogenitě jsou menší, než se obecně soudí, zatím nesečkali s příliš kladnou (pokud vůbec nějakou) odezvou ze strany strukturalistů. Např. Sheila Dowová (Dow S. C., 2006) v reakci na (Lavoie, 2006) trvá na tom, že se přírážka k sazbě centrální banky v průběhu hospodářského cyklu mění procyklicky.

Celkově mám za to, že vzájemné rozpory postkeynesovců ohledně teorie peněžní endogenity dosti ztěžují jakýkoliv konstruktivní dialog s ekonomy hlavního proudu. Ten je přitom nezbytnou podmínkou pro to, aby teorie endogenní nabídky peněz mohla být přijímána i mimo rámec postkeynesovské ekonomie.

LITERATURA

Arestis, P., & Howells, P. (2002). The 'Great Inflation', 1520–1640: Early Views on Endogenous Money. V Arestis, Desai, & Dow, *Money, Macroeconomics and Keynes: Essays in honour of Victoria Chick* (Sv. 1, str. 4–13). Routledge.

Cottrell, A. (1992). *Post Keynesian Monetary Economics: A Critical Survey*. Získáno 8. 1. 2008, z http://ricardo.ecn.wfu.edu/~cottrell/old_papers/pkme.pdf

Davidson, P. (2005). *The Post Keynesian School*. Získáno 8. 1. 2008, z <http://bus.utk.edu/econweb/davidson/vanemssword2pd.pdf>

Dow, S. C. (1997). Endogenous Money. V Harcourt, & Riach, *A 'Second Edition' of The General Theory* (Sv. 2, str. 61–78). Routledge.

Dow, S. C. (2006). Endogenous money: structuralist. V P. Arestis, & M. Sawyer, *A handbook of alternative monetary economics* (str. 35–51). Edward Elgar.

Dow, S. C. (1996). Horizontalism: a critique. *Cambridge Journal of Economics* , 20 (4), str. 497–508.

Dow, S., & Rodríguez-Fuentes, C. (1998). The political economy of monetary policy. V P. Arestis, & M. C. Sawyer, *The political economy of central banking* (str. 1–19). Edward Elgar.

Fontana, G. (2003). Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation. *Review of Political Economy* , 15 (3), str. 291–314.

Fontana, G. (2004). Rethinking Endogenous Money: A Constructive Interpretation of the Debate between Horizontalists and Structuralists. *Metroeconomica* , 55 (4), str. 367–385.

- Goodhart, C. (1989). Has Moore become too horizontal? *Journal of Post Keynesian Economics* , 12 (1), str. 29–34.
- Goodhart, C. (1991). Is the concept of an equilibrium demand for money meaningful? A reply to “has the demand for money been mislaid?”. *Journal of Post Keynesian Economics* , 14 (1), str. 134–136.
- Chick, V. (1995 [1986]). The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest. V M. Musella, & C. Panico, *The Money Supply in the Economic Process: A Post Keynesian Perspective* (str. 412–427). Edward Elgar.
- Keynes, J. M. (1937 a). Alternative Theories of the Rate of Interest. *The Economic Journal* , 47 (186), str. 241–252.
- Keynes, J. M. (1963). *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. Nakladatelství Československé akademie věd.
- Keynes, J. M. (1937 b). The “Ex-Ante” Theory of the Rate of Interest. *The Economic Journal* , 47 (188), str. 663–669.
- Keynes, J. M. (1937 c). The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics* , 51 (2), str. 209–223.
- Lavoie, M. (2006). Endogenous money: accommodationist. V P. Arestis, & M. Sawyer, *A handbook of alternative monetary economics* (str. 17–34). Edward Elgar.
- Moore, B. J. (1989). A simple model of bank intermediation. *Journal of Post Keynesian Economics* , 12 (1), str. 10–28.
- Moore, B. J. (1988). Endogenous money: Concluding comments. *Journal of Post Keynesian Economics* , 10 (3), str. 398–400.
- Moore, B. J. (1991 a). Has the demand for money been mislaid? A reply to “has Moore become too horizontal?”. *Journal of Post Keynesian Economics* , 14 (1), str. 125–133.
- Moore, B. J. (1991 b). Money supply endogeneity: “reserve price setting” or “reserve quantity setting”? *Journal of Post Keynesian Economics* , 13, str. 404–413.

- Moore, B. J. (2006). *Shaking the Invisible Hand: Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates*. Palgrave Macmillan.
- Palley, T. I. (1991). The endogenous money supply: consensus and disagreement. *Journal of Post Keynesian Economics* , 13 (3), str. 397–403.
- Pollin, R. (1991). Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. *Journal of Post Keynesian Economics* , 13 (3), str. 366–396.
- Rochon, L.-P. (2001). Horizontalism: Setting the Record Straight. V L.-P. Rochon, & M. Vernengo, *Credit, interest rates, and the open economy* (str. 31–65). Edward Elgar.
- Sojka, M. (1999). *John Maynard Keynes a současná ekonomie*. Grada.
- Sojka, M. (2002). *Postkeynesovská teorie peněz, peněžní a úvěrová politika a postavení centrální banky*. Získáno 9. 1. 2008, z http://ies.fsv.cuni.cz/storage/publication/123_wp20.pdf
- Thirlwall, A. (2001). Preface. V L.-P. Rochon, & M. Vernengo, *Credit, interest rates, and the open economy: essays on horizontalism* (str. xiii–xiv). Edward Elgar.
- Wolfson, M. H. (1996). A Post Keynesian theory of credit rationing. *Journal of Post Keynesian Economics* , 18 (3), str. 443–470.
- Wray, R. L. (1992 a). Alternative Approaches to Money and Interest Rates. *Journal of Economic Issues* , XXVI (4), str. 1145–1178.
- Wray, R. L. (1992 b). Commercial banks, the central bank, and endogenous money. *Journal of Post Keynesian Economics* , 14 (3), str. 297–310.

IES Working Paper Series

2009

1. František Turnovec : *Fairness and Squareness: Fair Decision Making Rules in the EU Council?*
2. Radovan Chalupka : *Improving Risk Adjustment in the Czech Republic*
3. Jan Průša : *The Most Efficient Czech SME Sectors: An Application of Robust Data Envelopment Analysis*
4. Kamila Fialová, Martina Mysíková : *Labor Market Participation: The Impact of Social Benefits in the Czech Republic*
5. Kateřina Pavloková : *Time to death and health expenditure of the Czech health care system*
6. Kamila Fialová, Martina Mysíková : *Minimum Wage: Labour Market Consequences in the Czech Republic*
7. Tomáš Havránek : *Subsidy Competition for FDI: Fierce or Weak?*
8. Ondřej Schneider : *Reforming Pensions in Europe: Economic Fundamentals and Political Factors*
9. Jiří Witzany : *Loss, Default, and Loss Given Default Modeling*
10. Michal Bauer, Julie Chytilová : *Do children make women more patient? Experimental evidence from Indian villages*
11. Roman Horváth : *Interest Margins Determinants of Czech Banks*
12. Lenka Štátná : *Spatial Interdependence of Local Public Expenditures: Selected Evidence from the Czech Republic*
13. František Turnovec : *Efficiency of Fairness in Voting Systems*
14. Martin Gregor, Dalibor Roháč : *The Optimal State Aid Control: No Control*
15. Ondřej Glazar, Wadim Strielkowski : *Turkey and the European Union: possible incidence of the EU accession on migration flows*
16. Michaela Vlasáková Baruníková : *Option Pricing: The empirical tests of the Black-Scholes pricing formula and the feed-forward networks*
17. Eva Ryšavá, Elisa Galeotti : *Determinants of FDI in Czech Manufacturing Industries between 2000-2006*
18. Martin Gregor, Lenka Štátná : *Mobile criminals, immobile crime: the efficiency of decentralized crime deterrence*
19. František Turnovec : *How much of Federalism in the European Union*
20. Tomáš Havránek : *Rose Effect and the Euro: The Magic is Gone*
21. Jiří Witzany : *Estimating LGD Correlation*
22. Linnéa Lundberg, Jiri Novak, Maria Vikman : *Ethical vs. Non-Ethical – Is There a Difference? Analyzing Performance of Ethical and Non-Ethical Investment Funds*
23. Jozef Barunik, Lukas Vacha : *Wavelet Analysis of Central European Stock Market Behaviour During the Crisis*
24. Michaela Krčilková, Jan Zápal : *OCA cubed: Mundell in 3D*
25. Jan Průša : *A General Framework to Evaluate Economic Efficiency with an Application to British SME*
26. Ladislav Kristoufek : *Classical and modified rescaled range analysis: Sampling properties under heavy tails*
27. Natálie Švarcová, Petr Švarc : *Diffusion Processes on Complex Networks*

28. Goran Serdarević, Petr Teplý : Efficiency of EU Merger Control in the 1990-2008 Period
29. Jiri Novak, Dalibor Petr : *Empirical Risk Factors in Realized Stock Returns*
30. Karel Janda, Eva Michalíková, Věra Potácelová : *Vyplácí se podporovat exportní úvěry?*
31. Karel Janda, Jakub Mikolášek, Martin Netuka : *The Estimation of Complete Almost Ideal Demand System from Czech Household Budget Survey Data*
32. Karel Janda, Barbora Svárovská : *Investing into Microfinance Investment Funds*

2010

1. Petra Benešová, Petr Teplý : *Main Flaws of The Collateralized Debt Obligation's Valuation Before And During The 2008/2009 Global Turmoil*
2. Jiří Witzany, Michal Rychnovský, Pavel Charamza : *Survival Analysis in LGD Modeling*
3. Ladislav Kristoufek : *Long-range dependence in returns and volatility of Central European Stock Indices*
4. Jozef Barunik, Lukas Vacha, Miloslav Vosvrda : *Tail Behavior of the Central European Stock Markets during the Financial Crisis*
5. Onřej Lopusník : *Různá pojetí endogenity peněz v postkeynesovské ekonomii: Reinterpretace do obecnější teorie*

All papers can be downloaded at: <http://ies.fsv.cuni.cz>

