

MONETÁRNÍ POLITIKA EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY A JEJÍ TEORETICKÁ VÝCHODISKA POHLEDEM POSTKEYNESOVSKÉ EKONOMIE

Milan Sojka*

„Do té míry, v níž jsou ignorovány a podceňovány relevantní empirické opory makroekonomie či je jejich analýza relativně nákladná, je teorie ponechána v zajetí módy, přičemž jsou matematická elegance a intelektuální důmysl oceňovány výše než praktická relevance...”

(Goodhart, 2002, s. 22)

Úvod

V diskusích o možných pozitivních a negativních důsledcích vstupu České republiky do Hospodářské a měnové unie a přijetí eura se argumenty zdůvodňující pozdější přijetí eura zaměřují zejména na možné negativní dopady tohoto rozhodnutí, protože znamená, že se ČR vzdává své národní monetární a kurzové politiky. Méně již jsou diskutovány možné důsledky monetární politiky Evropské centrální banky pro relativně méně vyspělé členské země EU. Přitom přílišné antiinflační zaměření monetární politiky ECB v kontextu maastrichtských kritérií vytváří nebezpečí zpomalování reálné konvergence méně vyspělých členských zemí EU.

Obavy, že v současných podmínkách by vstup do EMU mohl skutečně negativně ovlivnit reálnou konvergenci české ekonomiky i ostatních méně vyspělých členských zemí EU, nejsou neodůvodněné. Monetární politika ECB je postavena stejně jako politika ČNB na cílování inflace¹ vycházející z „nového konsensu“ teoreticky zdůvod-

* Tento článek vznikl za finanční podpory výzkumného záměru PEF MZLU v Brně č. MSM 6215648904 pod názvem Česká ekonomika v procesech integrace a globalizace a vývoj agrárního sektoru služeb v nových podmínkách evropského integrovaného trhu.

1 Cílování inflace je v podstatě založeno na „jemném doladování agregátní poptávky“, jehož východiskem mají být dostatečně přesné ekonometrické prognózy makroekonomického vývoje. S rozvojem současné finanční krize a hospodářské recese hrozící přechodem do hluboké deprese přestávají být ekonometrické modely schopny dostatečně předvídat budoucí vývoj a cílování inflace tak přestává být použitelné. Za takto nestabilních a nejistých podmínek, kdy nejsme schopni odhadovat možnou hloubku poklesu HDP, vývoj nezaměstnanosti ani vývoj dalších makroekonomických veličin, by cílování inflace mělo být opuštěno či alespoň podstatně modifikováno.

něného novou keynesovskou ekonomikou. To bylo dlouhodobě spojeno s výrazným antiinflačním zaměřením monetární politiky ECB, která je navíc vybavena vysokou mírou nezávislosti při sledování měnových cílů. Přílišné soustředění se na boj s inflací spojené s úsilím zvyšovat krátkodobé úrokové sazby může zkomplikovat přístup malých a středních firem k úvěrům, zdražovat hypotéky i spotřební úvěry domácnostem. Důsledkem by pak bylo zpomalování hospodářského růstu, což může mít zvláště negativní dopad na méně vyspělé členské země, případně regiony EU.

Argumentace je založena na posouzení zákonného rámce, kterým je postavení ECB i jejích cílů vymezeno, na rozboru teoretických východisek, z nichž monetární politika ECB vychází, a na existenci asymetrie mezi monetární a fiskální politikou na úrovni EU jako celku.

Cílem článku je posoudit z pohledu postkeynesovské ekonomie, nakolik je obava ze zpomalování procesu reálné konvergence méně vyspělých členských zemí EU v důsledku monetární politiky ECB a maastrichtských kritérií reálnou hrozbou a zda jí má smysl brát v úvahu při rozhodování o vstupu do EMU. Metodologickým základem argumentace předložené v článku je postkeynesovská ekonomie, zejména moderní postkeynesovská teorie peněz vycházející z relativní endogenity nabídky peněz, jež je v současnosti nejvýznamnější alternativou vůči teorii peněz hlavního proudu ekonomie.

První část článku je věnována krátkému výkladu základních principů postkeynesovské teorie peněz a jejích závěrů pro postavení centrální banky a její monetární politiku. Ve druhé části se zabývám zákonným rámcem vymezujícím postavení ECB a teoretickými východisky monetární politiky založené na cílování inflace. V této souvislosti se zaměřuji na postkeynesovskou kritiku „nového konsensu“ a jeho teoretických východisek v nové keynesovské ekonomii. Ve třetí části článku se snažím ukázat, v čem spočívají potenciální negativní dopady monetární politiky ECB a co z toho vyplývá pro vstup ČR a dalších méně vyspělých členských zemí EU do EMU a přijetí eura. Dále se zde věnuji postkeynesovské alternativě.

1. Postkeynesovská peněžní teorie

Postkeynesovská peněžní teorie (viz např. Arestis, 1992; Lavoie, 1993; Rousseas, 1986; Rochon, Rossi, 2004), která v článku slouží jako základ hodnocení postavení ECB a její monetární politiky, vznikla v 70. letech 20. století jako kritická reakce na monetaristickou kontrarevoluci přinášející skutečně pádné argumenty vůči monetaristické teorii i jejím závěrům pro hospodářskou politiku. Na přelomu 20. a 21. století se již rozvinula do podoby plnohodnotné alternativy vůči peněžní teorii neoklasického i nového keynesovského směru v ekonomii hlavního proudu.

V postkeynesovské peněžní teorii výroby, která chápe kapitalistickou tržní ekonomiku jako vnitřně nestabilní a svou povahou nerovnovážnou, hraje významnou úlohu finanční instituce, které by se měly stát významným nástrojem stabilizace finančního sektoru i celé ekonomiky. Postkeynesovští ekonomové považují peníze v souladu s Johnem Maynardem Keynesem za důležitou instituci, která hraje významnou roli jako nástroj překonávání nejistoty. Jsou pro ně nástrojem přenášení minulých a současných hodnot do budoucnosti. Významný americký postkeynesovský ekonom Paul Davidson je v tomto smyslu charakterizuje jako „jednosměrný stroj času“ přenášející hodnoty aktiv i pasiv denominované v penězích z minulosti a současnosti do budoucnosti (např. Davidson, 1978).

V rámci tohoto přístupu hraje zásadní úlohu úvěr. Podle postkeynesovské teorie peněz jsou peníze vedeny úvěry a determinovány poptávkou po nich (Dow, Rodríguez-Fuentes, 1998, s. 7). Teze, že peníze jsou determinovány poptávkou po úvěrech, znamená, že v pojetí postkeynesovců je poptávka po úvěrech zdrojem nabídky peněz, které jsou v průběhu hospodářského cyklu endogenním způsobem buď vytvářeny (v průběhu konjunktury), nebo destruovány (během recese). Teze, že jsou peníze vedeny úvěry, vyjadřuje způsob, jímž jsou peníze prostřednictvím procesu úvěrové kreace vytvářeny v reakci na vývoj poptávky po úvěrech vyvolaný investičními záměry či zvýšením poptávky po oběžném kapitálu a destruovány v případě poklesu poptávky po úvěrech. Tyto teze jsou východiskem teorie endogenní povahy nabídky peněz, podle níž jsou peníze vytvářeny a destruovány v reakci na změny agregátní poptávky a s ní související poptávky po úvěrech.

V původní, zjednodušené podobě známé jako horizontalismus (Kaldor, 1980, Kaldor, 1982, Weintraub, 1978, Moore, 1988, Moore, 2006 a další) jsou komerční banky pojmány jako ekonomické subjekty, které stanovují cenu (úrokové míry) a jsou příjemci množství úvěrů, které z určité výše úrokové míry vyplývají díky jejímu vlivu na poptávku po úvěrech. Komerční banky stanovují úrokové míry tak, že si k diskontní sazbě určené centrální bankou stanovují přírážku umožňující pokrytí jejich nákladů a zajišťující zisk. Nabízené množství peněz je pak determinováno poptávkou po úvěrech. V této teoretické koncepci se chování bankovního sektoru interpretuje jako velmi pasivní a role centrální banky je pojmána poměrně zjednodušeně. Centrální banka může ovlivňovat ekonomiku pomocí stanovení diskontní sazby, která je chápána jako exogenní proměnná monetární politiky sloužící ke spoluutváření úrokových měr. Za těchto podmínek poptávka po penězích automaticky vytváří odpovídající nabídku peněz a vzniká svého druhu „perpetuum mobile“. Chceme-li znázornit nabídku peněz na obvyklém grafu, kde na ose x měříme množství peněz a na ose y vyjadřujeme úrokovou míru, odpovídá výše uvedená endogenita nabídky peněz horizontální linii² (nabídka peněz je chápána jako absolutně elastická). Centrální banka v tomto pojetí plní úlohu věřitele poslední instance a měla by podle jejích představitelů uskutečňovat akomodativní monetární politiku zohledňující co nejnižší míry nezaměstnanosti a podporující hospodářský růst (Kaldor, 1980).

V současnosti je v postkeynesovské peněžní teorii horizontalismus obvykle považován za jakési první přiblížení k endogenitě nabídky peněz. Stále však ho zastává určitá menšina postkeynesovců. Například Basil Moore zastává tento názor i ve své poslední knize, zahrnul však do výkladu mnohem realističtější výklad chování komerčních bank spojeného s posuzováním žadatelů o úvěry podle rizik a přidělování úvěrů (Moore, 2006, s. 205 a násl.).

Podle postkeynesovské peněžní teorie výroby je aplikace monetaristické monetární politiky spojena s velmi nákladným způsobem potlačování inflace, protože brání tomu, aby ekonomika obdržela od bankovního sektoru dostatečnou likviditu. Taková politika způsobuje zvyšování úrokových měr a její „účinnost“ je založena na snižování poptávky firem i domácností po úvěrech a tím snižování těch složek agregátní poptávky, které jsou citlivé na úrokovou míru.

2 V pojetí postkeynesovských horizontalistů vlastně reálně žádná křivka nabídky peněz neexistuje. Reálná je pouze křivka poptávky po penězích odvozená z poptávky po úvěrech a linie nabídky peněz vzniká pouze jako spojnice určité výše úrokové míry a jí odpovídajícího bodu na křivce poptávky po penězích.

Podle soudobých postkeynesovských autorů teorie relativní endogenity peněz (Dow, Rodríguez-Fuentes, 2002; Lavoie, 2004; Monvoison, Rochon, 2006; Palley, 2006; Wrey, 1990 aj.), existují určité meze úvěrové kreace. Jsou dány chováním centrální banky i chováním komerčních bank, které posuzují úvěruschopnost žadatelů o úvěr a úvěry přidělují. V tomto přístupu hraje centrální banka mnohem aktivnější roli i při existenci endogenní povahy nabídky peněz. Monetární politika podle zastánců této koncepce nezahrnuje pouze „tradiční“ nástroje (operace na volném trhu, stanovení povinných rezerv, diskontní sazbu apod.), ale též administrativní regulační nástroje (bankovní regulaci a dohled). Podle nich dokonce dochází k tomu, že se význam „tradičních“ (tzv. kvantitativních) nástrojů monetární politiky snižuje a naopak roste úloha administrativních či kvalitativních nástrojů při stabilizaci bankovního sektoru. V učebnicových verzích ekonomie hlavního proudu však zpravidla nejsou tyto administrativní nástroje chápány jako součást monetární politiky, ani nejsou považovány za pozitivní činitel, jenž může podpořit poskytování úvěrů tím, že zvyšuje důvěru ve fungování finanční soustavy (Dow, Rodríguez-Fuentes, 1998, s. 3).

Teorie relativní endogenity peněz bere v úvahu vzájemné vztahy mezi centrální bankou a komerčními bankami a komerčními bankami a firmami, které teorie absolutní endogenity peněz původně nebrala v úvahu. Komerční banky vyhodnocují riziko spojené s poskytováním úvěrů různým žadatelům na základě jejich úvěruschopnosti a stanoví při vyšším riziku vyšší úrokové míry. Jestliže riziko přesáhne přijatelnou míru, přestanou být banky ochotny poskytnout úvěr při jakkoli vysoké úrokové míře. Za této situace dochází k přidělování úvěru. Existuje strop úrokových měr, nad jehož úrovní se již žádné úvěry neposkytují (Stiglitz, Weiss, 1981; Wray, 1992; Wolfson, 1996).

Za těchto podmínek (zvláště v tom případě, když centrální banka uplatňuje obvyklou restriktivní monetární politiku ve snaze potlačit inflaci) začne být nabídka úvěrů méně a méně elastická a její elasticita může klesnout až k nule (Minsky, 1982, s. 107).

Podle postkeynesovské teorie lze vytvořit peníze třemi způsoby. První je založen na skutečnosti, že výroba je časově náročná a v důsledku toho je nutné financovat nákupy vstupů dříve, než se prodají výstupy. V důsledku toho se peníze vytvářejí společně s nově poskytnutými úvěry. V dynamické peněžní ekonomice výroby, což je pojem používaný mnoha postkeynesovskými ekonomy pro kapitalistickou tržní ekonomiku, vzniká úvěr proto, aby usnadnil výrobu a další činnosti firem a nákupy spotřebních statků dlouhodobé spotřeby domácnostmi. V takové ekonomice jsou peníze vytvářeny jako důsledek úvěrových toků (Eichner, Kregel 1975).

Za těchto okolností hrají instituce, které úvěry poskytují, zásadní úlohu, a proto bychom měli pečlivě analyzovat jejich chování. I když bychom měli úvěr považovat za běžnou záležitost, může docházet k nesprávné alokaci úvěrů, což je typické pro případy spekulativního chování v podmínkách nejistoty. Nesprávná alokace úvěrů a následná neschopnost firem či domácností je splácet je základem vzniku finanční krize.

Druhý způsob spočívá ve finančních operacích a operacích na volném trhu prováděných centrální bankou. Centrální banka může obecně zvýšit nabídku peněz ze své vlastní iniciativy.

Třetí způsob je dán toky peněz ze zahraničí v otevřené ekonomice. Obecně vede přebytek platební bilance ke tvorbě peněz a deficit způsobuje jejich destrukci. V tomto

případě musíme brát v úvahu míru otevřenosti ekonomiky, režim měnového kurzu a chování centrální banky (Dow, 1986/87).

Peníze se vždy vytvářejí ve vzájemných interakcích mezi ekonomickými subjekty (firmami, domácnostmi, komerčními bankami a centrální bankou). Množství peněz v ekonomice je dáno rozhodováním ekonomických subjektů. Je determinováno endogenním způsobem a opatření centrální banky může být chováním ekonomických subjektů negováno. V důsledku toho není centrální banka schopna vytvářet nebo destruovat peníze přímo. Může tak činit pouze nepřímo pomocí zvyšování nebo snižování diskontních sazeb, které vede k poklesu nebo k růstu těch složek agregátní poptávky, které jsou citlivé na úrokové míry.

V postkeynesovské ekonomii hrají v těchto procesech rozhodující úlohu podnikatelé a jejich životní elán. Podnikatelé musí vytvářet svá očekávání budoucího vývoje agregátní poptávky a její struktury a na tomto základě stanovit nutné finanční nároky na investice a na nákup výrobních činitelů. Tímto způsobem určují svou poptávku po úvěrech. Centrální banka stanoví diskontní sazbu nebo krátkodobé REPO úrokové sazby a komerční banky své úvěrové míry a přitom berou v úvahu odhadované riziko a potenciální zajištění. V tomto rámci jsou banky ochotny poskytovat úvěry a tomu odpovídající poptávka po úvěrech (úvěruschopných žadatelů) způsobuje zvýšení nabídky peněz. Úrokové míry jsou nástrojem, který reguluje množství peněz v oběhu nepřímo, svým vlivem na vývoj poptávky po úvěrech. V realitě neexistuje žádný přímý transmisní mechanismus. Centrální banka stanoví diskontní sazbu, která ovlivňuje úrokové míry komerčních bank. Tyto úrokové míry spolu s vyhodnocováním úvěruschopnosti determinují poptávku po úvěrech. Nabídka peněz je dána procesy kreace nebo destrukce úvěrových peněz (Artis, Lewis, 1981, s. 9; Chick 1986).

Podle nových keynesovských a postkeynesovských teorií přidělování úvěru jsou banky ochotny poskytnout úvěr všem úvěruschopným žadatelům. „Banky zvažují riziko neschopnosti splácet úvěr u jednotlivých žadatelů a dělí je do kategorií, pro něž stanoví cenové (úrokové míry, platby spojené se zřízením úvěrové linky) a necenové podmínky, za nichž úvěr poskytnou” (Wolfson, 1996, s. 457).

Komerční banky mohou poskytování úvěrů omezovat nejen zvyšováním úrokových měr, mohou rovněž zvyšovat požadovanou hodnotu zajištění (zejména v případě nových žadatelů). Banky nejsou ochotny poskytovat úvěry automaticky ani při velmi vysokých úrokových mírách, které by byli ochotni někteří žadatelé akceptovat. Je tomu tak proto, že spekulativní poptávka po úvěrech v podmínkách asymetrických informací může způsobovat morální hazard. Někteří žadatelé o úvěry mohou být ochotni akceptovat jakkoli vysoké úrokové míry, protože vůbec nepočítali s tím, že by úvěr spláceli, jiní jsou ochotni přijmout příliš vysoké riziko (Stiglitz, Weiss 1981).

Ochota bank poskytovat úvěry se snižuje v recesích a zvyšuje v konjunkturách. Toto chování je úzce spjato s nejistotou. V průběhu recese narůstá preference likvidity a ochota bank poskytovat úvěry je spojena s mnohem přísnějším hodnocením úvěruschopnosti žadatelů. V důsledku toho je křivka nabídky úvěrů v recesi strmější než při konjunktúře (Dow, Rodríguez-Fuentes, 1998, s. 11).

Nepřímý způsob, jímž monetární politika ovlivňuje množství peněz v oběhu, z ní činí velmi problematický a nákladný nástroj k potlačování inflačních tlaků. Antiinflační politika vycházející z monetarismu zaměřená na přímou determinaci množství peněz

v oběhu ve skutečnosti působí prostřednictvím snižování poptávky po úvěrech, a tím snižování agregátní poptávky. V důsledku toho způsobuje ztráty na HDP i zaměstnanosti. Její dopady však nejsou pouze krátkodobé, svým vlivem na tempo růstu potenciálního produktu může podle postkeynesovců poškozovat ekonomiku dlouhodobě a má rovněž závažné strukturální efekty. Vysoké ztráty jsou způsobeny tím, že se reálná ekonomika přizpůsobuje množstevně a převažují v ní důchodové efekty. To vyžaduje, aby byly změny úrokové míry významné, mají-li ovlivnit chování ekonomiky a dosáhnout požadovaných cílů v boji s inflací.

Podle postkeynesovské ekonomie je hlavním problémem antiinflační politiky doporučované monetarismem, ale i v případě „nového konsensu“, chybná diagnóza příčin inflace, protože ji považují za převážně poptávkovou. Tomu odpovídá i doporučovaná terapie. Po druhé světové válce jsou však inflační tlaky ve vyspělých kapitalistických tržních ekonomikách téměř výlučně způsobovány růstem mzdových nebo energetických nákladů. Inflace tažená poptávkou se stala velmi výjimečnou záležitostí. Monetární politika je naprosto nevhodným nástrojem k potlačování nákladové inflace. Inflaci snižuje velmi neefektivně a je spojena s vysokými náklady, které se projevují v krátkém i v dlouhém období.

Cílování inflace založené na „novém konsensu“ vycházejícím z nové keynesovské ekonomie představuje pro monetární politiku mnohem sofistikovanější teoretický rámec. Základní mechanismus boje s inflací však je do značné míry poznamenán určitými pozůstatky monetarismu. Pokusy přímo stanovit nabídku peněz sice byly vzhledem k jejich zjevné neúspěšnosti opuštěny a nástrojem ovlivňování agregátní poptávky se staly přímo krátkodobé úrokové sazby, avšak diagnóza inflace je i nadále v podstatě shodná s monetarismem. Inflační cíle se však dosahují změnami krátkodobých úrokových sazeb. Cílování inflace můžeme v souladu s tím charakterizovat jako politiku „jemného doladování agregátní poptávky“ (Fontana, Palacio-Vera, 2006, s. 49).

2. Evropská centrální banka, její postavení a úloha monetární politiky

Nyní se zaměřím na dvě základní oblasti kritických výhrad týkajících se ECB, jejího postavení a jí prováděné monetární politiky, které se objevují v současné postkeynesovské literatuře. Nejdříve se zaměřím na problém přílišné nezávislosti ECB dané jejím statutem a Amsterodamskou smlouvou. Následně se budu zabývat teoretickými základy cílování inflace v nové keynesovské ekonomie a jejich kritickým hodnocením v postkeynesovské literatuře.

2.1 Statut ECB a její postavení

Monetaristický experiment skončil naprostým neúspěchem, avšak dodnes můžeme identifikovat v peněžní teorii ekonomie hlavního proudu jeho dědictví. Je to patrné jak v představě o postavení centrální banky jako nezávislé instituce, tak v úvahách o efektivnosti monetární politiky. Je tomu tak i přesto, že je doba, kdy byl monetarismus teoretickým zdrojem monetární politiky usilující o přímé stanovení peněžních agregátů jako nástroje potlačování inflace a stabilizace ekonomiky, již

definitivně za námi.³ Zejména jde o pojetí nezávislosti centrální banky jako instituce, která má sledovat především měnové cíle (zabezpečovat neinflační vývoj ekonomiky).

Vytvoření takové nezávislé „bankovní moci“, která je ze zákona odpovědná pouze sama sobě, je v demokratické společnosti značně problematické. V tomto smyslu se mluví o významném „demokratickém deficitu“. Podíváme-li se na postavení centrální banky jinými než monetaristickými očima, stává se nezávislost centrální banky neudržitelnou.

Jak jsem se již zmínil v první části článku, má teorie endogenní povahy nabídky peněz závažné důsledky pro postavení centrální banky i pro formulaci její monetární politiky v soudobé vyspělé kapitalistické tržní ekonomice. V tomto přístupu je rychlost obrátu peněžní jednotky nestálá a příčinné vztahy nevedou od peněžní báze k množství peněz v oběhu, nýbrž obráceně. Za těchto podmínek není centrální banka schopna determinovat množství peněz v oběhu přímo. Může ho pouze ovlivňovat nepřímo prostřednictvím změn úrokových sazeb.

Podle postkeynesovské teorie je účinnost monetární politiky omezená a přináší asymetrické důsledky. Obvykle je mnohem účinnější restriktivní politika, předpokládá ovšem významné zvýšení úrokových sazeb, převažují však u ní negativní důsledky. Její schopnost potlačit inflaci je krátkodobá a je spojena s významnými krátkodobými i dlouhodobými reálnými náklady. Centrální banky disponují účinnými nástroji, kterými mohou snížit likviditu bankovního sektoru. Naštěstí tyto nástroje používají výjimečně. Obvykle se přece jenom snaží spíše vyhovět rostoucí poptávce po úvěrech a poskytují potřebné rezervy bankovní soustavě (je-li třeba i za penalizujících podmínek). Centrální banka by měla sloužit především jako věřitel poslední instance, protože kdyby odmítla tuto funkci plnit, mohlo by to ohrozit likviditu celé bankovní soustavy. Pak by mohla tato situace snadno přerůst do bankovní krize nebo recese (konec konců něco takového nastalo v ČR v roce 1997).

V postkeynesovské ekonomii není centrální banka schopna kontrolovat množství peněz v ekonomice přímo. To je dáno minulými rozhodnutími ekonomických subjektů, která se týkají úvěrů. Z endogenní povahy nabídky peněz vyplývá, že v ekonomice nemůže vzniknout přebytečná nabídka peněz, protože při splácení úvěrů dochází k destrukci bankovních peněz. Inflace není v tomto pojetí peněžní jev, jedná se o peněžní projev nerovnováhy v ekonomice vyvolané zejména nákladovými tlaky (mzdové požadavky odborů, ceny ropy apod.). Poptávkou tažená inflace může vznikat jen výjimečně v důsledku přehřáté konjunktury nebo díky příliš vysoké poptávce státu dané zvláštními okolnostmi (válka apod.).

Centrální banka může podle postkeynesovské monetární teorie ovlivnit chování komerčních bank a podmínky, za nichž poskytují úvěry pomocí tradičních nástrojů (diskontní sazba, operace na volném trhu, věřitel poslední instance aj.) a dalšími nástroji označovanými někdy jako administrativní nebo kvalitativní, mezi něž patří bankovní regulace a bankovní dohled. S tím, jak se postupně snižuje účinnost tradičních nástrojů, získávají na významu pro zajištění stability bankovního sektoru a pro stabilizaci kapitalistické tržní ekonomiky regulační nástroje.

V pojetí postkeynesovských ekonomů by neměla centrální banka vymezovat své cíle jen jako úzce měnové. Tyto cíle není schopna dosahovat bez vysokých nákladů

3 Dokonce i Milton Friedman, který vždy prosazoval „cílování“ množství peněz v oběhu (peněžních agregátů) jako nástroje stabilizace ekonomiky (viz tzv. Friedmanovo pravidlo), přiznal v článku publikovaném 7. června 2003 ve *Financial Times*, že „používání množství peněz jako mezicíle nebylo úspěšné“ a že si není jist, zda by i dnes tuto politiku prosazoval tak vehemenně, jak to dělal.

v podobě negativního dopadu na pokles výkonnosti ekonomiky. V tomto smyslu lze říci, že antiinflační politika založená na monetaristických doporučeních či na „novém konsensu“ může vyvolávat politický hospodářský cyklus. Z postkeynesovské teorie peněz vyplývá, že by monetární politika centrální banky měla spočívat v úsilí o stabilitu a zdravý vývoj bankovního sektoru a v poskytování dostatečné likvidity, když si to vyžaduje potřeba eliminace deflačních tlaků. V tomto pojetí nemá být centrální banka při provádění monetární politiky nezávislá. Monetární politika by měla být koordinována s ostatními opatřeními hospodářské politiky. V tomto ohledu není možno považovat nezávislé postavení ČNB vyplývající ze zákona za dostatečně odůvodněné.

Statut Evropské centrální banky a Evropské soustavy centrálních bank byl stanoven Smlouvou o Evropské unii z roku 1992 (Amsterodamská smlouva) a v Protokolu o statutu Evropské soustavy centrálních bank a Evropské centrální banky, který ji provází.

Podle Iaina Begg a Davida Greena (1998, s. 123 a násl.) byly zdrojem inspirace těchto dokumentů statut a rámec monetární politiky Bundesbanky, které vycházejí z tradic německého ordoliberalismu a z trpké německé zkušenosti s hyperinflací ve 20. letech 20. století. Závažný rozdíl mezi ECB a Bundesbankou podle nich spočívá v tom, že ECB je podstatně nezávislejší než původní Bundesbanka, protože EU na rozdíl od SRN postrádá účinné nástroje fiskální politiky.

Mandát ECB je rovněž ovlivněn pozůstatky monetarismu, které můžeme nalézt v „novém konsensu“ a jeho teoretických východiscích. Díky těmto vlivům se ECB příliš zaměřuje na stabilitu měny. To je zdůrazněno i v Maastrichtských kritériích.

Jak píše David Howarth a Peter Loedel ve své knize o ECB:

„...Bundesbanka měla velmi významný vliv na diskuse o EMU a stala se modelem pro budoucí ECB hlavně kvůli své impozantní a dlouhodobé historii bojů s inflací a díky úloze německé marky jako nejdůvěryhodnější měny v EU a kotvy mechanismu měnových kurzů ERM“ (Howarth, Loedel, 2005, s. 18).

Podle svého statutu je ECB zcela nezávislá na demokratické politické kontrole, což se stalo předmětem kritiky. Podle Smlouvy o Evropské unii musely všechny členské země EU vytvořit právní rámec vymezující obdobnou nezávislost centrální banky. Již v roce 1994 Charles Goodhart jasně ukázal, že teoretickým zdrojem nezávislosti centrálních bank a jejího zaměření na inflační cíle je myšlenka, že v dlouhém období neexistuje žádný přímý vztah mezi hospodářským růstem a inflací a že platí monetaristická teorie dlouhodobé Phillipsovy křivky formulovaná Miltonem Friedmanem, Edmundem Phelpssem a reinterpretovaná školou racionálních očekávání (Goodhart, 1994). Je vysoce pravděpodobné, že relativně nízká makroekonomická výkonnost Eurozóny na přelomu 20. a 21. století byla do určité míry mimo jiné faktory způsobena monetární politikou ECB v kombinaci s Maastrichtskými kritérii.

Ještě mnohem výraznější negativní dopady může mít tato kombinace Maastrichtských kritérií a monetární politiky ECB na reálnou konvergenci malých otevřených ekonomik nových postkomunistických členských zemí EU, ale i dalších méně vyspělých členských zemí EU.

Monetární politika ECB je založena na cílování inflace, které je zaměřeno na dosahování předem stanovených inflačních cílů. V dalším textu se zaměřím na hlavní teoretické problémy „nového konsensu“ v monetární teorii a politice, který je teoretickým základem cílování inflace.

2.2 Cílování inflace a jeho teoretická východiska v nové keynesovské ekonomii

„Nový konsensus“ v teorii peněz a monetární politiky založený na nové keynesovské ekonomii vykazuje určité (formální) podobnosti s postkeynesovskou teorií endogenity peněz. Na první pohled se zdá, že přijal za své některé základní teze postkeynesovského horizontalismu (N. Kaldor, B. Moore aj.). Krátkodobé úrokové sazby jsou považovány za hlavní nástroj monetární politiky a jsou determinovány exogenním způsobem. V důsledku exogenní determinace úrokových sazeb je nabídka peněz vytvářena endogenním způsobem. Avšak tyto styčné body ještě neznamenají, že by mezi novou keynesovskou ekonomikou a postkeynesovskou ekonomikou vznikala jakási syntéza. Zásadní metodologické i teoretické rozdíly to zcela vylučují.

Jak přesvědčivě ukázali mnozí postkeynesovští ekonomové (Lavoie, 2004; Arestis, Sawyer, 2004; Palley, 2006), jsou zde velmi významné rozdíly a „nový konsensus“ vede k odlišné monetární politice, než jaká vyplývá z postkeynesovské peněžní teorie výroby.

Podle předních soudobých představitelů peněžní teorie výroby Viktorie Monvoisinové a Louise-Philippa Rochona:

„Tento „nový konsensus“, jak se mu říká, je zajímavý, protože uznává exogenitu úrokové míry, což je klíčový charakteristický rys postkeynesovské teorie, a současně při tom uznává endogenní povahu nabídky peněz. Přesto se však významně odlišuje od postkeynesovské teorie peněz, což je dáno tím, že přijímá přirozenou úrokovou míru. Navíc i přesto, že uznává endogenní povahu nabídky peněz, zcela postrádá teorii endogenity peněz“ (Monvoisin, Rochon, 2006, s. 57).

Podle postkeynesovců se „nový konsensus“ vynořil více méně jako pragmatické řešení neúspěchu snah o přímou determinaci nabídky peněz na základě Friedmanova pravidla. Mohli bychom ho chápat jako návrat k tradičnější podobě monetární politiky keynesovského typu. Přesto však bychom ho měli interpretovat spíše jako kompromisní řešení obdobného druhu, jako byla velká neoklasická syntéza. Samozřejmě v mnohem sofistikovanější podobě.

Ve zjednodušené podobě, jež je pro mou argumentaci zcela dostačující, lze „nový konsensus“ popsat třemi rovnicemi (i když existují i modely s několika desítkami rovnic), na nichž si ukážeme hlavní rozdíly mezi novou keynesovskou teorií peněz a postkeynesovskou peněžní teorií výroby.⁴ Tento výklad založím na modelu pro uzavřenou ekonomiku použitým k tomuto účelu Phillipem Arestisem a Malcolmem Sawyerem (Arestis, Sawyer, 2004, s. 72).

$$y^s = a_0 + a_1 y_{-1}^s + a_2 (E_t y_{+1}^s) - a_3 [i - E_t(\pi_{+1})] + s_1 \quad (1.1)$$

$$\pi = b_1 y^s + b_2 \pi_{-1} + b_3 E_t(\pi_{+1}) + s_2 \quad (\text{kde } b_2 + b_3 = 1) \quad (1.2)$$

$$i = r_0 + E_t(\pi_{+1}) + c_1 y_{-1}^s + c_2 (\pi_{-1} - \pi^T) \quad (1.3)$$

kde: y^s je mezera výstupu, i je nominální úroková míra, π je míra inflace, π^T je inflační cíl, r_0 je „rovnovážná reálná úroková míra“, jež je slučitelná s nulovou mezerou výstupu, s_1 a s_2 vyjadřují stochastické šoky a E_t se vztahuje k očekáváním v čase t .

4 S výkladem založeným na modelu „nového konsensu“ a s jeho kritikou se lze v české literatuře podrobněji seznámit např. v pracích Hlédík, 2004; Arlt, Kodera, Mandel, 2006; Skořepa, Kotlán, 2006; Brůna, 2007; Beneš, Hurník, Vávra, 2008 a Mandel, Tomšík, 2008.

Rovnice (1.1) je rovnicí agregátní poptávky, v níž je meze výstupu dána minulou a očekávanou mezerou výstupu a reálnou úrokovou mírou.

Rovnice (1.2) je obdobou Phillipsovy křivky, v níž je inflace založena na současné meze výstupu a na minulé a budoucí míře inflace.

Rovnice (1.3) je pravidlo monetární politiky (obecnější výraz pro Taylorovo pravidlo), v němž je nominální úroková míra založena na očekávané míře inflace, meze výstupu, odchylce skutečné míry inflace od cílové míry inflace a na reálné úrokové míře. V této rovnici je v originálních verzích „nového konsensu“ (např. Clarida, Gall, Gertler 2000, Taylor 1988, Taylor 1993 aj.) tvorba očekávání založena na racionálních očekáváních.⁵

Podle Arestise a Sawyera:

„Rovnováha v ekonomice má v tomto přístupu tři důležité vlastnosti. První je neutralita peněz, tedy předpoklad, že cenová hladina neovlivňuje reálnou rovnováhu v dlouhém období. Druhou je neutralita inflace daná předpokladem dynamické homogenity, což znamená, že reálná rovnováha není ovlivněna tempem růstu nominálních veličin. Třetí vlastností je absence závislosti na minulém vývoji (path dependency) v těchto modelech, ať již ve vztahu ke zkušenostem s nezaměstnaností nebo co se týče investic rozšiřujících zásobu kapitálu“ (Arestis, Sawyer, 2006, s. 4).

V modelech „nového konsensu“ se formálně pracuje i s inflací tlačenu náklady, avšak závěry pro monetární politiku jsou vyvozovány, jako by byla relevantní pouze inflace tažená poptávkou. To, že peníze v nich nejsou v krátkém období neutrální, je dáno pomalým přizpůsobováním nominálních a reálných veličin, což je charakteristický rys mikroekonomických základů nové keynesovské ekonomie, jako jsou náklady jídelníčku G. Mankiwa, efektivnostní mzdy, teorie implicitních kontraktů a podobné teoretické koncepce zdůvodňující nepružnost cena a mezd. V dlouhém období však kvantitativní teorie peněz a z ní vyplývající neutralita peněz i nadále platí. Cílování inflace ve skutečnosti předpokládá, že jsou pro ekonomický vývoj škodlivé i nízké míry inflace a že jsou velmi nízké míry inflace důležité pro úspěšnou makroekonomickou výkonnost. Za přijatelné se považují míry inflace ve výši 1 až 2%. V těchto modelech není žádný prostor pro nákladovou či mzdovou inflaci, přestože byla naprosta většina inflačních tlaků po druhé světové válce způsobena vzestupem mzdových nákladů nebo zvýšením cen ropy a k poptávkové inflaci téměř nedocházelo.

Používání rovnovážné reálné úrokové míry ukazuje na wicksellovské kořeny „nového konsensu“ Společně s požadavkem nezávislosti centrální banky a požadavky na transparentnost a důvěryhodnost její monetární politiky (které lze chápat jako dědictví nové klasické makroekonomie) vyústilo cílování inflace vycházející z „nového konsensu“ praktikované ECB v neúměrný důraz na antiinflační monetární politiku na úkor hospodářského růstu a zaměstnanosti.

Podle Marka Lavoieho si postkeynesovská alternativa vyžaduje, aby byly do modelu zavedeny závislosti na minulém vývoji a hystereze. Každý postkeynesovský model by měl obsahovat rovnici popisující nákladovou inflaci. Cíle by měly být stanoveny

5 Tento koncept však postkeynesovská ekonomie považuje za zcela irelevantní, protože platí pouze v modelovém ergodickém světě nové klasické makroekonomie (viz blíže Davidson, 1988). V tomto článku se tomuto problému nebudu hlouběji věnovat. Na dopady monetární politiky formulované na základě modelu založeného na víře v racionální očekávání to má samozřejmě velmi negativní dopad.

na základě zvážení tempa hospodářského růstu a vývoje zaměstnanosti a nezaměstnanosti. Cílování inflace usilující o dosažení nulové nebo velmi nízké míry inflace si obvykle vyžadují vysoké úrokové míry, což vede k nízkému tempu hospodářského růstu a k přetrvávající vysoké míře nezaměstnanosti (viz Lavoie, 2004, s. 30–31).

3. Důsledky postavení ECB a její monetární politiky pro reálnou konvergenci postkomunistických a méně vyspělých členských zemí EU

Peníze hrají v postkeynesovské teorii peněz významnou stabilizační roli jako nástroj sloužící k překonávání nejistoty. Tato teoretická argumentace vede k jednoznačnému závěru, že je třeba v případě malých otevřených ekonomik, mezi něž patří Česká republika, usilovat o přijetí eura v pokud možno co nejkratším možném termínu. Přijetí eura z tohoto pohledu snižuje nejistotu a mělo by významně přispět ke stabilizaci české ekonomiky. Zejména by znamenalo eliminaci zhodnocování české měny, které již po delší dobu významně zhoršuje konkurenční schopnost značné části českých exportérů. Rovněž tak by byly zcela vyloučeny spekulativní útoky toho typu, který česká koruna prodělala v roce 1997. Přijetí eura bude mít mnoho pozitivních důsledků, protože zásadním způsobem omezí neočekávané změny měnového kurzu. V případě národní měny malé otevřené ekonomiky je toto riziko podstatně vyšší než v případě eura, která je měnou silného integračního uskupení.

Proces rostoucí integrace nových členských zemí EU včetně ČR do ekonomiky EU, významné změny ve struktuře zahraničního obchodu ČR spojené s přechodem od obchodu s hotovými výrobky k obchodu s polotovary a součástkami vede ke snižování nákladů vyvolaných zaváděním eura. Posouzení kvalitativních dopadů zavedení eura mne vede k závěru, že tyto pozitivní efekty nesporně převáží již ve středním období nad náklady, i když z hlediska určitých zájmových skupin přinese jeho přijetí negativní důsledky (apreciace české měny přináší prospěch importérům, vede ke snižování cen dováženého spotřebního zboží, zmírňuje inflační tlaky vyvolané růstem cen ropy i potravin aj.). Vzhledem ke složitostem při oceňování prospěchu i nákladů spojených se zavedením eura, jež vede ke značnému množství různorodých dopadů na mikroekonomické a makroekonomické úrovni, se v článku nepokouším o jejich kvantifikaci.⁶

Z pohledu postkeynesovské ekonomie se malé otevřené ekonomiky nemusí obávat ztráty „nezávislé“ monetární politiky. První argument je založen na relativně nízké a v současnosti klesající účinnosti tradičních nástrojů monetární politiky. V malé otevřené ekonomice s liberalizovaným finančním účtem platební bilance umožňujícím vysokou mobilitu kapitálu není ani možné se příliš odchýlit při stanovení úrokových sazeb od úrokových sazeb, které převažují v EU či ve světové ekonomice. O této pravdě se ČR bolestivě přesvědčila v roce 1997 v souvislosti se spekulativním útokem na českou korunu v podmínkách tehdy již zcela zřejmě neudržitelné politiky pevného měnového kurzu. Od té doby by si již ČNB měla být dobře vědoma velmi úzkého intervalu, v němž může manipulovat úrokovými sazbami, pokud chce vyloučit významné negativní dopady na reálnou ekonomiku.

⁶ O tom, jak je to komplikované, svědčí existující studie. Viz např. studie vypracovaná pro Ministerstvo financí ČR: Lubor Lacina a kol. *Studie vlivu zavedení eura na ekonomiku ČR*, Výzkumné centrum PEF MZLU v Brně, prosinec 2007.

Významné pochyby se týkají i „autonomní“ politiky měnového kurzu v podmínkách malé otevřené ekonomiky integrované do většího regionálního hospodářského uskupení. Obvyklé argumenty ekonomie hlavního proudu založené na možnosti zvýšit konkurenceschopnost na zahraničních trzích prostřednictvím devalvace či depreciace měnového kurzu národní měny neplatí v případě obchodu s meziprodukty a komponenty ve významně integrovaných ekonomikách. Tyto argumenty měly svou platnost v případě tradičního obchodu s finálním zbožím, a to ještě v případě platnosti Marshall-Lernerovy podmínky. Při významné integraci a intenzivním obchodu s polotovary a komponenty stabilita měnového kurzu nabývá na významu a nejlepším řešením je přijetí společné měny.

Schopnost malých otevřených ekonomik uskutečňovat svou vlastní „nezávislou“ monetární politiku je velmi omezená. To lze dokumentovat v případě české ekonomiky neschopností ČNB bránit rychlému zhodnocování české koruny vůči USD i euru, k němuž již delší dobu dochází. To jednoznačně ukazuje na to, že při determinaci měnového kurzu i úrokových sazeb jsou naprosto rozhodující vnější faktory, které žádná opatření národní monetární politiky malé otevřené ekonomiky nemohou vykompenzovat.

Z hlediska iluze o „jemném doladování“, která je založena na přeceňování cenových přízpusobovacích procesů, což je charakteristické pro tradiční neoklasickou ekonomii hlavního proudu, lze jistě argumentovat, že ČNB v posledních letech udržovala své úrokové sazby na poněkud nižší úrovni než ostatní členské země EU a že tedy prakticky uplatňovala „nezávislou“ monetární politiku. Musíme však vzít v úvahu, že v postkeynesovské ekonomii, tj. ve světě množstevních přízpusobovacích procesů, který má mnohem blíže k tomu, jak reálné soudobé vyspělé kapitalistické tržní ekonomiky skutečně fungují, tento argument neobstojí. Významné důchodové efekty mohou být důsledkem pouze relativně velkých rozdílů mezi domácí úrokovou sazbou a sazbami, které převažují v EU či ve světové ekonomice. Významný rozdíl však může ohrožovat takovou malou otevřenou ekonomiku nebezpečím spekulativního útoku na národní měnu.

Z pohledu postkeynesovské ekonomie je tedy hlavním problémem, který vede k otázce, zda neodložit přijetí eura na pozdější dobu, výše zmíněná problematika nezávislosti ECB a přehnaně antiinflačního zaměření její monetární politiky založené na cílování inflace, navíc v kombinaci s maastrichtskými kritérii, která toto antiinflační zaměření ještě zesilují. Vstup do HMU a přijetí eura může zpomalovat proces reálné konvergence malých, méně vyspělých otevřených ekonomik členských zemí EU včetně české ekonomiky.

Navíc maastrichtská kritéria stanoví limit výše deficitu veřejných rozpočtů, který může znemožnit adekvátní reakci na případnou recesi využívající tradiční nástroje keynesovské rozpočtové politiky. V postkeynesovské ekonomii má rozpočtová politika postavení rozhodujícího nástroje anticyklické stabilizační a prorůstové politiky. Je nástrojem, který by měl umožnit urychlení reálné konvergence méně vyspělých členských zemí EU k průměru EU. Maastrichtská kritéria však vytvářejí vážná omezení jeho používání.

V článku napsaném ještě před rozšířením EU v roce 2004 navrhl Sergio Rossi z těchto důvodů odlišné řešení procesu vstupu původních přidružených zemí připravujících se na vstup do EU a do HMU. Podle něho by nové členské země neměly svou národní monetární politiku a národní měnu opouštět příliš brzy, protože by to mohlo zpomalit proces reálné konvergence jejich ekonomik. V zájmu plynulosti

tohoto procesu a eliminace těchto negativních dopadů doporučoval gradualistické řešení založené na zavedení třístupňového procesu, který by na jedné straně umožňoval vzájemné zúčtování mezi členskými zeměmi, případně přidruženými zeměmi EU v eurech a na druhé straně by umožňoval zachování jejich národních měn. A umožňoval jim tak uplatňovat poněkud nezávislejší monetární politiku (Rossi, 2006). V podstatě se nejednalo o nic jiného, než o rozpracování původního Keynesova plánu na rekonstrukci mezinárodních financí po druhé světové válce založeného na clearingové unii a bancoru (Keynes, 1980). Tento plán se stal rovněž základem reformy mezinárodních financí navrhovaných dalším významným představitelem postkeynesovské ekonomie Paulem Davidsonem (Davidson, 1992/3).

Podle Rossiho:

„Fungování navrhovaného celoevropského systému zúčtování monetárně integrujícího přidružené země by zohlednilo veškerý nedávný pokrok v řízení mnohostranných elektronických soustav transferu finančních prostředků. V praxi by to představovalo doplnění „nadrárodního“ stupně k dvoustupňové bankovní soustavě, která v současnosti existuje v každé zemi, jež by umožňoval závěrečné zúčtování mezinárodních transakcí v eurech“ (Rossi, 2006, s. 254).

Jeho návrh předpokládal vytvoření celoevropské clearingové unie, kterou nazval Evropská agentura pro zúčtování (European Settlement Agent, ESA). V tomto plánu mělo mít euro povahu elektronických mezibankovních peněz, které měly být používány na nadnárodní úrovni. Obdobně jako clearingová unie v původním Keynesově plánu by zřízení Evropské agentury pro zúčtování znamenalo zavedení soustavy umožňující využívání přebytků obchodních bilancí věřitelských zemí k vyrovnání schodků bilancí dlužnických zemí. V souladu s tímto plánem by vznikla vzhledem k procesu přibližování ke vstupu do HMU dvourychlostní EU.

Nové členské země, případně i relativně méně vyspělé členské země EU by i nadále používaly své národní měny a mohly by uplatňovat jistou nezávislost při uskutečňování monetární politiky. Proces jejich přibližování HMU by byl velmi postupný a jeho tempo by záviselo na rychlosti procesu reálné konvergence. V tomto ohledu přijal Rossi část argumentů bohaté literatury ekonomie hlavního proudu zaměřené na problematiku tzv. optimální měnové oblasti. V souladu s jejími závěry tvrdí, že vstup do HMU vyžaduje jako předpoklady významné snížení mezery v makroekonomické výkonnosti mezi danou zemí a průměrem EU a synchronizaci hospodářského cyklu. Tato argumentace i závěry, které z ní Rossi učinil, jsou však mezi představiteli postkeynesovské ekonomie výjimkou. Je tomu tak zejména proto, že teorie optimálních měnových oblastí je postavena na řadě nerealistických předpokladů spojených s metodologií teorie celkové ekonomické rovnováhy. Je proto otázkou, nakolik závěry, jež z ní vyplývají, skutečně platí pro reálnou ekonomiku EU. Žádné přesvědčivé důkazy v tomto směru nikdy nebyly podány.

Někteří postkeynesovští ekonomové jsou při poskytování doporučení tvůrcům monetární politiky velmi realističtí. Jsou ochotni akceptovat rámec cílování inflace jako obecný rámec provádění monetární politiky (viz např. Palley, 2006; Monvoisin, Rochon, 2006; Fontana, Palacio-Vera, 2006).

V jejich pojetí si však tento rámec vyžaduje významné změny, které by odstranily jeho možné negativní dopady na hospodářský růst. Vyloučení negativních důsledků pro makroekonomickou výkonnost podle nich vyžaduje, aby se inflační cíl stanov-

val s ohledem na žádoucí vývoj hospodářského růstu a na snahu o co nejnižší nezaměstnanost. To si vyžaduje významné změny a doplnění. Teoretický rámec cílování inflace by podle nich musel zahrnovat tlaky vyvolávané nákladovou inflací, protože stávající „nový konsensus“ pracuje pouze s poptávkovou inflací. Thomas Palley navrhl doplnit cílování inflace o stabilizační nástroj založený na myšlence povinných rezerv založených na hodnotě aktiv (asset-based reserve requirements). Toto regulační opatření má sloužit jako pojistka proti spekulativním bublinám Minského typu. Podle něho by všichni finanční zprostředkovatelé měli povinně udržovat rezervy u všech aktiv. S ohledem na kvalitu aktiv by tyto povinné rezervy mohly být diferencované, v určitých případech by dokonce mohly být nulové (Palley, 2006, s. 90 a násl.).

V zájmu vyloučení negativních dopadů monetární politiky ECB na reálnou konvergenci postkomunistických a dalších méně vyspělých členských zemí EU by měl být současný teoretický rámec cílování inflace vycházející z nové keynesovské ekonomie nahrazen postkeynesovskou teorií peněz. Inflační cíl by měl být stanoven na základě posuzování makroekonomické výkonnosti, měla by připouštět vyšší inflační cíl v případě méně vyspělých členských zemí EU, aby nevytvářela překážky pro jejich reálnou konvergenci k průměru EU. V souladu s postkeynesovskou ekonomikou by měl být vytvořen i efektivní institucionální rámec pro diskreční rozpočtovou politiku EU. Rozpočet EU by měl být reformován a zvýšen tak, aby vytvářel prostor pro redistribuční mechanismus umožňující bojovat s recesí a zaostalostí méně vyspělých členských zemí a regionů EU.

Závěr

Z postkeynesovské teorie peněz vyplývá závěr, že s ohledem na nejistotu a možnost vytváření spekulativních tlaků na národní měny malých otevřených ekonomik i s ohledem na významné úspory transakčních nákladů je co nejdříve vstup do HMU a přijetí eura žádoucí. Vzniká však otázka, jakou relevanci má v tomto ohledu tvrzení, že předčasný vstup do HMU a přijetí eura v podmínkách současného postavení ECB a její monetární politiky může mít s vysokou pravděpodobností negativní dopad na proces reálné konvergence méně vyspělých členských zemí EU, včetně ČR. Tyto argumenty jsou v podstatě platné a je třeba usilovat o změny v souladu s postkeynesovskou ekonomikou; mají však jeden problém.

Pro odpověď na otázku, zda skutečně může předčasné přijetí eura takto vývoj ovlivnit, je důležité posoudit i úlohu národních bank a monetární politiku, již uplatňují. ČNB i centrální banky všech členských zemí mají obdobné postavení jako ECB a při tvorbě své monetární politiky uplatňují cílování inflace, a proto je výše rozebírané nebezpečí relevantní i v případě, když bude vstup do HMU odložen. To, že se podaří vyloučit zbrzdění procesu reálné konvergence, tedy není v případě odložení vstupu do HMU jisté, avšak zcela jisté je, že se tím odloží i všechny pozitivní dopady, které by vstup do HMU a přijetí eura mělo. Z těchto důvodů je třeba spíše usilovat o co nejrychlejší vytvoření podmínek pro vstup ČR do HMU. Na druhé straně je však třeba usilovat i o změnu postavení ECB a centrálních bank jednotlivých členských zemí a využít pro formování monetární politiky závěry vyplývající z postkeynesovské ekonomie.

Literatura:

- ARESTIS, P. 1992. *The Post-Keynesian Approach to Economics*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. 2004. Monetary Policy when Money is Endogenous: Going Beyond the "New Consensus." In LAVOIE, M., SECCARECCIA, M. (eds.) *Central Banking in the Modern World*. Cheltenham: Edward Elgar, 2004, pp. 70–87.
- ARLT, J.; KODERA, J.; MANDEL, M. 2006. Monetární přístup k inflaci – střednědobý strukturální model v otevřené ekonomice (příklad České republiky v letech 1996–2004). *Politická ekonomie*. 2006, vol. 54, no. 3, pp. 326–338.
- BEGG, I.; GREEN, D. 1998. The Political Economy of the European Central Bank. In ARESTIS, P.; SAWYER, M. C. (eds.) *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 1998, pp. 122–135.
- BENEŠ, J.; HURNÍK, J.; VÁVRA, D. 2008. Exchange Rate Management and Inflation Targeting. *Finance a úvěr*. 2008, vol. 58, no. 3–4, pp. 166–194.
- BRŮNA, K. 2007. Úrokový transmisní mechanismus a řízení úrokové marže bank v kontextu bezinflační politiky České národní banky. *Politická ekonomie*. 2007, vol. 55, no. 6, pp. 829–851.
- CLARIDA, R.; GALL, J.; GERTLER, M. 2000. Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Some Evidence and Some Theory. *Quarterly Journal of Economics*. February 2000, vol. 115, no. 1, pp. 147–180.
- DAVIDSON, P. 1978. *Money and the Real World*. 2nd Edition, London: MacMillan, 1978.
- DAVIDSON, P. 1988. A Technical Definition of Uncertainty and the Long-Run Non-neutrality of Money. *Cambridge Journal of Economics*, 1988, vol. 12, pp. 329–337.
- DAVIDSON, P. 2002. *Financial Markets, Money and the Real World*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 2002.
- DAVIDSON, P. 1992/1993. Reforming the World Money. *Journal of Post-Keynesian Economics*. 1992/1993, vol. 15, no. 2, pp. 153–179.
- DOW, S. C.; HILLARD, J. (eds.) 2002. *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 2002.
- DOW, S. C.; RODRÍGUEZ-FUENTES, C. 1998. The Political Economy of Monetary Policy. In ARESTIS, P.; SAWYER, M. C. *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998, pp. 1–19.
- FONTANA, G.; PALACIO-VERA 2006. Is there an Active Role for Monetary Policy in the Endogenous Money Approach? In GNOS, C.; ROCHON, L.-P. (eds.) *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006, pp. 49–77.
- GOODHART, Ch. 1994. What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations? *Economic Journal*. 1994, vol. 104, no. 427, pp. 1424–1436.
- GOODHART, Ch. 2002. The Endogeneity of Money. In ARESTIS, P.; DESAI, M.; DOW, S. C. (eds.) *Money, Macroeconomics and Keynes. Essays in Honour of Victoria Chick*. Vol. 1, London: Routledge, 2002, pp. 14–24.
- HLÉDIK, T. 2004. Quantifying the Second Round Effects of Supply – Side Shocks on Inflation. *Prague Economic Papers*. 2004, vol. 13, no. 2, pp. 121–141.
- HOWARTH, D.; LOEDEL, P. 2005. *The European Central Bank. The New European Leviathan?* Revised Second Edition, Basingstoke: Palgrave-Macmillan, 2005.
- KALDOR, N. 1980. *The Origins of Monetarism*. Cardiff: University College Cardiff Press, 1980.
- KALDOR, N. 1982. *The Scourge of Monetarism*. London: OUP, 1982.
- KEYNES, J. M. 1980. *The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. XXV Activities 1940–1944. Shaping the Post-War World: the Clearing Union*. London and Basingstoke: Macmillan, 1980.
- LAVOIE, M. 2003. *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar, 2003.
- LAVOIE, M. 2004. The New Consensus on Monetary Policy Seen from a Post-Keynesian Perspective. In LAVOIE, M.; SECCARECCIA, M. (eds.) *Central banking in the Modern World. Alternative Perspectives*. Cheltenham: Edward Elgar, 2004, pp. 15–34.

- MANDEL, M.; TOMŠÍK, V. 2008. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2. vydání, Praha: Management Press, 2008.
- MINSKY H. P. 1993. On the non-neutrality of money. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*. 1993, vol. 18, no. 1, pp. 77–82.
- MONVOISIN, V.; ROCHON, L.-P. 2006. The Post-Keynesian Consensus, the New Consensus and Endogenous Money. In GNOS, C.; ROCHON, L.-P. (eds.) *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006, pp. 57–77.
- MOORE, B. J. 1988. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- MOORE, B. J. 2006. *Shaking the Invisible Hand. Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates*. Basingstoke and New York: Palgrave-Macmillan, 2006.
- PALLEY T. I. 1987-88. Bank Landing, Discount Window Borrowing, and the Endogenous Money Supply: A Theoretical Framework. *Journal of Post Keynesian Economics*. Winter 1987-88, vol. X, no. 2, pp. 282–303.
- PALLEY, T. I. 2006. A Post-Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are not Enough. In GNOS, C.; ROCHON, L.-P. (eds.) *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006, pp. 78–98.
- ROSSI, S. 2006. EMU and EU Enlargement: Lessons and Perspectives. In GNOS, C.; ROCHON, L.-P. (eds.): *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006, pp. 57–77.
- ROUSSEAS, S. 1986. *Post-Keynesian Monetary Economics*. London: Macmillan, 1986.
- SKOŘEPA, M.; KOTLÁN, V. 2006. Inflation Targeting: To Forecast or to Simulate? *Prague Economic Papers*. 2006, vol. 15, no. 4, pp. 300–314.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*. July 1981, vol. 71, no. 3, pp. 393–410.
- TAYLOR, J. B. 1988. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. [NBER Working Paper 6768], October 1988.
- TAYLOR, J. B. 1993. Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, no. 39, pp. 195–214.
- WEINTRAUB, S. 1978. *Keynes, Keynesians and Monetarists*. Philadelphia: University of Philadelphia Press, 1978.
- WOLFSON M. H. 1996. A Post-Keynesian Theory of Credit Rationing. *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring 1996, vol. 18, pp. 443–470.
- WRAY L. R. 1990. *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.
- WRAY L. R. 1992. Alternative Approaches to Money and Interest Rates. *Journal of Economic Issues*. 1992, vol. 26, no. 4, pp. 1145–1178.

MONETARY POLICY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND ITS THEORETICAL RESOURCES IN THE VIEW OF POSTKEYNESIAN ECONOMY

Milan Sojka

Abstract

The paper deals with the monetary policy of the European Central Bank and its effects on economic development of the Czech economy and other new members of EU from the perspective of Post-Keynesian monetary economics.

In the first part the basic principles of contemporary Post-Keynesian monetary theory of relative endogeneity of money are shortly presented. The second part concentrates on the Post-Keynesian criticism of the institutional arrangement of the ECB and its monetary policy.

The closing part treats issues concerning potential effects of the policy of the ECB in the given institutional framework on economic development of the Czech economy and economies of other less developed members of EU after joining the Eurozone. Possible adverse effects on the process of real convergence are discussed and alternative policies eliminating this danger are presented.

Keywords

Post-Keynesian monetary economics, endogeneous money supply, economic and monetary union, monetary policy of ECB, real convergence, small open economies

JEL Classification

E42, E50, F33