
VLIV FINANČNÍCH INSTITUCÍ A MECHANISMU PENĚŽNÍHO OBĚHU NA HOSPODÁŘSKÉ CYKLY: PŘÍPAD USA

Jiří Štekláč*

Úvod

V celé historii lidstva můžeme být svědky cyklického vývoje. Po celá staletí se střídaly doby zlé i příznivé. Za poslední století, ve kterém došlo k silnému hospodářskému rozmachu a bezprecedentnímu růstu životní úrovně, můžeme pozorovat dvě skutečně hluboké a řadu mělkých hospodářských krizí. Zásadní podíl na těchto krizích mají zcela přirozeně finanční instituce a poruchy v mechanismu peněžního oběhu.

Aby bylo možné určit vliv finančních institucí a poruch peněžního oběhu na průběh hospodářského cyklu, je nejprve naprosto nezbytné porozumět třem základním aspektům soudobé úvěrové ekonomiky.

Prvním z nich je dluhová podstata současných peněz diskutovaná v první části této práce. Není možné se odvolávat na komoditní podstatu peněz, jakkoli je v akademických kruzích možné debatovat o návratu k takovému systému.¹

Druhým aspektem je rozlišení dvou oddělených oblastí oběhu – bankovních rezerv, jež obíhají uvnitř bankovního sektoru a peněz, které obíhají v ekonomice. S rozlišením těchto dvou kategorií si částečně hlavní proud ekonomie² a zejména pak některé alternativní ekonomické školy (rakouská škola) nelámou hlavu, čímž samozřejmě přeceňují úlohu centrální banky a častují ekonomickou vědu tak scestnými pojmy jako „tlačení peněz“ či „monopol na emisi peněz“. Tato problematika je zkoumána ve druhé, třetí a částečně páté části práce.

Za třetí oblast můžeme považovat dopady samotného mechanismu peněžního oběhu na reálnou ekonomiku (tj. ekonomiku, ve které se směňují zboží, služby a informace). Autor zde vysvětluje zejména různé příčiny poruch peněžního oběhu, které ve svém důsledku vedou k mělkým či dokonce hlubokým hospodářským krizím. Této zásadní problematice je věnován zbytek práce.

Cílem této práce je prostřednictvím bilančního principu analyzovat tři výše zmíněné oblasti a odpovědět, jakým způsobem může být díky poruchám v peněžním oběhu v současném finančním systému uveden do pohybu hospodářský výkyv. Autor

* Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta (steklacek@seznam.cz).

1 Touha po návratu ke 100% krytí papírových peněz zlatem je specifikem zejména některých představitelů rakouské školy.

2 Pojem ekonomie hlavního proudu je široký a ne zcela jednoznačný termín. Z hlediska makroekonomie chápeme názory a pohledy hlavního proudu například učebnici Gregoryho Mankiwa (2001).

dochází k závěru, že současný finanční systém je postaven na neustálém růstu úvěrů, což v kombinaci s hromaděním peněz a jinými poruchami peněžního oběhu vede k nemožnosti splácet dluhy, způsobuje nejistotu na trzích a redukuje agregátní poptávku. Součástí závěrů této práce jsou rovněž kontury návrhů hospodářsko-politických opatření. Vše je aplikováno na příkladu USA, přičemž autor odmýšlí od existence sekundárního trhu (uvažuje pouze trh primární, kde vznikají peníze poskytováním úvěrů obchodními bankami).

1. Podstata peněz v úvěrové ekonomice

Ke správnému porozumění podstatě peněz je nutné uvědomit si, jakým způsobem se peníze uvádějí do oběhu, jakým způsobem obíhají, a jakým způsobem zanikají.

Historicky byla představa vzniku a zániku omezena, neboť funkci peněz nedokonale plnily některé komodity, ať už se jednalo o skot, plátno nebo drahé kovy.³ Drahé kovy mají na rozdíl od skotu či plátna velmi dlouhou životnost. Postupem času však vlády na celém světě zavedly regulovaný bankovní systém, jehož ústředním motivem jsou v současné době bezhotovostní (též elektronické či účetní) peníze nekryté zlatem, nýbrž v drtivé většině kryté dluhem.

Za účelem demonstrace soudobé peněžní podstaty si představme „život“ peněz od vzniku k zániku. Většina dnešních peněz vzniká v bankovním sektoru poskytováním bezhotovostních úvěrů obchodními bankami nebo bankovními subjekty nebo bezhotovostní koupí dluhopisů a dalších cenných papírů obchodními bankami od nebankovních subjektů.⁴ Tyto peníze pak po dobu trvání úvěru (resp. po dobu životnosti dluhového cenného papíru) obíhají, a pokud je úvěr splacen, jejich život končí. Takto každý den po celém světě peníze vznikají a zanikají. Peníze jsou zcela homogenní, takže každý emitovaný dolar může být splacen v ekvivalentní dolarové hodnotě. Peníze tedy mají svoji splatnost stejně tak jako jiné dluhové finanční nástroje.

Drtivá většina peněz poskytnutím úvěru vzniká a splacením úvěru zaniká v obchodních bankách. Banky při samotném poskytnutí úvěru nepotřebují vklady, neboť poskytováním úvěrů vklady tvoří.⁵ V ekonomické teorii je tento obecný přístup nazýván endogenní teorií peněz. Množství peněz v oběhu závisí jen omezeně na centrální měnové autoritě a o peněžní zásobě rozhoduje zejména nabídka bankovních úvěrů a poptávka nebankovních klientů po úvěrech. Ve své knize *Historie ekonomické analýzy* J. A. Schumpeter píše: „Pro ekonomy se ukázalo neobyčejně obtížné uznat, že

3 Podle některých autorů přitom drahé kovy disponovaly vlastnostmi, pro které byly, slovy Carla Mengera, vybrány trhem jako „speciální komodita“ užívaná ke směně (Menger, 1892). Jiní autoři naopak opouští, že drahé kovy byly vybrány panovníkem.

4 Nutno podotknout, že peníze mohou vznikat a zanikat ještě dalšími způsoby. Jedná se například o bezhotovostní tok zahraničních měn mezi jednotlivými zeměmi, kdy v jedné zemi peněžní zásoba roste a ve druhé klesá (agregátně v obou zemích se nicméně peněžní zásoba nemění). Rovněž obchodní banky emitují peníze nejen proti poskytnutým úvěrům, ale i přímo proti svým nákladům (nákup služeb od nebankovních institucí) nebo jiným aktivům (nákup nemovitosti od nebankovních institucí). V tomto případě se však, co do objemu, jedná o velmi malé množství.

5 Blíže specifikováno v části 3 tohoto článku.

bankovní úvěry a bankovní investice vytváří vklady“ (Schumpeter, 1954, s. 1080). Pro některé ekonomické školy je skutečně těžko stravitelná myšlenka, že bankovní sektor jako celek může s úvěry expandovat či kontrahovat bez ohledu na vůli centrální banky. V současných bankovních systémech je to způsobeno především tím, že převážným operativním kritériem centrálních bank je regulace vývoje úrovně krátkodobé úrokové míry⁶, jak uvidíme později. Teorie endogenních peněz byla podporována zejména Knutem Wicksellem, J. A. Schumpeterem, postkeynesovci⁷ a dále je jádrem francouzsko-italské cirkulacionistické školy.⁸

Demonstrujme nyní na jednoduchém případě vznik, oběh a zánik peněz. Model 1 ukazuje jednoduchou situaci v bezúrokové ekonomice. Jedná se, ve skrze, o zjednodušený schumpeteriánský pohled na ekonomiku. Banky nejprve vytvoří peníze poskytnutím úvěrů firmám, které zahájí výrobu. Firmy dále najímají zaměstnance, kterým za práci zaplatí. Zaměstnanci utratí tyto peníze za vyrobené produkty a firmy splácí úvěry bankám. Na počátku v naší modelové ekonomice neexistují žádné peníze. Poté dojde k vytvoření prvních peněz poskytnutím úvěrů bankami firmám (operace 1), které zahájí výrobu a zaplatí zaměstnance (operace 2). Ti kupují produkty od firem (operace 3), které následně splácí úvěr (operace 4) a všechny vytvořené peníze tím zanikají. Toto je způsob, jakým denně po celém světě vznikají a zanikají peníze. Peněžní oběh je nicméně, jak uvidíme v další části, podstatně komplikovanější.

Model 1⁹

Poskytnutí úvěrů firmám a následné splacení úvěrů v bezúrokové ekonomice

Obchodní banky				Firmy			
A		Z		A		Z	
Poskytnuté úvěry firmám		Běžné účty firem		Běžné účty firem		Přijaté úvěry od bank	
1) 500	4) 500	2) 500	1) 500	1) 500	2) 500	4) 500	1) 500
		4) 500	3) 500	3) 500	4) 500		
KS 1) 500		KS 1) 500		KS 1) 500		KS 1) 500	
KS 4) 0		KS 2) 0		KS 2) 0		KS 4) 0	
		KS 3) 500		KS 3) 500			
		KS 4) 0		KS 4) 0			
		Běžné účty zaměstnanců ¹⁰					
		3) 500	2) 500	Mzdové náklady		Výnosy z prodeje	
				2) 500		3) 500	
		KS 2) 500					
		KS 3) 0					

6 Případně řízení měnového kurzu v případě uplatňování určité kurzové politiky.

7 Jmenujme například Nikolase Kaldora nebo Paula Davidsona.

8 K cirkulacionistické škole či škole peněžního oběhu se hlásí zejména Augusto Graziani, Louis-Philippe Rochon, Alain Parguez či Marc Lavoie.

9 Veškerá účetní zachycení jsou autorovým vlastním zpracováním na základě mezinárodních účetních standardů (viz Jílek, Svobodová, 2009).

10 Rozvaha zaměstnanců není v příkladu zobrazena.

Model 2**Problém se splácením dluhu v úrokové ekonomice**

Obchodní banky		Firmy	
A	Z	A	Z
Poskytnuté úvěry firmám	Běžné účty firem	Běžné účty firem	Přijaté úvěry od bank
1) 500	1) 500	1) 500	1) 500
3) 10	2) 5	2) 5	3) 10
KS 1) 500	KS 1) 500	KS 1) 500	KS 1) 500
KS 3) 510	KS 2) 505	KS 2) 505	KS 3) 510
Úrokové náklady		Úrokové náklady	
2) 5	3) 10	3) 10	2) 5

Žádná ekonomika není bezúroková. Proto je třeba ve výše uvedeném modelu uvažovat úrok. Úročení si ukažme na modelu 2. Vynecháním zaměstnanců z předchozího příkladu vznikne situace, kde si firmy vezmou od bank úvěry (operace 1). Tyto úvěry jsou úročeny (operace 2 a 3) a následně musí být splaceny včetně úroků.

Jak vidno z příkladu, za předpokladu, že banky úročí vklady firem 10 % a poskytnuté úvěry 20 %, chybí v ekonomice, ve které existují pouze tyto dva sektory, ke splacení úvěrů 5 peněžních jednotek, neboť peněžní tok firmy činí -5. Tento problém ovšem, jak uvidíme ve čtvrté části, lze ještě vyřešit.

2. Peněžní oběh, oběh bankovních rezerv a úloha centrální banky

Za účelem identifikace role centrální banky je nezbytné rozlišit dvě odlišné oblasti oběhu bankovních rezerv a peněz. Pro účely této práce rozumějme penězi závazky obchodních bank vůči nebankovním subjektům v podobě bankovních vkladů plus oběživo, které je závazkem centrální banky. Peněžní zásobu tedy autor měří výlučně měnovými agregáty.¹¹ Za bankovní rezervy autor naopak považuje zůstatky na účtech obchodních bank u centrální banky, které nejsou v žádné zemi součástí měnových agregátů¹², a tudíž podle autora nesplňují empirickou definici peněz.¹³ Autor tedy definuje peníze měnovými agregáty a naopak neužívá teoretickou definici peněz, přičemž ovšem tuto definici nikterak nezpochybňuje.¹⁴

11 Autor v článku pracuje s měnovými agregáty M1 a M2.

12 Výjimkou byla až do roku 2006 Velká Británie, kde bankovní rezervy byly součástí peněžního agregátu M0 a tedy následně všech ostatních peněžních agregátů.

13 Různí autoři, různé instituce a různé učebnice definují peníze jinak. Některé učebnice vymezují teoreticky peníze jako jakékoli „aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží a služby nebo při úhradách dluhů.“ (Revenda, Mandel, Kódera, aj., 2012). Dle této definice by bylo nutné za peníze považovat i bankovní rezervy. Jiní autoři naproti tomu trvají na striktním oddělení peněz a bankovních rezerv a pro bankovní rezervy používají speciální pojem „likvidita“. (např. Jílek, 2004).

14 Tato věta byla zapracována na základě námětu oponenta.

Model 3**Doplnění likvidity centrální bankou v důsledku vytvoření nového vkladu**

Obchodní banka 1		Centrální banka	
A	Z	A	Z
Poskytnuté úvěry	Běžné účty klientů	Poskytnuté úvěry bankám	Rezervní účty bank
1) 1200	1) 1200	PS) 300	PS) 300
2) 120	2) 120	2) 120	2) 120
1) 1200	1) 1200	2) 420	2) 420
Rezervní účet banky 1	Přijaté úvěry od CB	Obchodní banka 2	
2) 120	2) 120	A	Z
2) 120	2) 120	Rezervní účet banky 2	Přijaté úvěry od CB
		PS) 300	PS) 300
		PS) 300	PS) 300

Analyzujeme nyní stručně roli centrální banky v oběhu peněz a rezerv. Představme si ekonomiku, kde existuje jedna centrální banka, dvě obchodní banky a řada klientů obchodních bank (Model 3). Dále předpokládáme, že výše povinných minimálních rezerv z bankovních vkladů činí 10 %. Obchodní banka 1 poskytuje úvěry klientům (operace 1). Obchodní banka 1 dále nemá žádné dobrovolné rezervy, a aby mohla plnit rezervní požadavky, potřebuje obdržet na mezibankovním trhu rezervy ve výši 10 % z nově vytvořeného vkladu. V situaci, kdy je operativním kritériem centrální banky určitá reprezentativní úroveň krátkodobé úrokové sazby¹⁵, centrální banka musí doplnit na mezibankovním trhu potřebné rezervy (operace 2) v případě, že by si bez dodání odpovídajících rezerv byla obchodní banka 1 nucena půjčit od obchodní banky 2 za vyšší než stanovenou sazbu centrální bankou, čímž by skutečná úroková míra vzrostla nad úroveň cílové sazby.¹⁶

Jak je vidět z příkladu, úloha centrální banky je omezena. V některých ekonomických učebnicích (viz Mankiw, 2001) se praví, že centrální banka určuje peněžní zásobu změnou bankovních rezerv přes měnovou bázi. Nic takového se však ve vyspělých státech neděje. Pokud se centrální banka snaží docílit určité mezibankovní úrokové míry jako například v USA (jednodenní úroková míra federálních prostředků – dále jen „O/N ÚMFP“), pak je peněžní zásoba mimo její kontrolu, neboť dodává přesně tolik rezerv, kolik bankovní sektor při dané stanovené úrovni úrokové sazby potřebuje. V hlavním proudu ekonomie je velmi silně zakořeněna představa, že „celá struktura

15 V případě Federálního rezervního systému se jednalo až do listopadu 2008 o konkrétní výši jednodenní úrokové sazby federálních prostředků (federal funds target rate). „Federální rezervy užívaly operace na volném trhu za účelem přizpůsobení nabídky rezervních zůstatků tak, aby byla udržena úroková míra federálních prostředků – úroková míra, za kterou vkladové instituce půjčují rezervy jiným vkladovým institucím přes noc.“ (Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm). Od prosince roku 2008 používá FED koridor pro jednodenní úrokovou míru federálních prostředků na úrovni mezi 0 až 0,25 %.

16 Zde je nutné zmínit, že takto funguje systém s nedostatkem bankovních rezerv (centrální banka rezervy dodává /půjčuje/, nikoli stahuje). Tato poznámka byla doplněna na základě doporučení odborného oponenta.

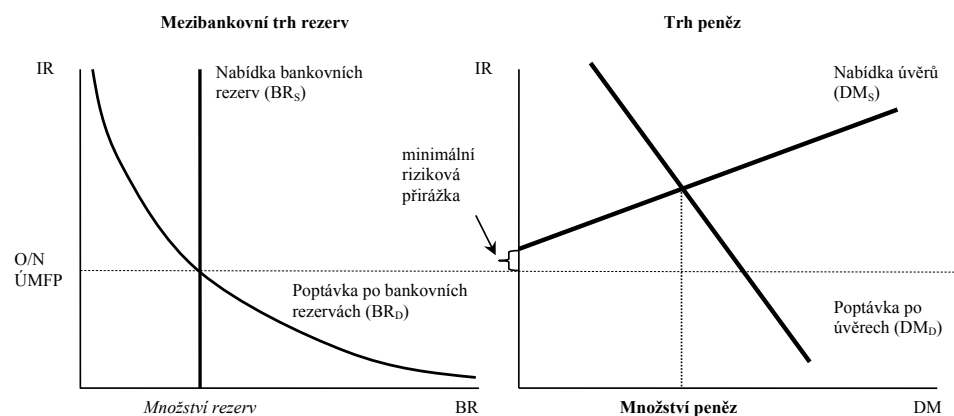
likvidních aktiv, včetně bankovních depozit, fondů peněžního trhu, obligací atd. tvoří převrácenou pyramidu vycházející z množství mocných peněz¹⁷, které tvoří vrchol pyramidy a celá její struktura je z nich odvozená“ (Friedman, 1997, s. 27). Jak však ukazuje předchozí příklad, kauzalita může být přesně opačná. Alan Holmes¹⁸ potvrzuje, že banky nejprve poskytují úvěry a až poté se starají o rezervy (Holmes, 1969).

Z hlediska ekonomické teorie se tento přístup nejvíce blíží horizontalistickému pojetí endogenity peněz. S podobnými interpretacemi tvorby peněz se lze setkat například v dílech J. B. Moora (1979) nebo Nikolase Kaldora (1970). S. Rousseas (1992) graficky interpretuje představu trhu peněz právě Nikolase Kaldora. Nabídku peněz zobrazuje jako horizontální přímkou, zatímco poptávku po penězích jako klesající přímkou. Mnohem bližší realitě je však vyobrazení celého primárního trhu při odlišení trhu rezerv a trhu peněz. Jinak vypadají nabídkové a poptávkové křivky na trhu rezerv a jinak na trhu peněz. Situaci znázorňuje model 4.

Na mezibankovním trhu působí na straně nabídky i poptávky centrální banka (Jílek, 2004). Na straně nabídky proto, že stanovuje úrokovou sazbu¹⁹, za kterou jsou prováděny operace na volném trhu. Na straně poptávky proto, že určuje povinnou míru rezerv z vkladů, přičemž banky nechtějí držet o mnoho více rezerv, než je nezbytně nutné, neboť přebytkové rezervy nebývají zpravidla úročeny.²⁰

Model 4

Trh rezerv a trh peněz



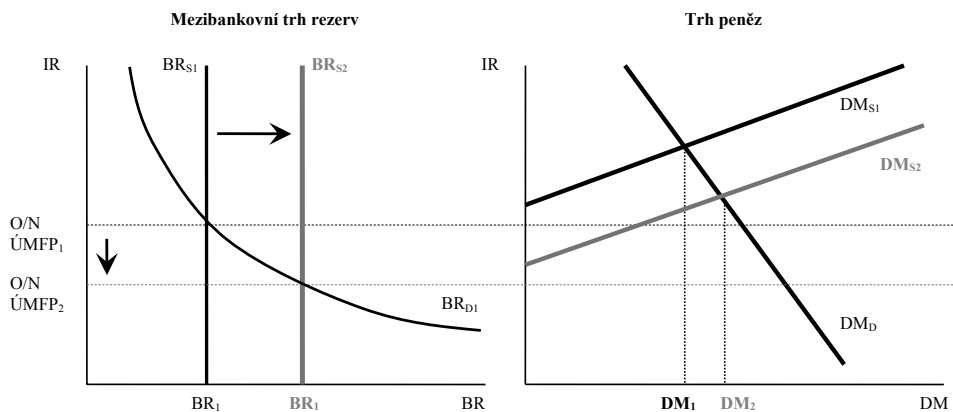
Pramen: Šteklač (2013).

17 Pod pojmem mocné peníze se v pojetí ekonomie hlavního proudu rozumí měnová báze.

18 Alan Holmes pracoval pro Federal Reserve bank of New York 33 let, přičemž v letech 1965 až 1979 spravoval Federální rezervní účet pro otevřený trh.

19 Může se jednat i o stanovení maximální či minimální výše této úrokové sazby. Na trhu se v realitě skutečné dosažené úrokové míry od cílových sazeb z technických a jiných důvodů drobně liší. Zejména se liší z důvodu techniky operací – tendery či aukce i na úrokové sazby. Tato poznámka byla doplněna na základě doporučení odborného oponenty.

20 Je nutné upozornit na fakt, že banky udržují určité přebytkové rezervy za účelem plynulého platebního styku. V období nejistoty se poptávka po přebytečných rezervách zpravidla zvyšuje.

Model 5**Ovlivňování peněžní zásoby centrální bankou**

Pramen: Štekláč (2013).

Na trhu peněz je peněžní zásoba určena nabídkou úvěrů obchodních bank a poptávkou domácností a firem po úvěrech, přičemž pozitivní sklon nabídkové křivky peněz je dán rizikovou přírážkou obchodních bank k úrokové sazbě na mezibankovním trhu. Centrální banka může při určitém sklonu křivek úvěrové nabídky a poptávky ovlivnit peněžní zásobu změnou krátkodobé úrokové sazby. Tento akt demonstruje model 5.

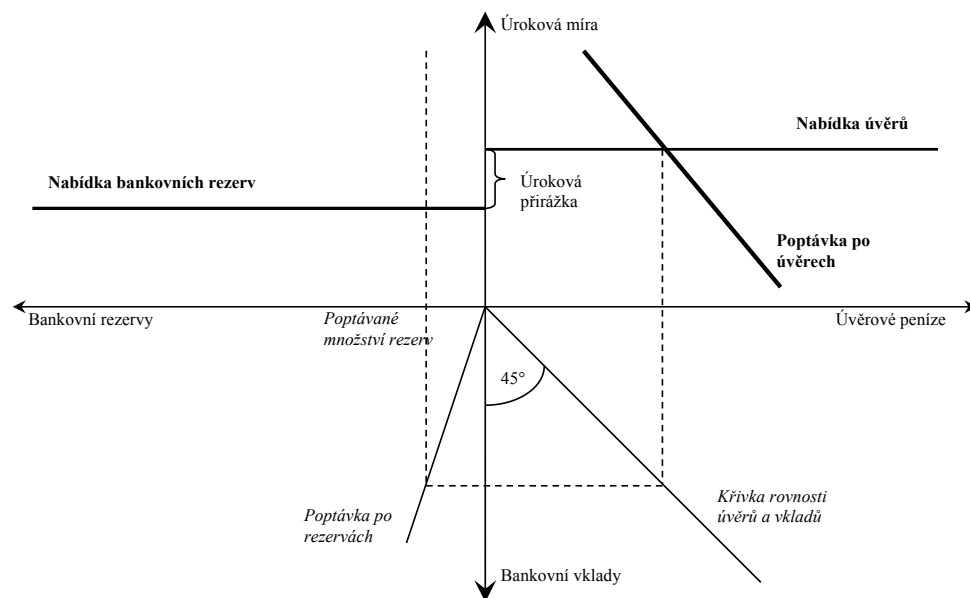
Z grafu je patrné, že snížením základní úrokové sazby klesá sazba na mezibankovním trhu (například O/N ÚMFP). Při zachování stejné rizikové přírážky a stejné poptávky po úvěrech se zvyšuje peněžní zásoba. Jiná situace ovšem může nastat kupříkladu v případě, že se ekonomika nachází v recesi. Rizikové přírážky mohou růst a poptávka po úvěrech může klesat rychleji než základní sazby centrální banky. Pak by ve výše uvedeném modelu mohla navzdory poklesu sazeb peněžní zásoba klesat. V reálném světě, jak už to bývá, funguje samozřejmě vše trochu jinak, neboť peníze vznikají vedle poskytování úvěrů či nákupem dluhových cenných papírů také nákupem statků, zboží a služeb, vyplácením dividend obchodními bankami a nákupem zahraničních měn obchodními bankami.²¹ Dále zánik peněz je navázán především na množství splácených úvěrů a množství statků, služeb a informací, jež prodávají obchodní banky. Proces tvorby a zániku peněz je velmi dynamický (jak bylo nastíněno již v první části) a lze obtížně vyjádřit pomocí jednoho grafu. Nicméně, toto vše jasně demonstruje, že vliv centrální banky na peněžní zásobu není vůbec určující.

Za povšimnutí stojí rovněž grafická interpretace post keynesovského přístupu k trhu rezerv a peněz. Model 6 znázorňuje interpretaci G. Fontany (2003). V nejjednodušší podobě vyjadřuje Fontanův graf plně elastickou nabídku úvěrů, která je dána úrokovou přírážkou k mezibankovní sazbě. Pro peněžní zásobu je určující poptávka po úvěrech. Každý úvěr si vytváří svůj vklad, jak je demonstrováno na křivce rovnosti

21 Byť se jedná o zanedbatelné množství takto vzniklých peněz, je nutné jej zmínit.

Model 6

Fontanova interpretace trhu rezerv a peněz



Pramen: Fontana (2003).

vkladů a úvěrů ve třetím kvadrantu. Podle výše požadovaných rezerv je pak odvozena poptávka po rezervách. Každý vklad si vytváří svou rezervu, za předpokladu, že centrální banka plně vyhoví poptávce po rezervách.

Rozhodující se v tomto přístupu zdá být poptávka po úvěrech a výše základní sazby centrální banky. Množství úvěrových peněz však není ještě samo o sobě celou peněžní zásobou. Nesmíme zapomínat na peníze, které tvoří obchodní banky bezhotovostním nákupem cenných papírů, zahraničních měn, statků, služeb či informací, vyplácením mezd svým zaměstnancům, rozdělováním dividend akcionářům atp.

Pokud chceme být v dalším zkoumání realisty, je nutné opustit představy o přímé kontrole centrálních bank nad peněžními agregáty. Role centrální banky je v posledních letech spíše akomodativní, neboť jejím operativním kritériem je krátkodobá úroková míra. Pohybem s vlastní krátkodobou úrokovou sazbou se za určitých předpokladů centrální bance může podařit ovlivnit peněžní zásobu.

3. Poznámka k bankovním vkladům a rezervám

Často se lze setkat s názorem, že banky potřebují vklady, aby mohly vytvářet úvěry. Faktem je, že banky vklady potřebují (chtějí), nikoli však proto, aby mohly poskytnout úvěry. Jak vidno na příkladu České republiky, o vklady se zajímají především malé začínající banky. Je to způsobeno především tím, že mají dosud málo klientských vkladů a pokud by začaly poskytovat úvěry, musely by si díky velmi pravděpodobnému odlivu vkladů vytvořených poskytováním úvěrů půjčovat velké množství rezerv na meziban-

kovním trhu. V případě, že nebankovní klient přijme úvěr, obdržené peníze nenechá ležet na účtu, na který mu je začínající banka připsala, nýbrž zaplatí jinému nebankovnímu subjektu, který má účet u již zavedené velké banky.²² Poskytováním úvěrů bez vkladů malá začínající banka riskuje takový odliv rezerv, na který si tyto rezervy bude muset hodně půjčovat od ostatních bank. Platba za úroky z vypůjčených rezerv je však zpravidla vyšší než úrok na vkladech.²³ Z toho plyne, že banka k poskytnutí úvěru nepotřebuje vklad, ale nemůže (nechce) si následně dovolit příliš velký odliv vkladů (podvojně rezerv na aktivní části bilance) bez kompenzace prostřednictvím přílivu vkladů z jiné banky. Co platí pro jednu banku, neplatí pro bankovní systém jako celek. Ten může poskytovat úvěry čistě teoreticky do nekonečna. Každému úvěru u jedné banky musí odpovídat vklad v jiné nebo ve stejné bance.²⁴

4. Funkční peněžní oběh a jeho poruchy

Jak jsme ukázali v části 2, měnová politika může v některých případech prostřednictvím regulace krátkodobých sazeb ovlivňovat peněžní zásobu. Pokud jsou ale sazby ponechány na stálé úrovni, centrální banka hraje pouze akomodativní úlohu. V rámci zkoumání peněžního oběhu není tedy pro přehlednost nutné centrální banku do úvah vůbec zahrnovat.

Demonstrujeme nyní dokonalý peněžní oběh v dvousektorovém modelu (model 7) ekonomiky, který obsahuje agregované rozvahy obchodních bank a agregované rozvahy firem. Na rozdíl od modelu 2 zde neexistuje problém nemožnosti splacení jistiny i s úroky, neboť jsou do úvahy zahrnuty taktéž peníze vytvořené bankami bez poskytnutí úvěru (konkrétně nákupem služeb od firem). Banky nejprve poskytnou úvěry firmám (operace 1). Poté firmy poskytnou své služby bankám, což je moment, kdy banky emitují peníze jinak než poskytnutím úvěru (operace 2), přičemž tyto peníze jsou kryty náklady bank.²⁵ Poté banky úročí firmám běžné účty (operace 3) a rovněž úvěry (operace 4). Následně firmy nemají problém se splacením jistiny i s úroky a v ekonomice všechny peníze zanikají (operace 5). Zisk bank i firem je nulový, produkt se zvýšil, neboť firmy poskytly bankám služby.

Jak vidno z modelu, pokud banky své úrokové a jiné zisky „rozpouští“ v ekonomice, není *ceteris paribus* problém se splácením úvěrů. Nyní představme některé činitele, které mohou funkční peněžní oběh (tj. plynulý oběh peněz od dlužníků k dlužníkům) narušit.

Představme si model 7 v dynamické situaci, kdy bankovní sektor obdrží pouze část úrokových výnosů, ale z důvodu nutnosti udržování kapitálové přiměřenosti musí tento výnos udržet ve formě vlastního kapitálu. Potom banky nemohou nakoupit od firem služby a vytvořit tak peníze nutné ke splacení firemních úvěrů.

22 V případě poskytnutí úvěru zavedenou velkou bankou se odliv rezerv víceméně kompenzuje přílivem rezerv z jiné banky.

23 Ačkoli ve jménu získání vkladatelů malé začínající banky v některých případech úročí vklady dočasně vyšší než mezibankovní sazbou

24 Uvažujeme-li hotovost, pak se mohou bankovní vklady pochopitelně proměňovat v případě zájmů klientů obchodních bank v hotovost.

25 Pro pořádek uveďme, že banky mají v této situaci v tomto modelu dočasně záporný kapitál.

Model 7

Funkční peněžní oběh²⁶

Obchodní banky				Firmy			
A		Z		A		Z	
Poskytnuté úvěry firmám		Běžné účty firem		Běžné účty firem		Přijaté úvěry od bank	
1) 500	5) 520	5) 520	1) 500	1) 500	5) 520	5) 520	1) 500
4) 20			2) 5	2) 5			4) 20
			3) 15	3) 15			
KS 1) 500		KS 1) 500		KS 1) 500		KS 1) 500	
KS 4) 520		KS 2) 505		KS 2) 505		KS 4) 520	
KS 5) 0		KS 3) 520		KS 3) 520		KS 5) 0	
		KS 5) 0		KS 5) 0			
Úrokové náklady		Úrokové výnosy		Úrokové náklady		Úrokové výnosy	
3) 15			4) 20	4) 20			3) 15
Náklady za firemní služby						Výnosy z poskyt. služeb	
2) 5							2) 5

Model 8

Problém hromadění peněžních prostředků v peněžním oběhu

Sektor obchodních bank				Nebankovní sektor S2			
A		Z		A		Z	
Poskytnuté úvěry S1		Běžné účty klientů S2		Běžné účty S2		Přijaté úvěry S2	
2) 400		3) 400 2) 400		2) 400 3) 400		2) 400	
KS 2) 400		KS 2) 400		KS 2) 400		KS 2) 400	
		KS 3) 0		KS 3) 0			
		Běžné účty klientů S1		Nemovitosti			
		PS 0,00		3) 400			
		3) 400		KS 3) 400			
		PS 0					
		KS 3) 400					
				Nebankovní sektor S1			
				A		Z	
				Běžné účty S3		Vlastní kapitál	
				0,00		1) 350	
				3) 400		KS 1) 350	
				KS 3) 400			
				Nemovitosti		Výnosy z nemovitosti	
				1) 350 3) 350		3) 50	
				KS 1) 350			
				KS 3) 0			

26 Autor zde upozorňuje, že se v žádném případě nejedná o realistický, nýbrž idealistický model, který za účelem dalšího výkladu představuje extrémní situaci, za které by bylo možno splatit všechny úvěry včetně úroků.

Mnohem podstatnějším činitelem, který může narušit plynulé splácení úvěrů, patří hromadění peněz (money hoarding). Fellner definuje úzeji hromaděné peníze jako „*zůstatky jiné než činné, [které] by nebyly drženy, pokud by jejich vlastník měl jistotu, že hodnota cenných papírů nebude klesat.*” (Fellner, 1943, s. 194) Fellnerova definice tedy zdůrazňuje především aspekt nejistoty. Emmer definuje hromadění šířeji z mezisektorového pohledu: „*Hromadění je dobrovolnou poruchou jednoho sektoru v rámci koloběhu příjmů v přenosu příjmů z jiného sektoru zpět na tento jiný sektor.*“ (Emmer, 1959, s. 162)

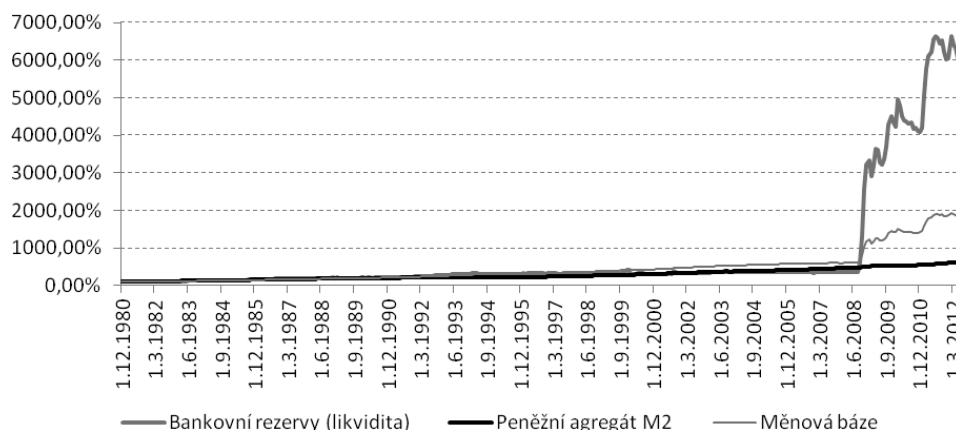
Emmerovu představu demonstrujeme modelem 8. V dané ekonomice existuje sektor obchodních bank a dále sektor klientů těchto bank, který v rámci daného modelu rozdělme na sektor S1 a sektor S2. Nejprve nebankovní sektor S1 postaví svépomocí nemovitosti, které ocení na 350 peněžních jednotek (operace 1). Poté nebankovní sektor S2 přijme od sektoru bank úvěry ve výši 400 (operace 2) a za těchto 400 peněžních jednotek nakoupí od sektoru S1 nemovitosti. Tato imaginární ekonomika se ocitá ve stavu, kdy dlužníci (S2) bank drží nemovitosti a přijaté úvěry ve výši 400 a tvůrci nemovitostí (S1) drží na svých účtech u bank peněžní zůstatek 400.

V případě, že by sektor S2 poskytl sektoru S1 kupříkladu služby, za které by sektor S1 zaplatil zmiňovaných 400, sektor S2 by mohl splatit závazky vůči bankám. Všechny peníze v ekonomice by zanikly a produkt by se zvýšil o nemovitosti postavené sektorem S1 a služby poskytnuté sektorem S2. V případě, že by se však sektor S1 rozhodl držet své vydělané peníze (nebo alespoň jejich část) na účtech u bank do nekonečna, pak ceteris paribus neexistuje možnost splácení úvěrů pro sektor S2, čímž dojde k poruše peněžního oběhu.

Zmiňme dvě možnosti řešení, díky kterým by bylo možné vyhnout se bankrotu subjektů S2. Buď bankovní sektor poskytne sektoru S2 nové úvěry za účelem splacení úvěrů starých (poroste peněžní zásoba M) nebo bude využit některý z nástrojů hospodářské politiky k transferu peněz od sektoru S1 k sektoru S2 (zvýšení rychlosti obratu peněz V).

5. Vliv peněžního oběhu na reálnou ekonomiku: případ USA

V předchozích částech jsme uvedli, že peníze jsou převážně dluhovým nástrojem a jsou splatné. Pokud jeden subjekt zadržuje peníze, které si nepůjčil, pak určitě existuje jiný subjekt, kterému tyto peníze budou ke splacení chybět. Otázkou zůstávají dopady na reálnou ekonomiku. Jako příklad vezmeme velkou ekonomiku s širokou dostupností ekonomických ukazatelů – Spojené státy americké.

Graf 1**Vývoj rezerv, peněžního agregátu M2 a měnové báze (1. 11. 1980 = 100 %)**

Pramen: FRED (2013).

Nejprve však v tomto ohledu pojednejme o rezervách, které se vyznačují nízkým přímým dopadem do reálné ekonomiky. Rezervy slouží jako platidlo mezi bankami a centrální bankou a mezi bankami navzájem. Nelze je užít jako platidlo mezi obchodní bankou a nebankovním subjektem (vyjma státu). Banky za ně rovněž směňují oběživo v případě zájmu o držení oběživa svých klientů. Vážný dopad na reálnou ekonomiku může mít nedodání rezerv centrální bankou. V určitých případech takto hrozí destabilizace celého finančního systému.²⁷ Příkladem je „run“ na banky z roku 1929, kdy FED nedodal rezervy obchodním bankám, které za ně tak nemohly směnit žádané oběživo a rovněž nebyly schopny splácet závazky vůči jiným věřitelským bankám, které se tak dostávaly do potíží.²⁸

Graf 1 představuje procentní vývoj rezerv, peněžního agregátu M2 a měnové báze v USA mezi 1. listopadem 1980 a 1. listopadem 2012. Z grafu je patrné, že vývoj bankovních rezerv více méně kopíruje vývoj peněžního agregátu (to souvisí s akomodativní rolí centrální banky). Od konce roku 2008 můžeme pozorovat masivní nárůst rezerv. Jedná se o rezervy dodávané FEDem od doby vypuknutí finanční krize odstartované pádem banky Lehman Brothers. Je zřejmé, že FED se zde choval přesně opačně než v roce 1929, kdy naopak rezervy v potřebném množství nedodal. Zároveň je z grafu 1 bez znalosti reálií zřejmé, že k žádnému runu na banky po roce 2008 pravděpodobně nedošlo. Pokud by k němu došlo, měnová báze (jejíž součástí je zároveň oběživo) by

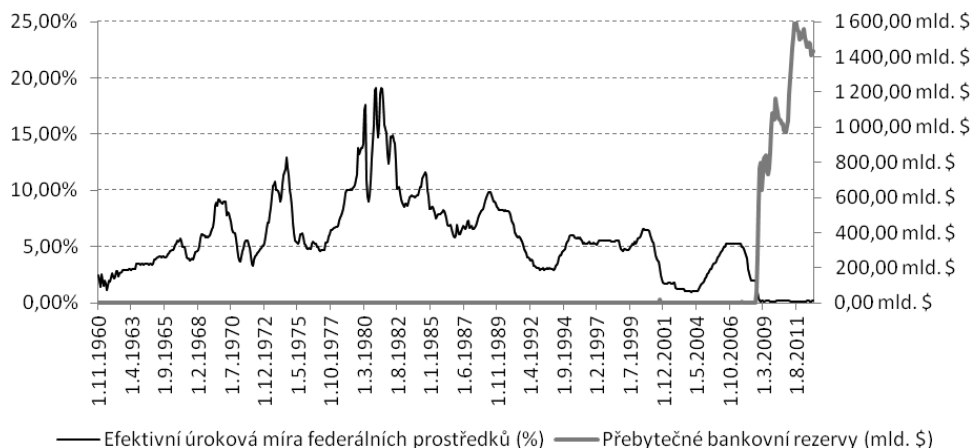
27 Udržování stability finančního sektoru je hlavním cílem centrální banky především v očích post keynesovských horizontalistů (viz Kaldor, 1970).

28 Milton Friedman ve své knize Svoboda volby (1992) dává FEDu za vinu zásadní prohloubení hospodářské krize právě v důsledku nedodání rezerv.

pravděpodobně rostla více než samotné rezervy – za předpokladu, že by poptávané množství oběživa bylo vyšší než aktuální stav volných rezerv.²⁹

Graf 2

Vývoj úrokové míry federálních prostředků a přebytečných bankovních rezerv

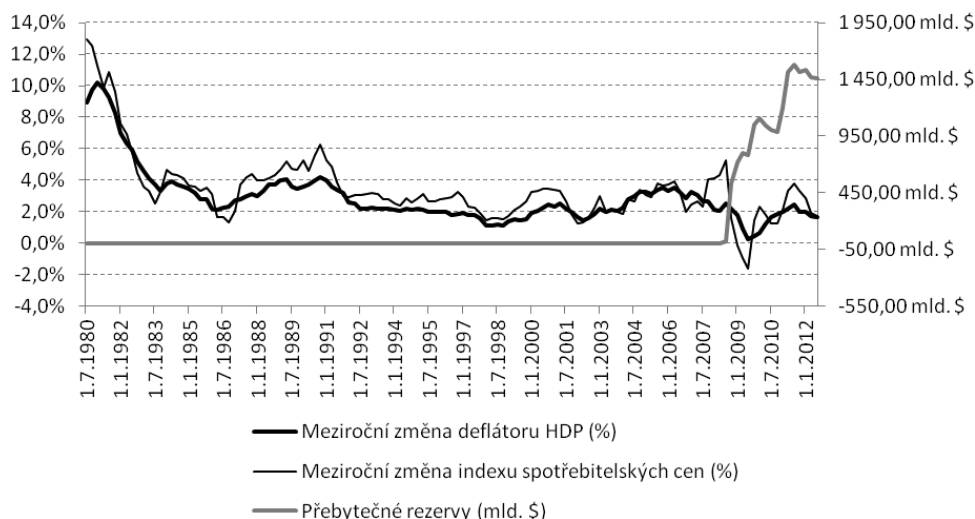


Pramen: FRED (2013).

Nadměrné zvyšování bankovních rezerv je netradičním nástrojem měnové politiky a je součástí takzvaného procesu „kvantitativního uvolňování“, kdy centrální banka nakupuje aktiva (v USA zejména hypoteční zástavní listy a dlouhodobé státní dluhopisy) za nově vytvořené rezervy od obchodních bank (Getler, Karadi, 2012). Tento netradiční postup může být použit zejména v případě „nulových“ úrokových sazeb (pokud by byl použit dříve, mezibankovní úrokové sazby by v důsledku vysokého přebytku rezerv mohly k nule spadnout). Vývoj mezibankovních úrokových sazeb a přebytečných rezerv ukazuje graf 2.

Na tomto místě se nelze nevyjádřit k často slýchaným názorům, že FED bezostyšně „tiskne“ peníze, což bude v budoucnu způsobovat vysokou inflaci až hyperinflaci. Technicky FED neemituje peníze (nenakupuje-li aktiva přímo od nebankovních subjektů) obíhající v ekonomice, emituje pouze rezervy. Navíc, jak můžeme vidět na grafu 3, významný nárůst míry inflace se ani po čtyřech letech kvantitativního uvolňování nekoná. Toto jen potvrzuje nízký až žádný přímý vliv emise rezerv centrální bankou na reálnou ekonomiku.

29 Jinými slovy, autor předpokládá, že stav volných rezerv by byl v době runu na minimální úrovni. Run na banky (spočívající ve výběru oběživa) po realizaci kvantitativního uvolňování by pro většinu bank neznamenal problém.

Graf 3**Vývoj CPI, deflátoru HDP a bankovních rezerv**

Pramen: FRED (2013).

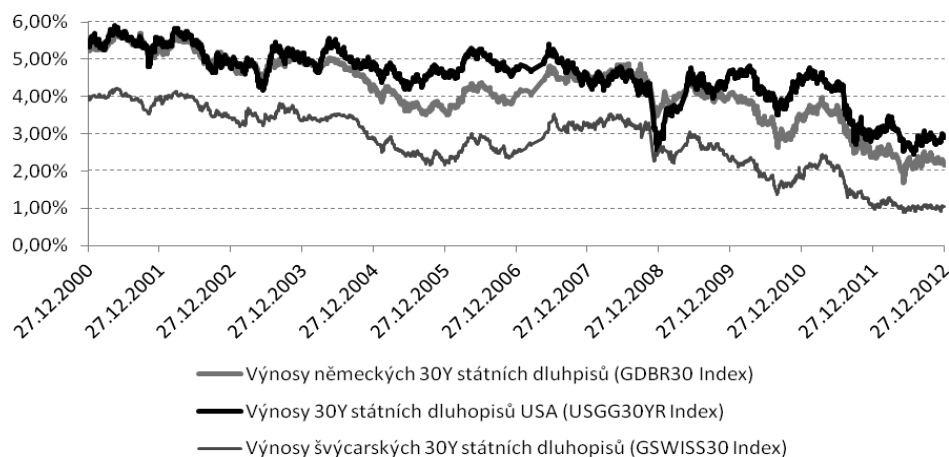
Richard Koo píše: „*Nejenže masivní injekce likvidity FEDu v USA a BoE ve Velké Británii selhala v zabránění poklesu úvěrování soukromého sektoru, ale zároveň pomohla jen k nepatrnému zvýšení peněžní zásoby. Je to přesně totéž, co se stalo v Japonsku po splasknutí bubliny [hypoteční] v roce 1990*“ (Koo, 2011, s. 20). Je tedy evidentní, že o žádném „tištění“ hotovostních peněz, resp. oběživa nemůže být řeč. Meziroční hodnota inflace (měřená indexem spotřebitelských cen i deflátozem HDP) zůstává ke konci roku 2012, tedy více než 4 roky po spuštění prvního kola kvantitativního uvolňování, pod 2%.

Podstatné je zmínit, že samotné kvantitativní uvolňování slouží k jinému účelu, než k ovlivňování peněžní zásoby. V případě FEDu se vedle stabilizace mezibankovního trhu a snahy o podporu úvěrové expanze (Bernanke, 2009) jedná o ovlivňování dlouhodobé úrokové sazby.³⁰ Tím, že americká centrální banka nakupuje od obchodních bank federální dluhopisy, snižuje jejich výnosy. Nutno konstatovat, že tímto svým počínáním k tomuto trendu FED pouze přispívá, nikoli zcela určuje. Na grafu 4 můžeme pozorovat vývoj výnosů 30letých státních dluhopisů Německa, USA a Švýcarska.

Z grafu je patrné, že výnosy tendují od propuknutí krize k nízkým hodnotám ve všech zmíněných zemích. V Německu sice ECB prováděla operace na podporu

30 Zde vidíme kontrast s tradičním operativním kritériem měnové politiky – ovlivňování krátkodobé úrokové sazby.

likvidity bankovního sektoru³¹, účelem jejích operací však rozhodně nebyl nákup německých státních dlouhodobých dluhopisů. Švýcarská centrální banka se zabývá spíše operacemi na devizovém trhu. Přesto se v těchto zemích pohybují výnosy takto dlouhodobých dluhopisů blíže 1 % než v USA, kde byla v rámci kvantitativního uvolňování poptávka iniciována uměle FEDem. To může znamenat, že mnohem významnější vliv na výnosy má „nálada na trhu“. Investoři totiž v prostředí nejistoty a vysoké rizikovosti na trzích „utíkají“ k bezrizikovým cenným papírům. Ukázkou je prudký pokles výnosnosti bezprostředně po krachu Lehman Brothers (graf 4). Ekonomická teorie zároveň nabízí vysvětlení v jedné z částí transmisního mechanismu peněz, kdy snižováním základní úrokové sazby centrální banky začnou ekonomické subjekty preferovat držení dluhopisů namísto prostředků na běžných účtech, neboť tato držba se „prodrazuje“ snižováním sazeb úročení vkladů. V praxi je nicméně efekt této teorie přinejmenším diskutabilní, neboť dluhopisy jsou do jisté míry rovněž navázány na základní sazby peněžního trhu³² a navíc existuje mnoho jiných finančních i nefinančních nástrojů, které jsou méně citlivé na změny sazeb. Je však možné konstatovat, že tři výše zmíněné faktory se ve větší či menší míře podílejí na poklesu výnosnosti státních dluhopisů, což zlevňuje obsluhu státního dluhu.

Graf 4**Vývoj 30letých státních dluhopisů ve vybraných zemích**

Pramen: Bloomberg (2013).

31 Zejména se jednalo o program dlouhodobých refinančních operací LTRO (longer-term refinancing operations), který spočívá v rozšíření přijímaného kolaterálu a prodloužení splatnosti operací.

32 Jedná se zejména o dluhopisy s variabilní úrokovou sazbou, která je odvozena od sazby peněžního trhu (např. 6M PRIBOR), přičemž dochází k časté refixaci této sazby (například čtvrtletně).

Přístupme nyní k samotné analýze vlivu peněz emitovaných obchodními bankami, jež významný přímý vliv na reálnou ekonomiku mají. Tyto peníze obíhají v reálné ekonomice, nemohou obíhat mezi bankami (k tomuto oběhu jsou vyhrazeny rezervy) a jsou součástí peněžních agregátů, jak již bylo zmíněno v části 2. Jsou to ony peníze, které hrají roli ve známé kvantitativní rovnici směny³³:

$$M \cdot V = P \cdot Q,$$

kde M je peněžní zásoba, V je rychlost obratu peněz, P je cenová hladina, Q je reálný produkt.

Tato rovnice je velmi známá a všeobecně přijímaná. Milton Friedman o ní dokonce prohlásil, že pro ekonomy znamená totéž, co pro fyziky Einsteinova rovnice $E = mc^2$. Interpretace vlivů jednotlivých veličin obsažených v rovnici se však mezi ekonomy velmi různí. V neoklasickém pojetí, známém pod názvem „kvantitativní teorie peněz“ jsou rychlost obratu peněz a produkt stabilní, zatímco změny v peněžní zásobě se promítají pouze v růstu cenové hladiny. V pojetí Milтона Friedmana je stabilní rychlost obratu peněz. V krátkém období může vlivem růstu peněžní zásoby růst produkt. V dlouhém období však růst peněžních agregátů působí pouze na cenovou hladinu (Friedman, 1969). Méně se hovoří již o schumpeteriánském pojetí, které není ve vztahu ke kvantitativní rovnici explicitně vyslovováno. Podnikatel jako inovátor obdrží od banky úvěr, čímž obdrží novou kupní sílu, vytrhne pracovní sílu ze stávajícího procesu a zahajuje novou výrobu. Ve vztahu k rovnici směny by to znamenalo, že zvýšení peněžní zásoby v důsledku vytvoření nové kupní síly by se v krátkém období promítalo do růstu cenové hladiny. Po inovacích ve výrobě (v případě, že by byl podnikatel úspěšný) by se zvýšil reálný produkt a inovace by snížila ceny. Tedy v kontradikci s friedmanovským pojetím by v dlouhém období nárůst peněžní zásoby působil na růst produktu, zatímco v krátkém na růst cenové hladiny.

V reálné ekonomice může být pravda uprostřed. Rozložení váhy vlivu růstu peněžní zásoby na produkt a cenovou hladinu závisí na poměru efektivního a neefektivního úvěrování bankami. Za efektivní úvěrování můžeme považovat například úvěry firmám, které budou v budoucnu inovovat výrobu. Za neefektivní úvěrování můžeme považovat například úvěry firmám, které v budoucnu nebudou úspěšné, z trhu odejdou, nesplátí úvěr a zbankrotují. Nové peníze tak v ekonomice nepřispějí ke snížení nákladů prostřednictvím inovace. Otázkou zůstávají například spotřebitelské úvěry nebo hypoteční úvěry, které jistě přispívaly v předkrizovém období k růstu cen nemovitostí.

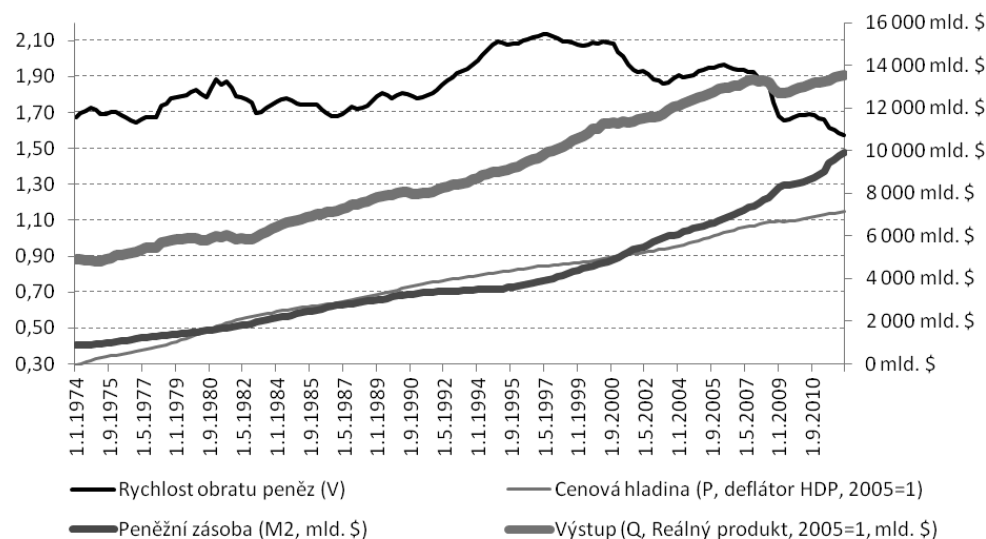
Pokračujme v tomto ohledu ve zkoumání ekonomiky USA. V kvantitativní rovnici použijme skutečné makroekonomické agregáty:

$$M2 \text{ (peněžní agregát } M2) \cdot V2 \text{ (rychlost obratu } M2) = P \text{ (deflátor HDP)} \cdot Q \text{ (reálné HDP)}.$$

33 Pro připomenutí, jako první formuloval tuto kvantitativní rovnici americký ekonom Irving Fisher.

Veličiny M2, P a Q jsou měřeny federálními institucemi. V2 můžeme dopočítat jednoduchou úpravou rovnice. Zanesení těchto veličin pro jednotlivé roky můžeme vidět na grafu 5. Jak je z grafu patrné, nejméně stabilní hodnoty vykazuje veličina rychlost obrátu peněz, což je z pohledu grafu způsobeno přibližováním křivky reálného produktu a křivky peněžní zásoby. Růstově nejstabilnější veličinou je naopak cenová hladina (měřená deflátorem HDP). Svízle tkví v tom, že peníze, které jsou součástí peněžního agregátu M2, mají dluhovou podstatu a pokud se růst peněžní zásoby nepromítá do růstu produktu, nýbrž dochází k poklesu rychlosti obrátu peněz V2, potom se dluhový problém, jak uvidíme v další části, stává mnohem palčivějším – dochází k nadměrnému hromadění peněz (money hoarding).

Graf 5
Vývoj ukazatelů kvantitativní rovnice v USA



Pramen: FRED (2013).

6. Vliv peněžního oběhu na hospodářský cyklus: případ USA

Hospodářský cyklus je v ekonomické vědě fenoménem, který zatěžuje hlavy ekonomů již od 19. století. Od počátku 20. století ekonomové pozorovali dvě hluboké (1929, 2008) a řadu mělkých hospodářských krizí. Mělké krize jsou vysvětlovány různými standardními teoriemi, jako jsou teorie reálných cyklů. Zatímco mělké krize jsou považovány kapitalistickým ekonomikám přirozené, pro hluboké krize se často hledají speciální teorie, způsoby řešení či způsoby zamezování jejich vzniku.³⁴

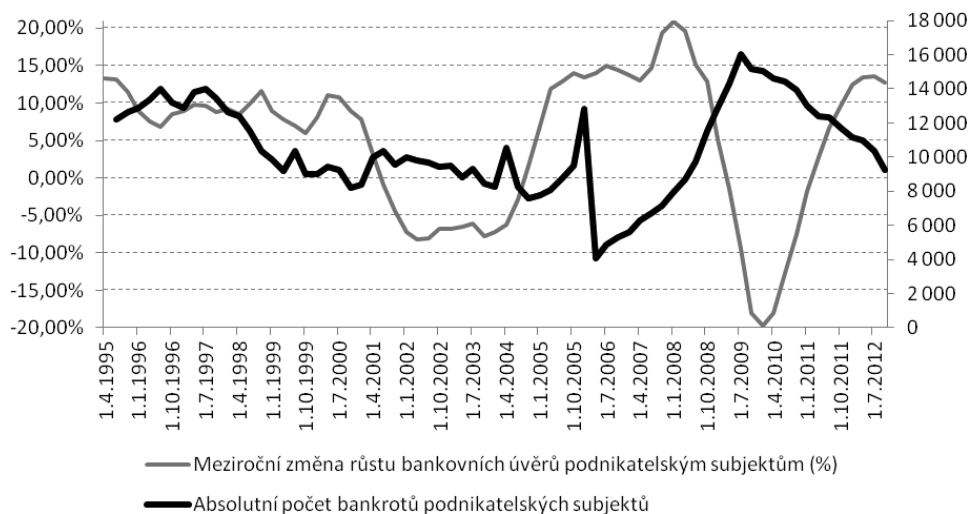
³⁴ Mezi novější teorie vysvětluující hluboké krize patří například teorie rozvahové recese (viz Koo, 2011).

Zaměříme se při zkoumání hospodářského cyklu na hlavní pilíř kapitalistické ekonomiky ve „střihu“ 21. století, kterým je závislost na úvěru. Pokud nepředpokládáme ideální situaci, kde všechny peníze ihned oběhnou a dostanou se k dlužníkům bank, aby tito dlužníci mohli splatit své úvěry (jak je demonstrováno v modelu 7), pak je nutnou, nikoli postačující podmínkou k dosažení bezcyklického vývoje alespoň mírně akcelerující růst bankovních úvěrů. Je to způsobeno tím, že v reálném světě existují minimálně dočasně hromaděné peníze (nehledě na dlouhodobě hromaděné peníze).

Graf 6 zobrazuje cyklický vývoj tempa růstu objemu bankovních úvěrů podnikatelským subjektům a porovnává ho s absolutním počtem bankrotů podnikatelských subjektů v daném časovém rozmezí ve Spojených státech. Vývoj ukazuje, že dva sledované ukazatele působí „protichůdně“. Ve chvíli kdy tempo růstu bankovního úvěrování klesá, dlužníci nejsou schopni splácet bankovní úvěry a počet bankrotů se zvyšuje a naopak. To poukazuje na závislost cyklů na úvěrování. Změny růstu v bankovním úvěrování můžeme zkoumat vzhledem ke změnám v růstu nominálního HDP, jakožto ukazatele hospodářského výkonu. Vzájemnou korelaci těchto indikátorů mezi lety 1974 a 2012 ukazuje graf 7.

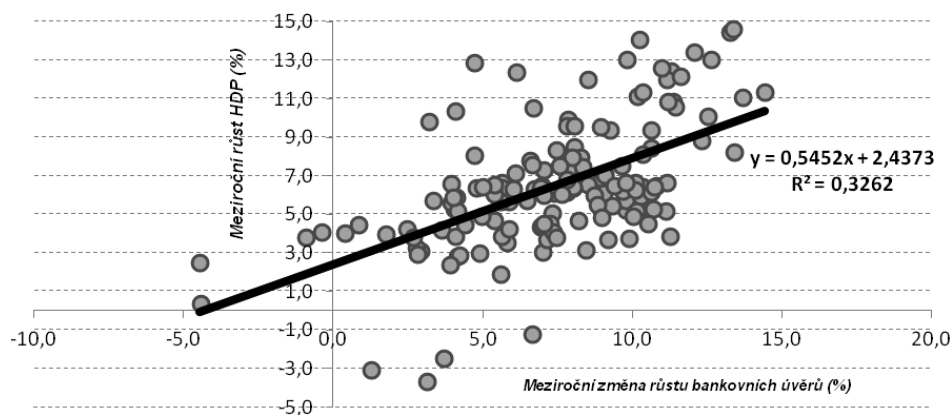
Graf 6

Vztah přírůstků objemu bankovních úvěrů podnikatelům a absolutního počtu podnikatelských bankrotů

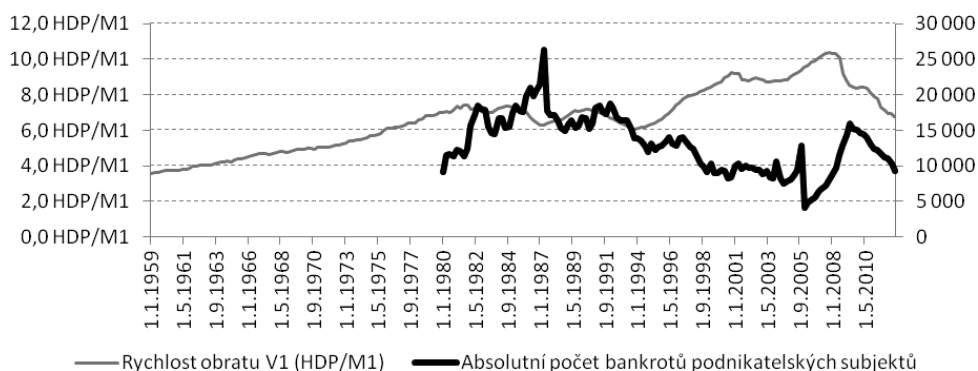


Pramen: American Bankruptcy Institute (2013), FRED (2013).

Existuje však jiná veličina, jejíž růst umožňuje méně problémové splácení dluhů. Jedná se o rychlost obratu peněz, která roste za předpokladu, že ekonomické subjekty peníze nehromadí, nýbrž utrácí. Vývoj ukazatele V1 (jakožto vývoj rychlosti obratu peněžního agregátu M1) je porovnáván na grafu 8 s absolutním počtem bankrotů podnikatelských subjektů. Podobné srovnání s vývojem rychlosti obratu peněžního agregátu M2 ukazuje graf 9.

Graf 7**Korelace růstu bankovních úvěrů a růstu nominálního HDP**

Pramen: FRED (2013).

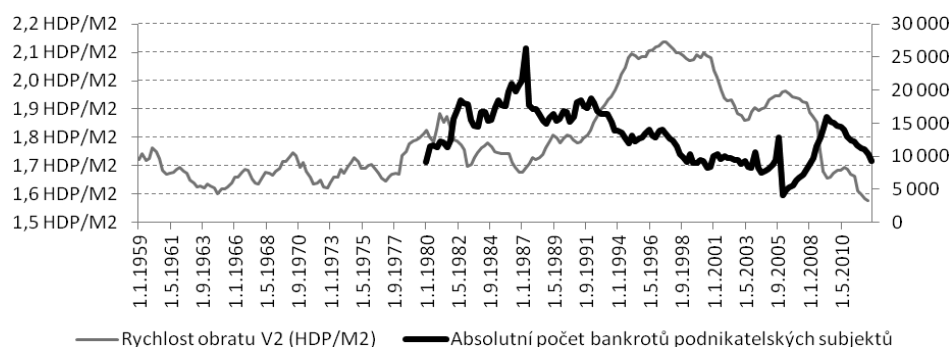
Graf 8**Srovnání vývoje rychlosti obrátu V1 a absolutního počtu podnikatelských bankrotů**

Pramen: American Bankruptcy Institute (2013), FRED (2013).

Můžeme konstatovat, že vývoj změny rychlosti obrátu peněz působí proti absolutnímu počtu bankrotů, podobně jako je tomu v případě změny bankovních úvěrů. V tomto ohledu vyvstává otázka, jak je možné, že obě veličiny „působí“ stejným směrem proti růstu počtu bankrotů, víme-li z kvantitativní rovnice, že je-li růst M rychlejší než růst Q, pak při stabilním P musí V nutně klesat. Abychom tuto otázku vyjasnili, vynesme nyní data USA z kvantitativní rovnice směny do grafu 10 v přírůstkovém tvaru společně s absolutním počtem bankrotů podnikatelských subjektů.

Graf 9

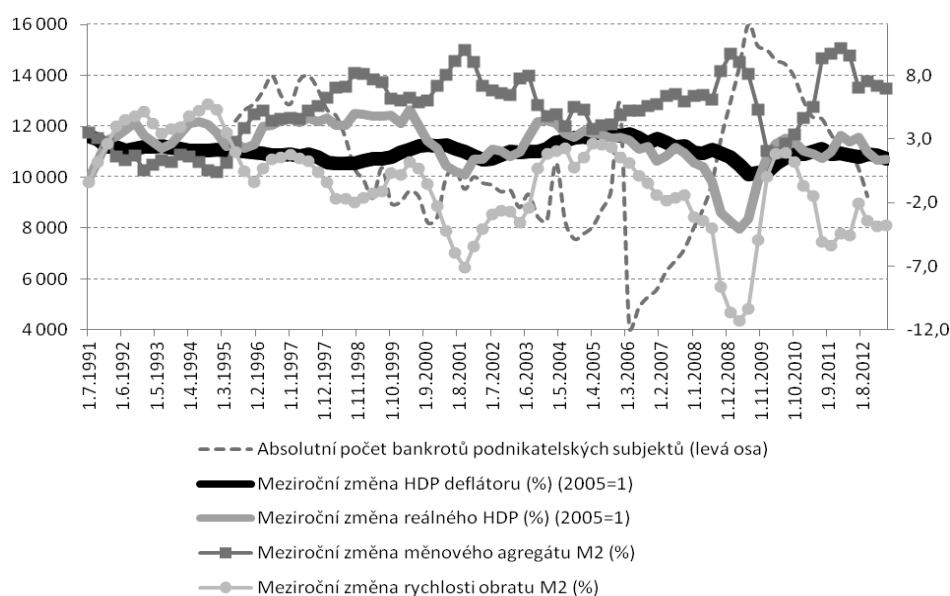
Srovnání vývoje rychlosti obrátu V2 a absolutního počtu podnikatelských bankrotů



Pramen: American Bankruptcy Institute (2013), FRED (2013).

Graf 10

Přírůstková data kvantitativní rovnice směny a absolutního počtu podnikatelských bankrotů



Pramen: FRED (2013), American Bankruptcy Institute (2013), vlastní výpočty.

Jak patrné z grafu 10, nejstabilnější rostoucí veličinou je cenová hladina (P). Předpokládáme-li tedy, že růst cenové hladiny je více méně stabilní, pak klesá-li rychlost obrátu peněz (V) rychleji než roste peněžní zásoba (M, potažmo objem poskytnutých úvěrů), pak reálný produkt (Q) klesá a počet bankrotů roste. Tentýž důsledek platí i opačně v případě, že peněžní zásoba (M) klesá rychleji, než roste rychlost obrátu peněz (V). Rozdíl je v tom, že jsou-li bankrotы eliminovány růstem peněžní zásoby, v ekonomice

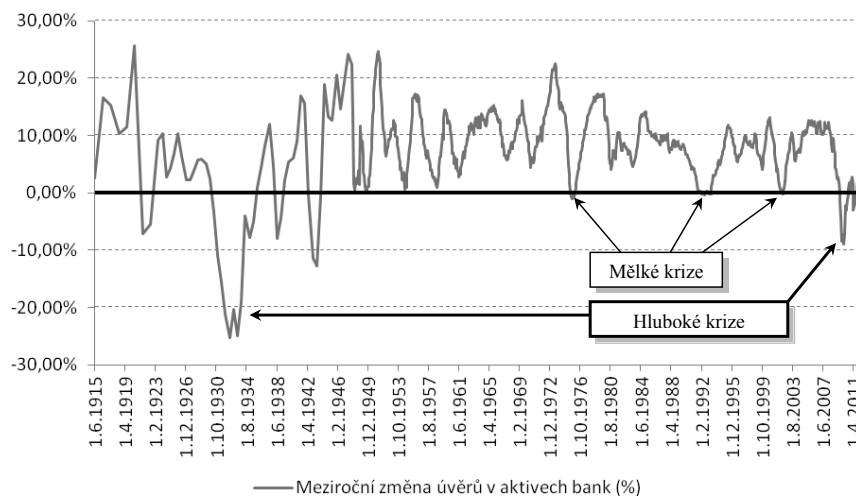
se splácí staré dluhy novými, zatímco jsou-li bankrotы eliminovány růstem rychlosti obratu peněz, v ekonomice klesá objem hromaděných peněz a staré dluhy je možno splácet existujícími penězi – zadlužené sektory dostanou šanci splácet úvěry, aniž by muselo docházet k novému zadlužení.³⁵

Vrátíme-li se k výše položené otázce, odpovědí musí být časové zpoždění³⁶ – tempo rychlosti obratu peněz i tempo růstu peněžní zásoby klesá „oproti“ růstu počtu bankrotů v jiný čas, jak je patrné z grafu 10. Dále, jak vidno z grafů 8, 9 i 10, od roku 2010 můžeme být svědky „stabilního“ poklesu rychlosti obratu peněz, přičemž určitý růst produktu je „tažen“ spíše růstem peněžní zásoby (objemu úvěrů), zřejmě v důsledku vyšších vládních výdajů.

Z uvedených dat a teorií můžeme vyvodit jeden závěr. Zatímco splácení dluhů založené na růstu objemu úvěrů (růstu M) znamená vymítání čerta d'ablem (neboť staré dluhy jsou spláceny větším objemem dluhů nových), snadnější splácení dluhů díky zvyšování rychlosti obratu peněz znamená, že ekonomické subjekty zvyšují spotřebu a investice (méně hromadí peníze), které se dostávají snadněji zpět k dlužníkům, kteří tak mohou úvěry splácet, aniž by ke splácení bylo nutné znovu se zadlužovat tak rychlým tempem. Kladné tempo růstu objemu bankovních úvěrů je však nutné, jednak proto, že vždy budou existovat alespoň dočasně hromaděné peníze a rovněž proto, že „táhnout“ růst reálného produktu (Q) pouze zvyšováním rychlosti obratu peněz (V) je v praxi nereálné.³⁷

Grafy 11

Vývoj objemu úvěrů v rozvahách obchodních bank v USA za posledních 100 let



Pramen: Fraser 1943, Fraser 1976, FRED (2013).

35 Pokud například sektor domácností začne relativně více utrácet, jeho vklady se přesunou k sektoru firem, které tak snadněji mohou splácet „staré“ úvěry. Příklad byl zapracován na základě doporučení oponenta.

36 Toto vysvětlení bylo zapracováno na základě námětu oponenta.

37 Autor uvažuje stabilní růst cenové hladiny. Jinými slovy neuvažuje možnost, že by růst reálného produktu (Q) mohl být spojen s deflací (poklesem P). Deflace je v praxi většinou spojena s reálným hospodářským poklesem.

Vztáhneme nyní vliv dluhové podstaty peněz a jejich oběhu na hospodářský cyklus. Mělké krize jsou, mimo jiné, způsobeny pouhým poklesem tempa růstu objemu bankovních úvěrů (případně zanedbatelným absolutním poklesem). Hluboké krize jsou způsobeny nikoli pouze poklesem tempa růstu, ale výrazným absolutním poklesem objemu bankovních úvěrů společně s výrazným propadem rychlosti obratu peněz, přičemž rozbuškou je splasknutí velké finanční bubliny, kolaps bankovního sektoru a následná nejistota na trzích. Na grafu 11 můžeme pozorovat, jak se v průběhu posledních sta let různě hluboké míry poklesu objemu úvěrů v aktivech bank podepisovaly na hloubkách krizí. To vše jen dokazuje, jak moc jsme závislí na růstu objemu úvěrů.³⁸

Závěr a formulace návrhů hospodářsko-politických cílů

Z empirie platí, že bankovní rezervy emitované centrální bankou mají zanedbatelný a nepřímý vliv na reálnou ekonomiku, zatímco bezhotovostní peníze emitované obchodními bankami hrají významnou roli v kvantitativní rovnici směny a mohou působit na růst reálného produktu či růst cenové hladiny.

Hospodářské cykly jsou provázány poklesy úvěrové aktivity, jejichž rozbuškou jsou události vedoucí k nejistotě na trhu. Při poklesu objemu bankovního úvěrování či poklesu rychlosti obratu peněz roste v důsledku nemožnosti splácet dluhy počet bankrotů a naopak. Pokud se jedná pouze o pokles tempa růstu objemu bankovních úvěrů, dochází k mělkým krizím. Pokud se jedná o výrazný absolutní pokles objemu bankovních úvěrů, dochází ke krizím hlubokým, které jsou zásadním způsobem umocněny poklesem rychlosti obratu peněz, která v sestupné fázi cyklu v souvislosti s hromaděním peněz klesá. Vlády pak obvykle sahají k fiskálním expanzím, jež zastaví pokles či dokonce podpoří růst peněžní zásoby (podpora růstu M) na úkor státního dluhu. Zbývá jednoduchá otázka, jak zvýšit rychlost obratu peněz a dostat tak peněžní prostředky od těch, kteří je hromadí (ať už účelově, či se bojí investovat), k těm, kteří je dluží (podpora růstu V).³⁹

Existuje řada nástrojů hospodářské politiky, které jsou užívány k řešení hospodářské krize. Pomineme-li mělké krize, zkusme nastínit možnosti řešení současné hluboké krize za předpokladu, že je způsobena poruchou v peněžním oběhu – zastavením úvěrování, hromaděním prostředků a poklesem v hodnotě aktiv ekonomických subjektů. Postupujme od tradičních nástrojů po nástroje netradiční.

Měnová politika je užívána typicky v případech, kdy dochází ke „zpomalení“ úvěrové aktivity. Sazby jsou však již na nule, přesto k žádoucí úvěrové reakci nedochází. Politika kvantitativního uvolňování je zřejmě ze své podstaty vzhledem k tomuto cíli spíše neúčinná. Data z USA z let 2012 a 2013 jsou sice v tomto ohledu pozitivní, jedná se nicméně pravděpodobně spíše o důsledek fiskální expanze.

Fiskální expanze je typicky keynesovským nástrojem léčení krize. Podstatou je zvýšit zadlužení vlády a investovat půjčené prostředky (nové peníze) v ekonomice. V nejmodernějším pojetí „rozvahové recese“ je tak činěno proto, aby se v čase této fiskální expanze mohl oddlužit soukromý sektor. Richard Koo píše: *„Jakým způsobem jsou peníze [státní] utráceny je během rozvahové recese převážně irelevantní, podstatné*

38 Tím autor nenavrhuje nutnost stabilizace peněžní zásoby, pouze upozorňuje na určitý fakt.

39 Přitom všem stále platí, že kauzality v rámci kvantitativní rovnice směny nejsou zcela jednoznačné. Například M může působit na Q. Při odbytových potížích firem tomu může být naopak.

je, že peníze jsou utráceny“ (Koo, 2011, s. 33). Tento přístup sice může pomoci k oddlužení soukromého sektoru, zanedbává však silně dopady na reálnou ekonomiku. Pokud vláda utratí peníze neefektivně, M v kvantitativní rovnici bude působit pouze na P a vládní výdaje tak povedou k růstu inflace. Naopak, pokud provede vláda „inovační“ investici (např. do vzdělání, vědy a výzkumu), M může působit dlouhodobě na Q . Vládní investice jsou nicméně obecně považovány za méně efektivní. Ušlechtilost keynesovského řešení ztrácí na svém lesku tím, že vlády se neustále zadlužují i během konjunktury, což v teorii Keynesa nebylo předpokládáno!

Jako další nástroj jmenujme silnou daňovou progresi. Takováto redistribuce bohatství může částečně pomoci při řešení dlužnických vztahů, protože přerozděluje příjmy od občanů hromadících peněžní prostředky k občanům, kteří mají nízké příjmy a potřebují splácet dluhy, což posiluje agregátní poptávku a umožňuje snazší splacení dluhů. Neřeší však problém již nahromaděných peněz a může oslabovat ekonomickou aktivitu majetnějších vrstev. Nabízí se tedy možnost nikoli redistribuovat bohatství, nýbrž přerozdělit pouze peněžní aktiva. A to spíše motivací než donucováním. Majetnější vrstvy mohou být motivovány držet namísto peněžních aktiv (které potřebují méně majetné vrstvy obyvatel ke splacení dluhů), nepeněžní aktiva. Může tak být činěno prostřednictvím opatření, jež by motivovala k výměně peněz v portfoliu bohatších lidí za reálná aktiva (například za zlato, neboť zlato není splatné a tudíž nikomu neschází). Nástroje k dosažení takového cíle mohou být různé od zdaňování (jedná se spíše o penalizaci) peněžního majetku až po nejruznější daňové stimuly (např. vysoké daňové odpisy).⁴⁰ Analýza takových hospodářsko-politických nástrojů a jejich výhod a nevýhod, nechť je předmětem dalšího zkoumání.

Druhá a pro mnohé ekonomy jistě podstatnější otázka je prevence. Zde autor směřuje k otázce (de)regulace bankovního sektoru a vynucování pravidel. Pokud by banky poskytovaly úvěry bonitnějším klientům⁴¹, u kterých existuje vysoká pravděpodobnost získání zdrojů potřebných ke splacení úvěrů v budoucnu, vyšší rychlost obratu peněz by mohla kompenzovat nižší růst peněžní zásoby. Jedná se nicméně opět o otázku na zevrubnou studii.

Literatura

- AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE. [3. 4. 2013]. www.abiworld.org.
- BERNANKE, B. S. The Crisis and the Policy Response. *BIS Review*. 2009, no. 3. London : London School of Economics.
- BLOOMBERG. [15. 5. 2013].
- EMMER, R. A Concept of Hoarding. *The Review of Economics and Statistics*. 1959, vol. 41, no. 2, Part 1 (May), s. 162–169. The MIT Press.
- www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm.
- FELLNER, W. Monetary Policies and Hoarding in Periods of Stagnation. *Journal of Political Economy*. 1943, vol. 51, no. 3 (Jun), s. 191–205. The University of Chicago Press.
- FONTANA, G. Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation. *Review of Political Economy*. 2003, vol. 15, no. 3, s. 291–314.

40 Autor si je vědom toho, že tyto nástroje mají řadu nedostatků. Tudíž je předkládá spíše jako náměty k diskusi, než jako jistě fungující hospodářsko-politická opatření.

41 K čemuž politika podpory hypotečních úvěrů v USA rozhodně nepřispěla.

- FRASER. *Banking and Monetary Statistics 1914–1941*. Washington, D.C. : Federal Reserve Archive, 1943.
- FRASER. *Banking and Monetary Statistics 1941–1970*. Washington, D.C. : Federal Reserve Archive, 1976.
- FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis. [8. 5. 2013]. <http://research.stlouisfed.org>.
- FRIEDMAN, M.; FRIEDMAN, R. *Svoboda volby*. Praha : Liberální institut, 1992. 318 s. ISBN 80-85467-85-2.
- FRIEDMAN, M. *Za vším hledej peníze*. Praha : Liberální institut, 1997. 264 s. ISBN 80-7169-480-0.
- FRIEDMAN, M. *The Optimum Quantity of Money*. New Brunswick : Transaction Publishers, 2009. 296 s. ISBN 978-1-4128-0477-6
- GERTLER, M.; KARADI, P. QE 1 vs. 2. vs 3... *A Framework for Analyzing Large Scale Asset Purchase as a Monetary Policy Tool*. New York : NYU and ECB, 2012.
- HOLMES, R. A. Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth. Federal Reserve Bank of Boston. Controlling Monetary Aggregates, June 1969, s. 65–77.
- JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha : Grada, 2004. 744 s. ISBN 80-247-0769-1.
- JÍLEK, J.; SVOBODOVÁ, J. *Účetnictví bank a finančních institucí*. Praha : Grada, 2009. 584 s. ISBN 978-80-247-3048-6.
- KALDOR, N. The New Monetarism. *Lloyds Bank Review*. 1970, March.
- KOO, R. The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-world economics review*. 2011, no. 58, 12 December, s.19–37.
- MANKIW, G. *Macroeconomics*. 5th Ed. University of Harvard, 2001. ISBN 0716752379.
- MENGER, C. On the Origin of Money. *The Economic Journal*. 1892, vol. 2, no. 6 (Jun), s. 239–255
- MOORE, B. J. The endogenous money stock. *Journal of Post Keynesian Economics*. 1979, vol. 2, no. 1, 1979, s. 49–70.
- REVENDA, Z.; MANDEL, M.; KODERA, J. aj. 2012. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha : Management Press, 2012. 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.
- ROUSSEAS, S. W. *Post Keynesian monetary economics*. 2. Ed. New York : M. E. Sharpe, 1992. 136 s. ISBN 1-56324-082-3.
- SCHUMPETER, J. A. *History of economic analysis*. Oxford University Press, 1954. 1260 s. ISBN 0195105591.
- ŠTEKLÁČ, J. The Ontological Reflection of the Monetary Theories. *B&IT, Business & Information Technology*. 2013. sv. 3, no. 1, p. 20–40. ISSN 1805-3777.

THE INFLUENCES OF FINANCIAL INSTITUTIONS AND THE MONEY CIRCULATION MECHANISM ON BUSINESS CYCLES: THE CASE OF THE USA

Abstract: The aim of this paper is to analyze the structure of the current financial system, including money circulation in it, and define its influence on business cycles. The paper examines causes of disturbances in money circulation which lead to shallow or even deep economic crises. The role of central banks is marginal. The author concludes that proper functioning of the current financial system is subject to constant credit growth. If credit growth is insufficient, the system collapses due to money hoarding and other disorders in money circulation. It causes inability to repay the debts, which results in uncertainty and reduces aggregate demand. The entire study is based on US data.

Keywords: banks and other depository institutions, money supply, monetary policy, business cycle

JEL Classification: G210, E510, E520, E320