

# Konzultace

## KOMPARACE NOVÉHO KONSENSU JAKO TEORETICKÉHO RÁMCE CÍLOVÁNÍ INFLACE S POSTKEYNESOVSKOU EKONOMIÍ

Jan Korda, Vysoká škola ekonomická v Praze\*

---

### 1. Úvod

V posledních letech došlo k určité konvergenci v provádění měnové politiky, řada centrálních bank přešla k režimu cílování inflace a víceméně tak opustila kategorie nabídka peněz a poptávka po penězích.<sup>1</sup> V teoretické rovině vznikl v rámci nové keynesovské ekonomie tzv. nový konsensus,<sup>2</sup> který lze chápat jako teoretické zarámování současné měnové politiky, jež pracuje v režimu cílování inflace, a který vznikl zřejmě také díky skutečnosti, že monetární ekonomie byla vzdálena měnově politické praxi centrálních bank. V rámci makroekonomické stabilizace se měnová politika dostala do popředí oproti politice fiskální. Nový konsensus v oblasti měnové teorie a politiky jako jedna z hlavních oblastí výzkumu na tomto poli (Mankiw, 2003) vzbudil také zájem mnoha postkeynesovských ekonomů o tento moderní směr teorie měnové politiky. Možným důvodem je, že v současnosti není splněn učebnicový předpoklad exogenní nabídky peněz.<sup>3</sup> V posledních několika letech se začaly ze strany postkeynesovců

---

\* Článek vznikl za podpory grantu GA ČR č. 402/03/057H. Pracovní verze článku byla představena v roce 2007 (Korda, 2007). Autor děkuje doc. Jitce Koderové za cenné rady a připomínky, které přispěly ke zkvalitnění tohoto textu. Za veškeré případné chyby je však odpovědný autor.

- 1 Jistou výjimku představuje ve vyspělém světě Evropská centrální banka, která v rámci svého přístupu založeného na dvou pilířích používá vedle tzv. ekonomické analýzy také monetární analýzu.
- 2 Tento přístup také bývá označován jako nový konsensus v makroekonomii nebo (méně často) jako nová neoklasická syntéza. Stručně viz např. Romer (2000), Taylor (2000), Meyer (2001) nebo Koderová, Sojka, Havel (2008, kap. 11).
- 3 V souladu s Krejčím (1998) lze exogenitu a endogenitu nabídky peněz definovat ve smyslu dvou různých vymezení. Podle *kauzálního* vymezení bude exogenní nabídkou peněz rozuměna situace, kdy v rámci určitého modelu peníze ovlivňují jiné veličiny obsažené v tomto modelu a současně jinými veličinami ovlivňovány nejsou, a endogenní nabídkou peněz situace, kdy množství peněz v oběhu je ovlivňováno jinými veličinami. Podle *behaviorálního* vymezení bude exogenní nabídkou peněz rozuměna situace, kdy je centrální banka schopna množství peněz v ekonomice ovládat s požadovanou přesností. Pokud toho centrální banka není schopna, pak bude nabídka peněz považována za endogenní.

objevovat i články věnující se přímo novému konsensu a cílování inflace jako režimu měnové politiky teoreticky spadajícího do nového konsensu.

Cílem této stati je provést komparaci nového konsensu a cílování inflace s postkeynesovskou ekonomikou. Pokud je autorovi známo, v české literatuře obdobný článek neexistuje. Problému se dotkla jen Koderová (1999). Soudí se, že nový konsensus odráží především poslední teorii nové keynesovské ekonomie (viz např. Koderová, Sojka, Havel, 2008). Ale např. Revenda et al. (2005) při výkladu jednoduchého modelu cílování inflace píše, že „[...] odráží ekonomické myšlení postkeynesiánců a nových keynesiánců a je založen na absolutní endogenitě měnové báze a peněz (resp. tyto veličiny v modelu nevystupují) [...]“ (Revenda et al., 2005, s. 475) a dále (tamtéž, s. 483) označují charakter takových modelů za postkeynesiánský. Podobně Mandel a Tomšík (2008) uvádějí, že „[m]akroekonomické simulační modely využívané při dnešní měnové politice, pro kterou se vžil název cílování inflace, vycházejí z chybné postkeynesovské doktríny (tzv. horizontalistů) o absolutní endogenitě peněz ve středním i v dlouhém období. [...] Vlastní model cílování inflace je pak založen zejména na učení ‚nových keynesovců‘, kteří rovněž nepovažují inflaci za primárně peněžní jev.“ (Mandel, Tomšík, 2008, s. 55). Odpověď na otázku, která je naznačena již názvem této stati, sice do jaké míry je oprávněné do uvedených citátů zahrnovat postkeynesovské autory a do jaké míry je oprávněné označit modely cílování inflace za modely postkeynesovského charakteru, se pokouší přinést tento článek. Jinak řečeno jde o to, zda je nový konsensus konsistentní s postkeynesovskou ekonomikou a speciálně s jedním z jejích ústředních prvků, tj. teorií endogenních peněz. To by totiž mohl být první dojem.

Naznačenému cíli odpovídá i další členění textu. Ve druhé části je stručně charakterizován nový konsensus.<sup>4</sup> Vlastní komparace ukazuje *styčné body* a *odlišnosti*, které jsou předmětem dalších dvou částí.<sup>5</sup> Závěr shrnuje a syntetizuje základní výsledky.

## 2. Nový konsensus

### 2.1 Třírovnicevý model

Výklad nového konsensu bývá podáván obvykle pomocí modelu o třech rovnicích. Pro zjednodušení nejsou uváděny časové okamžiky. Lze se setkat s různými variantami.<sup>6</sup> Model popisuje uzavřenou ekonomiku.<sup>7</sup> Jde sice o značné zjednodušení reality, ale základní logika nového konsensu je takto zachycena.

4 Formální výklad postkeynesovské (monetární) ekonomie je oproti výkladu nového konsensu obtížnější. Český čtenář může pro seznámení se s postkeynesovskou ekonomikou obecně využít např. článek Sojky (2000), pro seznámení se s postkeynesovskou monetární ekonomikou např. články Sedláčka (2002) nebo Krejdlá (2003).

5 Jednotlivé postkeynesovské koncepce, zejména pokud jde o koncepcie endogenní nabídky peněz, nejsou jednotné. Proto ani porovnání nového konsensu a postkeynesovské ekonomie neznamená jeho porovnání pouze se společnými rysy postkeynesovských koncepcí, ale i s rysy, kterými se jednotlivé směry postkeynesovského proudu odlišují.

6 Např. místo úrovnových veličin lze uvažovat jejich tempa růstu, užít lze veličiny zpožděné, doplněn bývá vliv fiskální politiky a očekávání. Tyto alternativní specifikace by však další rozbor nijak neovlivnily. Zde uvedený model vychází ze studie Kriesler a Lavoie (2005).

7 Otevřenou ekonomikou se zabývají Arestis a Sawyer (2008).

Rovnice *agregátní poptávky* (též křivky IS) ukazuje, jak se uzavírá nebo otevírá mezera produktu v závislosti na reálné úrokové míře. Jedná se o vztah

$$Y - Y^* = \gamma - \delta r, \quad (1)$$

kde  $Y$  označuje reálný produkt,  $Y^*$  potenciální produkt a  $r$  reálnou úrokovou míru.  $\gamma$  a  $\delta$  jsou kladné parametry. Parametr  $\gamma$  zachycuje autonomní komponenty agregátní poptávky. Rovnice *krátkodobé Phillipsovy křivky* (též křivka krátkodobé agregátní nabídky nebo cenová či inflační rovnice) ukazuje vztah mezi inflací a mezerou produktu a lze ji psát jako

$$\Delta\pi = \varepsilon(Y - Y^*) + z, \quad (2)$$

kde  $\Delta\pi$  značí změnu inflace,  $\varepsilon$  kladný parametr a  $z$  inflační šok, o kterém se předpokládá, že nepůsobí trvale.<sup>8</sup> Poslední rovnicí je *pravidlo* resp. *reakční funkce* centrální banky, podle které centrální banka upravuje nominální úrokovou míru. Centrální banka nereaguje jen na odchylku inflace od cílované inflace, ale i na mezeru produktu. Jedná se např. o pravidlo Taylorova typu, tj. o rovnici

$$i = \pi + r_n + \alpha(\pi - \pi^T) + \beta(Y - Y^*) \quad (3)$$

kde  $i$  představuje nominální úrokovou míru,  $r_n$  tzv. rovnovážnou reálnou úrokovou míru a  $\pi^T$  cílovanou inflaci.  $\alpha$  a  $\beta$  jsou kladné parametry.

Inflace vyšší než cílovaná nebo produkt nad úroveň potenciálního produktu vedou centrální banku ke zvýšení úrokové míry.<sup>9</sup> Centrální banka řídí (krátkodobou) nominální úrokovou míru a předpokládá se, že je schopna ovlivnit také reálnou úrokovou míru, která působí na mezeru produktu. Tu se centrální banka snaží uzavřít. Podle rovnice Phillipsovy křivky je nulová mezera produktu spojena s konstantní inflací a z toho podle úrokového pravidla vyplývá určitá reálná rovnovážná úroková míra  $r_n = i - \pi$ . Výše uvedený třírovnicový model nového konsensu je slučitelný jak s politikou typu „just do it“, ve které by cílovaná inflace nebyla veřejně oznámena, tak s cílováním inflace (Arestis, Sawyer, 2003).<sup>10</sup>

## 2.2 Přebytečný trh peněz

Modely výše uvedeného typu nezmiňují peněžní agregáty, neobsahují totiž trh peněz. K uvedeným třem rovnicím je možné přidat rovnici rovnováhy na trhu peněz. To je zajímavé hlavně z hlediska této stati, neboť v uvedeném třírovnicovém modelu je trh peněz přebytečný (McCallum, 2001). Trh peněz může být popsán rovnicí

$$\frac{M}{P} = \mu Y - v i, \quad (4)$$

kde  $M$  je peněžní zásoba,  $P$  cenová hladina.  $\mu$  a  $v$  jsou kladné parametry. Uvedená rovnice je přebytečná proto, že od množství peněz v oběhu nevedou žádné kauzální

8 Člen „ $z$ “ má vlastnosti bílého šumu.

9 Při tom centrální banka respektuje tzv. Taylorův princip, tj. zvyšuje nominální úrokovou míru více než proporcionálně vzhledem k míře inflace.

10 Operační provádění obou politik je shodné a hrubá shoda existuje v praxi centrálních bank i v oblasti cílů.

vazby k jiným proměnným. Tuto rovnici je třeba číst zprava doleva, tj. tak, že množství peněz je determinováno poptávkou po penězích. Povahu peněžní nabídky v tomto pojetí je možné charakterizovat jako *endogenní*.<sup>11</sup> Struktura modelu je taková, že na počátku transmisního mechanismu stojí úroková míra, které se přizpůsobují ostatní proměnné včetně peněžní zásoby. Peníze jsou tedy v modelu endogenní, protože nejsou v modelu zastoupeny, tj. nejsou považovány za vysvětlující proměnnou pro určení zbývajících proměnných. Jsou spíše nezajímavým důsledkem různých faktorů. V této souvislosti se obvykle konstatuje, že „[...] úroková míra je exogenní a nabídka peněz se pasivně přizpůsobuje poptávce určené úrokovou mírou, reálným důchodem a cenovou hladinou.“ (Laidler, 1999, s. 16).

Posun ekonomické teorie od pojmání nabídky peněz jako exogenní veličiny k její endogenizaci je významný. Jak už bylo v úvodu předesláno, byl zřejmě vyvolán tím, že etablovaná teorie byla v *rozporu s praxí* centrálních bank, které se zaměřují na řízení krátkodobé úrokové míry (Lavoie, 2004; Meyer, 2001; Romer, 2000).

### 2.3 Návaznost na K. Wicksella

Při hledání teoretického zázemí současné měnové politiky se zmiňuje zejména vazba na K. Wicksella, o čemž svědčí i označení „neowicksellovství“ (Woodford, 2003). K. Wicksell v podstatě doporučoval cílování inflace, neboť požadoval stabilizaci cenové hladiny prostřednictvím měnové politiky ovlivňující úrokovou míru. V jeho pojetí je rostoucí cenová hladina známkou nesouladu mezi normální (přirozenou) a tržní úrokovou mírou. Protože  $r = i - \pi$ , lze rovnici (3) přepsat na tvar

$$r - r_n = \alpha(\pi - \pi^T) + \beta(Y - Y^*) \quad (5)$$

Wicksellův přístup vyvstává na povrch při pohledu na rovnici (5), která má na levé straně odchylku skutečné reálné úrokové míry od rovnovážné reálné úrokové míry. O rovnovážné reálné úrokové míře obsažené v tomto pravidle měnové politiky, je možné se domnívat, že je *shodná* s normální (přirozenou) reálnou úrokovou mírou v terminologii K. Wicksella (Setterfield, 2004; Arestis, Sawyer, 2006).

## 3. Styčné body

### 3.1 Řízení úrokové míry

Společné novému konsensu a postkeynesovské ekonomii je to, že implikují řízení krátkodobé úrokové míry. I když v postkeynesovské ekonomii je na úrokovou míru nahlíženo jako na konvenci a také rozdělovací a nákladovou veličinu (viz dále), platí stále, že úrokovou míru (konvenci) určuje centrální banka: stanoví základní úrokovou sazbu, která je exogenní veličinou a hlavním nástrojem centrálních bank. Skutečnost, že základní úroková sazba centrálních bank je jejich hlavním nástrojem, je dnes široce přijímána jak centrálními bankéři, tak akademiky hlavního proudu. Z postkeynesovské ekonomie plyne, že centrální banky se *nutně* zaměřují na řízení krátkodobé úrokové

<sup>11</sup> Pravděpodobně tato vlastnost nového konsensu je příčinou toho, že mu postkeynesovští ekonomové věnují značnou pozornost.

míry, protože ta je v postkeynesovském pohledu jedinou veličinou, která může být pod jejich kontrolou. Naproti tomu řízení krátkodobé úrokové míry *není* z pohledu nového konsensu *nutnost*, ale (široce praktikovaná) *volba* centrální banky, kterou nový konsensus odráží.

### 3.2 Endogenní měnová báze

Shodný výsledek lze nalézt i v endogenitě měnové báze – centrální banka dodává a stahuje likviditu dle „potřeby“. Důvody (jaká je ona „potřeba“) takového chování jsou nicméně opět nazírány různě. V současné měnové politice je endogenita měnové báze pouze nutným důsledkem řízení krátkodobé úrokové míry. Postkeynesovští autoři zdůrazňují zejména stabilitu bankovní soustavy (mikroekonomická funkce centrálních bank), i když řízení krátkodobé úrokové míry také požadují.

### 3.3 Endogenní nabídka peněz

Obdobně i v případě úhrnné peněžní nabídky lze hovořit o shodném prvku (endogenní veličina), protože množství peněz v modelech nového konsensu nevystupuje a endogenní povaha peněžní nabídky je jedním z definičních znaků postkeynesovské ekonomie. Jak centrální banky dnes přistupují k roli peněz, ilustruje následující příklad z praxe české centrální banky: „Vývoj peněžních agregátů přímo nevstupuje do prognózy ČNB. Důvodem je, že v režimu cílování inflace, kde centrální banka kontroluje úrokové sazby a stahuje přebytečnou likviditu z peněžního trhu, vývoj peněžní zásoby pouze odráží ekonomický vývoj, opatření měnové politiky a očekávání ekonomických subjektů.“ (ČNB, 2006, s. 22). Analogicky Moore (2006) cituje ze zprávy Bank of England z roku 1999, která již od roku 1992 také cíluje inflaci: „Trvalé přírůstky cen se nemohou vyskytovat bez souběžného růstu peněžní zásoby. To ale neznamená, že peníze způsobují inflaci. Když je pohlíženo na krátkodobou nominální úrokovou míru jako na nástroj politiky, pak obojí, peníze a inflace, jsou společně způsobeny jinými proměnnými.“ (Moore, 2006, s. 248). Ve svém komentáři k tomuto citátu uvádí, že „[...] představuje opožděné přijetí teorie endogenních peněz dlouho podporované postkeynesovci [...]“ (tamtéž, s. 504). Přesun z úrovně praxe centrálních bank na teoretickou úroveň ale odhalí, že za výše uvedenou podobnost stojí odlišné myšlení.<sup>12</sup> Jinak řečeno, s Moorem (2006) lze polemizovat o tom, že by byla opožděně přijímána (postkeynesovská) *teorie* endogenních peněz,<sup>13</sup> protože endogenní *povaha* nabídky peněz v novém konsensu neznamená, že by nový konsensus disponoval vlastní *teorií* endogenních peněz (Monvoisin, Rochon, 2006).

### 3.4 Regulace a dohled bankovního systému, finanční stabilita

Klíčovou úlohu měnové politiky v postkeynesovské teorii představuje regulace a dohled bankovního (širěji i finančního) systému. Postkeynesovci vždy upozorňo-

12 Viz též odstavec Integrace peněz do ekonomiky a neutralita peněz v dlouhém období v následující části.

13 Ta je schopna mimo jiné vysvětlit jejich vznik v bankovním systému, úvěrovou povahu, oběh a zánik.

vali na to, že centrální banka má plnit zejména svou *mikroekonomickou* funkci. Tento přístup do měnové politiky proniká. Lze pozorovat, že centrální banky věnují v posledních letech vedle inflace a hospodářského růstu zvýšenou pozornost také stabilitě finančního systému. Naproti tomu „mainstreamový“ pohled na roli centrálních bank vždy preferoval jejich *makroekonomické* funkce.

#### 4. Odlišnosti

##### 4.1 Cíl měnové politiky

Při cílování inflace se měnová politika se zaměřuje primárně na jeden cíl a to na nějak vymezenou stabilitu cenové hladiny. Případné další cíle jsou tomuto cíli podřízeny. Přitom podle modelu nového konsensu platí, že volbou a sledováním konkrétní hodnoty cíle pro inflaci nejsou dotčeny potenciální produkt a rovnovážná reálná úroková míra. Měnová politika, i když je pojmána nikoli jako politika řízení peněžní zásoby ale jako politika řízení úrokové míry, v pojetí nového konsensu v dlouhém období neovlivňuje reálné veličiny. Cíle centrální banky v postkeynesovském pojetí jsou však vymezeny jinak. Jde především o péči o stabilitu bankovního systému (obecněji o finanční stabilitu) a podporu hospodářského růstu. Zde panuje mezi postkeynesovci poměrně široká shoda: centrální banky nejsou schopné bez větších nákladů (viz dále) bojovat s inflací, jejich úkoly jsou jiné.

##### 4.2 Integrace peněz do ekonomiky a neutralita peněz v dlouhém období

V postkeynesovské teorii endogenních peněz jsou tvorba, oběh a držba peněz přirozeně spojeny s výrobou a speculací (Fontana, Palacio-Vera, 2003).<sup>14</sup> Peníze jsou tak do hospodářského systému integrovány přes výrobu. Naproti tomu v současném pojetí měnové politiky je endogenita peněz podmíněna operačním prováděním měnové politiky – zda se zaměřuje na úrokovou míru nebo peněžní zásobu. Centrální banka je v současném pojetí teoreticky schopna řídit peněžní zásobu, jen tuto politiku neprovádí. Jelikož není na integraci peněz do ekonomiky nahlíženo přes výrobu, je možné v novém konsensu zachovat neutralitu peněz v dlouhém období.

Postkeynesovci vycházejí z toho, že povaha peněžní nabídky je na měnové politice nezávislá – peníze jsou v jejich pojetí *z principu* endogenní, a to jak ve smyslu kauzálním, tak ve smyslu behaviorálním.<sup>15</sup> Zdůrazňována je úvěrová povaha peněz, o níž se v novém konsensu nehovoří. Měnová politika potom tento fakt musí zohledňovat. Proto má v tomto postkeynesovském náhledu odlišení exogenity a endogenity peněz významné důsledky pro vlastní provádění měnové politiky. Opačný vliv, tj. vliv

14 Právě díky tomuto spojení není podle postkeynesovské ekonomické teorie možno provádět úspěšné cílování peněžní zásoby.

15 To je nejlépe vidět v rámci teorie peněžního koloběhu rozvíjené tzv. franko-italskou školou. O tomto konceptu se obvykle má za to, že je v souladu s postkeynesovskou ekonomikou. Nicméně i bez odkazu na franko-italskou školu je endogenita peněz v postkeynesovské ekonomii dána. Mezi více důvody lze identifikovat např. roli centrální banky jako věřitele poslední instance a finanční inovace vznikající v soukromém sektoru. Navíc tradiční vysvětlení nabídky peněz pomocí peněžního multiplikátoru je oslabeno díky tomu, že některé země zrušily povinné minimální rezervy (Lavoie, 2006a).

měnové politiky na to, zda nabídka peněz má exogenní nebo endogenní povahu, je charakteristický pro nový konsensus. Obvykle je uznáván implicitně, někdy i explicitně: „Pokud země provádí měnovou politiku, v níž je vývoj měnové zásoby stanoven exogenně, tak potom zjištěná vysoká korelace mezi vývojem měnové zásoby a inflací může být považována za určitý důkaz, že zvýšení měnové zásoby způsobuje růst inflace. Oproti tomu v situaci, kdy vývoj měnové zásoby není stanovován exogenně, tak vysoká míra korelace mezi vývojem inflace a měnovou zásobou pouze říká, že centrální banka přizpůsobila vývoj měnové zásoby vývoji inflace, jež byla způsobena jinými faktory než růstem měnové zásoby.“ (Tomšík, Viktorová, 2005, s. 311).

### 4.3 Povaha inflace a boj s inflací

Nový konsensus nahlíží na inflaci především jako na inflaci poptávkovou. Případné nabídkové šoky nepůsobí trvale, jsou považovány za dočasné a v průměru nulové. Centrální banka se proto snaží uvést do souladu agregátní poptávku s potenciálním produktem. Postkeynesovci naproti tomu zdůrazňují nákladovou inflaci,<sup>16</sup> i když poptávkovou inflaci neodmítají. Komplexněji na inflaci nazírají jako na výsledek konfliktu v rozdělování důchodu. Z postkeynesovského pohledu na inflaci jako na inflaci náklady tlačenou je tedy cílování inflace založeno na špatném předpokladu. Pohled na možnost vložení nákladového charakteru inflace do modelového rámce nového konsensu se mezi postkeynesovskými ekonomy liší. Např. Rochon (2006) tuto možnost odmítá, naopak Setterfield (2006) ji připouští.

Cílování inflace je založeno na předpokladu, že centrální banka je schopna řízením úrokové míry inflaci ovlivnit. To postkeynesovci sice přímo neodmítají, nicméně předpokládají, že by k ovlivnění inflace byly nutné velké změny základní úrokové sazby centrální banky. Ty by ale byly doprovázeny výraznými poklesy produktu a nárůstem nezaměstnanosti. V takovém případě dojde k oslabení odborů při mzdových vyjednáváních a inflace se sníží. To je však doprovázeno uvedenými náklady. Problém inflace proto není v postkeynesovském pojetí primárně spojen s měnově politickým řešením a je řešen spíše důchodovými politikami, které představují „levnou“ léčbu inflace.

V případě poptávkové inflace připadá v úvahu v rámci postkeynesovských doporučení jednak tradiční zvýšení základní úrokové sazby centrální banky a jednak přímé úvěrové kontroly (případně spojené s nějakou formou průmyslové politiky), které zasahují tvorbu peněz „přímo u zdroje“. Tento nástroj však není ani mezi postkeynesovci přijímán jednoznačně (Arestis, Sawyer, 2004). Taková politika může totiž vést ke zvýšení významu výpůjček od nebankovních institucí. Zvýšení úrokové sazby nemusí být vhodné také proto, že může naopak způsobit růst inflace, jelikož placené úroky jsou nákladovou položkou. Navíc pro snížení agregátní poptávky by byly třeba již výše zmíněné velké změny základní úrokové sazby centrální banky.<sup>17</sup>

16 Viz např. Weintraubův mzdový teorém.

17 Výše uvedené tři prvky – cíl cenové stability, poptávkový charakter inflace, neutralita měnové politiky – tvoří dle Rochona (2006) „tři konstanty“ stále přítomné v měnové politice, přičemž ani jeden z těchto prvků není s postkeynesovskou ekonomikou slučitelný. Setterfield (2006) při svém hodnocení identifikuje „čtyři předkeynesovské prvky“ modelů centrálních bank cílujících inflaci: vyjednávání o reálné mzdě, neutralitu peněz (v dlouhém období), nabídkově určenou rovnováhu (rovnovážné hodnoty nejsou v dlouhém období ovlivněny agregátní poptávkou) a poptávkově taženou inflaci.

#### 4.4 Konvergence k rovnovážným hodnotám

Nový konsensus pracuje pro dlouhé období s rovnovážnými hodnotami (např. potenciální produkt je určen stranou nabídky). Uchována zůstala stará dichotomie přítomná v ekonomii již od dob klasických ekonomů, tj. oddělení reálného a peněžního sektoru v dlouhém období (Arestis, Sawyer, 2008; Fontana, 2007). V tomto smyslu je „[n]ový konsensus jednoduše variantou monetarismu, ale bez kauzální role peněz.“ (Lavoie, 2006a, s. 177). Z tohoto pohledu tedy není s postkeynesovskou ekonomikou kompatibilní. Je zde metodologický problém: postkeynesovské ekonomii nejsou vlastní pojmy jako rovnováha a rovnovážná hodnota. Je totiž budována v dynamickém kontextu. Z postkeynesovských pozic je proto odmítána představa dlouhodobé konvergence ekonomiky k rovnovážným (přirozeným) hodnotám, jako je konvergence k plnému využívání kapacit. Postkeynesovci ukazují, že potenciální produkt může být závislý na skutečném produktu (produktu v běžném období). A tak, je-li produkt v běžném období ovlivněn agregátní poptávkou, se tento vliv přenáší i na potenciální produkt a měnová politika je účinná i v dlouhém období.<sup>18</sup> Celkově lze shrnout: je odmítáno tvrzení o tom, že dlouhodobý hospodářský růst je určen pouze stranou nabídky.

#### 4.5 Rovnovážná reálná úroková míra

Nový konsensus pracuje s pravidlem pro úrokovou míru typu (3), které kromě jiného zohledňuje takzvanou reálnou rovnovážnou úrokovou míru. V tomto přístupu je dlouhodobá reálná rovnovážná úroková míra ovlivněna reálnými faktory a měnová politika ji nemůže ovlivnit. Při daném potenciálním produktu zmíněná rovnovážná reálná úroková míra udržuje inflaci konstantní. Bude-li ale připuštěn výše zmíněný vliv agregátní poptávky na potenciální produkt, pak se bude nutně měnit i rovnovážná reálná úroková míra. Postkeynesovci obecně neuznávají determinaci rovnovážné reálné úrokové míry na (jakoby barterových) kapitálových trzích. Úroková míra je pro ně peněžní veličinou.

Postkeynesovci pracují s úrokovou mírou především jako s distributivní proměnnou. Její výše je dána spíše jako výsledek protichůdných zájmů různých skupin. Změna úrokové míry je proto výhodná pro jednu skupinu a nevýhodná pro jinou. Na vyšší reálné úrokové míry závisí totiž to, jaký podíl z vytvořeného produktu připadne rentiérům. Ti mají proto zájem na jejím růstu. Naopak skupina pracujících a zejména podnikatelů má zájem na snížení reálné úrokové míry, třeba i do záporných hodnot (Smithin, 2004). Úkolem měnové politiky je proto z tohoto pohledu nalézt takovou úrokovou míru, která bude vhodná pro mírnění rozdělovacího konfliktu (Lavoie, 1996). Někteří postkeynesovci dokonce hovoří o tom, že důsledky změn úrokové míry centrální bankou se projeví převážně v rozdělování důchodu (Smithin, 2004). V obecnější rovině požadují postkeynesovci udržování nízkých úrokových sazeb, což současné měnové politice neodpovídá, jelikož ta se snaží udržovat úrokové sazby nikoli na hodnotách nízkých, nýbrž na hodnotách stabilizující inflaci. I přes různé protichůdné zájmy při nastavení reálné úrokové míry zohledňované postkeynesovskou ekonomikou není možnost tuto nastavit libovolně – vždy záleží na stabilitě ekonomického systému při daném nastavení úrokové míry.

18 Viz např. jev hystereze na trzích práce nebo vliv měnové politiky přes úrokovou míru na investice a proto na budoucí produkční kapacitu ekonomiky.



Obecně lze říci, že v postkeynesovské ekonomii se nevede diskuse o tom, jaká (rovnovážná) reálná úroková míra ve skutečnosti *je* (jakožto proměnná určená „vnitřními“ silami působícími v ekonomice), ale jaká *by měla být* (hospodářsko-politické hledisko, viz normativní povaha ekonomie jako metodologické východisko postkeynesovské ekonomie). V tomto smyslu jde o druh důchodové politiky ve vztahu k rentiérům (Smithin, 2004). Vedou se diskuse o velikosti reálné úrokové míry, které nedávají jednoznačné výsledky. Návrhy postkeynesovců obvykle míří k udržování reálné úrokové míry na malé kladné, někdy také na nulové hodnotě.

Navíc je dle postkeynesovců možné, že, při uznání dostatečné citlivosti jednotlivých komponent agregátní poptávky na reálnou úrokovou míru, úroková míra vyrovnávající agregátní poptávku s agregátní nabídkou je záporná nebo sice kladná, ale příliš nízká, než aby ji byla centrální banka ochotna (nebo v deflačním období schopna) nastavit (Arestis, Sawyer, 2004, 2006, 2008). V takovém případě potom nastává situace podobná pasti na likviditu.<sup>19</sup>

Další kritika rovnovážné reálné úrokové míry směřuje od postkeynesovců k nemožnosti jejího odhadu (tj. i kdyby připustili, že tato veličina existuje). Závisí totiž nutně na veličinách v čase proměnlivých. Navíc nemusí být kompatibilní s úrokovou mírou, která převládá v zahraničí.

#### 4.6 Citlivost agregátní poptávky na úrokovou míru

Postkeynesovští autoři často odmítají triviální pojetí agregátní poptávky založené na jednoduché kauzalitě vedoucí od reálné úrokové míry k úrokově citlivým komponentám agregátní poptávky, např. k investicím. Logika tohoto spojení však není přímo popírána. Spojení základní úrokové sazby centrální banky a investičních výdajů je považováno za slabé a komplikované. Jde jednak o problematiku vlivu krátkodobé úrokové míry na dlouhodobé úrokové míry a jednak, a to především, o citlivost investic na dlouhodobé úrokové míry (investiční rozhodnutí se provádějí v nejistém světě). V současných modelech se předpokládá závislost spotřeby na úrokové míře, s čímž postkeynesovská ekonomie nepracuje. Stejně tak jako investice, i úspory jsou považovány za veličinu málo citlivou na úrokovou míru, která je potom nemůže uvést do souladu.<sup>20</sup> Vazba od úrokové míry k agregátní poptávce je navíc podle postkeynesovců významně komplikována procesem přidělování úvěrů.

Navíc rovnice typu (1) je v rámci nového konsensu odvozována dynamickou optimalizací, což je postup neslučitelný s postkeynesovskou metodologií (opět – subjekty provádějí rozhodnutí v nejistém světě). Současná měnová politika klade značný důraz na očekávanou budoucí inflaci a tato očekávání modeluje jako adaptivní nebo racionální. S racionálními očekáváním postkeynesovská ekonomie v zásadě nemůže pracovat, protože pracuje s jiným pojetím očekávání – svou roli hrají spíše „animal spirits“. Pro očekávání budoucího vývoje (tj. i inflace) je charakteristický princip fundamentální nejistoty.

19 Podobná proto, že není možné dosáhnout tak nízké úrokové míry, která by zajistila makroekonomickou rovnováhu. Odlišné jsou důvody, proč nelze takto nízkou úrokovou míru dosáhnout. Tradiční chápání pasti na likviditu totiž předpokládá exogenní nabídku peněz a úroková míra je určena tržními silami. Její nízká hodnota je zapříčiněna regresivním očekáváním investorů ve spojení s nízkou existující úrokovou mírou.

20 Postkeynesovští ekonomové spíše pracují s vazbou od investic k úsporám (Moore, 2006).

#### 4.7 Phillipsova křivka

Postkeynesovská ekonomie odmítá vertikální Phillipsovu křivku v dlouhém období. Postkeynesovský přístup totiž umožňuje také dlouhodobou záměnu mezi nezaměstnaností a inflací. Někteří autoři tohoto proudu dokonce pochybují i o krátkodobé záměně mezi mírou nezaměstnanosti a mírou inflace a hovoří o tom, že Phillipsova křivka je v určitém rozsahu horizontální (Kriesler, Lavoie, 2005; Lavoie, 2006b). Změny v agregátní poptávce se v jejich přístupu neprojevují primárně v inflaci, ale ve změně míry využití výrobních kapacit. Na inflaci působí více nabídkové (zejména mzdové) faktory, jak bylo uvedeno výše. Tj. i krátkodobá Phillipsova křivka v podobě (2) je tedy některými postkeynesovci odmítána a přitom tvoří základní prvek nového konsensu.

#### 5. Závěr

Kompatibilitu současné měnové politiky s postkeynesovskou ekonomikou nalézá poměrně málo postkeynesovských autorů, jejich reakce jsou většinou kritické. Aby byl zmíněný model nového konsensu kompatibilní s postkeynesovskou ekonomikou, bylo by nutné jej upravit.

Např. Setterfield (2006) ukazuje, že po jisté modifikaci výše zmíněného modelu nového konsensu stojícího za cílováním inflace, je možné hovořit o kompatibilitě cílování inflace a postkeynesovské ekonomie. První nutnou podmínkou této kompatibility je širší definice cílování inflace jako politiky veřejného vyhlášení cíle pro inflaci a závazku tohoto cíle dosáhnout.<sup>21</sup> Jako další podmínky kompatibility postkeynesovské ekonomie a cílování inflace uvádí, že centrální banka cílující inflaci musí uznat tyto podmínky: „(1) úlohu agregátní poptávky při určení reálného důchodu a (2) význam konfliktních požadavků při rozdělování nominálního důchodu při procesu inflace“ (Setterfield (2006, s. 654). Dále označuje cíle pro inflaci v rozmezí 0–3 % jako příliš nízké, tzn. zájem centrálních bank je příliš soustředěn na inflaci.

Při úpravách modelu nového konsensu jsou největší „problémy“ s rovnicí pro Phillipsovu křivku (Lavoie, 2004, 2006a). Rovnici (1) lze ponechat v nezměněné podobě, protože neodporuje logice postkeynesovské ekonomie, současně je však třeba mít na paměti uvedenou nespolehlivou citlivost agregátních výdajů na úrokovou míru. Stejně tak rovnice (3) sice není vlastní postkeynesovským modelům, nicméně není v zásadním rozporu s logikou postkeynesovské ekonomie. Změnu je však nutno učinit v případě rovnice Phillipsovy křivky (2) (viz postkeynesovská kritika výše). Bylo by třeba upravit potenciální produkt tak, aby nebyl určen výhradně nabídkovou stranou, ale byl ovlivněn agregátní poptávkou. Ta je totiž podle postkeynesovců klíčová pro velikost produktu nejen v krátkém, ale i v dlouhém období. Logice postkeynesovské ekonomie v podstatě odpovídá navázání tempa produktu v dlouhém (resp. následujícím) období na toto tempo v současnosti, které je určeno poptávkově. Proto by v postkeynesovském duchu bylo vhodnější na mezeru produktu navázat potenciální produkt, resp. tempo jeho růstu spíše než inflaci, resp. její změnu.<sup>22</sup> Lavoie (2004,

21 Pokud by byla do definice cílování inflace doplněna podmínka dosažení cenové stability jako prvotního cíle měnové politiky, pak nelze podle Setterfielda (2006) o kompatibilitě postkeynesovské ekonomie a cílování inflace hovořit.

22 Takovou rovnici představuje např. Lavoie (2006a).

2006a) tak vidí jako základní rozdíl mezi novým konsensem a postkeynesovskou ekonomikou různě pojaté efekty agregátní poptávky (a tedy měnové politiky) v krátkém a dlouhém období. Setterfield (2004, 2006) také požaduje úpravu Phillipsovy křivky a doplňuje její rovnici o faktor nabídkové inflace, resp. faktor zohledňující institucionální proměnné ovlivňující chování mezd a cen.

Nicméně tyto požadavky, které by měly zajistit zkoumanou kompatibilitu, se zdají být natolik zásadní, že je vhodnější oba přístupy označit za celkově odlišné a stejné pouze v prvcích uvedených v části „Styčné body“. Příslušníci proudu nové keynesovské ekonomie vybudovali modely s (implicitně) endogenními penězi bez jakéhokoli odkazu na postkeynesovské ekonomie upozorňující na endogenitu peněz již několik desetiletí.

Lze tedy shrnout, že postkeynesovská ekonomie *netvoří* teoretický základ nového konsensu a cílování inflace a že cílování inflace ani *nebylo* do měnové politické praxe centrálních bank zavedeno pod vlivem postkeynesovské ekonomie. Nový konsensus a cílování inflace však s touto teorií sdílí styčné body, které však byly přijaty *implicitně*. Kompatibilitu postkeynesovské ekonomie a nového konsensu je možné spatřovat zejména v endogenitě peněz, která zároveň představuje jeden ze základních stavebních kamenů postkeynesovské ekonomie. Nicméně byla identifikována řada odlišností. Zejména z toho důvodu, že nový konsensus uchovává v dlouhém období (neo) klasické prvky – totiž oddělení reálného a peněžního sektoru ekonomiky – bývá někdy označován jako monetarismus bez peněz (Lavoie, 2004, 2006a).

Cílování peněžních agregátů bylo v praxi centrálních bank obtížně dosažitelné. Z tohoto pohledu byla pro centrální banky (v jejich modelech) peněžní zásoba exogenní v kauzálním smyslu, ale stávala se endogenní ve smyslu behaviorálním. Pozornost si zasluhuje skutečnost, že přechod centrálních bank k řízení úrokové míry díky behaviorální endogenitě peněz se v mainstreamové ekonomické teorii (dnes v této oblasti právě nový konsensus) odrazil také v tom, že peníze jsou (v modelech) endogenní i ve smyslu kauzálním, resp. se v modelech nevyskytují. Tento „přesmyk“ si žádá další výzkum.

## Literatura

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. 2003. Inflation Targeting: A Critical Appraisal. [Working Paper No. 388]. Annandale-on-Hudson (NY) : The Levy Economics Institute, 2003. <http://www.levy.org/modules/pubslib/files/wp388.pdf>.
- 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, s. 70–87. ISBN 1843766418.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. 2006. The Nature and Role of Monetary Policy When Money Is Endogenous. *Cambridge Journal of Economics*. 2006, vol. 30, no. 6, pp. 847–860.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. 2008. A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework. *Cambridge Journal of Economics*. 2008, vol. 32, no. 5, pp. 761–779.
- ČNB. 2006. Zpráva o inflaci [Říjen]. Praha : Česká národní banka, 2006.
- FONTANA, G. 2002. The Making of Monetary policy in Endogenous Money Theory: An Introduction. *Journal of Post Keynesian Economics*. 2002, vol. 24, no. 4, pp. 503–509.
- FONTANA, G. 2007. Why Money Matters: Wicksell, Keynes, and the New Consensus View on Monetary Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*. vol. 30, no. 1, pp. 43–60.
- FONTANA, G.; PALACIO-VERA, A. 2003. Is There an Active Role for Monetary Policy in the Endogenous Money Approach?. *Journal of Economic Issues*. 2003, vol. 37, no. 2, pp. 511–517.

- KODEROVÁ, J. 1999. Několik úvah vyvolaných cílováním inflace. *Acta Oeconomica Pragensia*. 1999, vol. 7, no. 3, pp. 526–531.
- KODEROVÁ, J.; SOJKA, M.; HAVEL, J. *Teorie peněz*. Praha : ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357-359-1.
- KORDA, J. 2007. Vztah postkeynesovské ekonomie k současné měnové politice. In PROCHÁZKA, D.; KORDA, J. (eds.). *Sborník 2007. 8. konference studentů doktorského studia Fakulty financí a účetnictví*. Praha : Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2007, s. 68-82. ISBN 978-80-245-1181-8.
- KREJČÍ, D. 1998. *Teorie endogenních peněz*. [Studie 1/1998]. Praha : Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 1998.
- KREJDL, A. 2003. Alternativní postkeynesovské modely determinace peněžní zásoby. *Politická ekonomie*. 2003, vol. 51, no. 2, pp. 263–285.
- KRIESLER, P.; LAVOIE, M. 2005. The New View on Monetary Policy: The New Consensus And Its Post-Keynesian Critique. [Working Paper 05-01]. Ottawa : ROBINSON, 2005. <http://aix1.uottawa.ca/~robinson/english/wp/2005/dal-rope.pdf>.
- LAIDLER, D. 1999. Passive Money, Active Money, and Monetary Policy. *Bank of Canada Review*. 1999, Summer, s. 15-25.
- LAVOIE, M. 1996. Monetary Policy in an Economy with Endogenous Credit Money. In NELL, E.; DELEPLACE, G. (eds.). *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*. London : Macmillan, 1996, s. 532–545. ISBN 0312125437.
- 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*. Cheltenham : Edward Elgar, 2004, s. 15-34. ISBN 1843766418.
- LAVOIE, M. 2006a. A Post-Keynesian Amendment to the New Consensus on Monetary Policy. *Metroeconomica*. 2006, vol. 57, no. 2, pp. 165–192.
- LAVOIE, M. 2006b. *An Introduction to Post-Keynesian Economics*. New York : Palgrave Macmillan, 2006. 978-0230007802.
- MANDEL, M.; TOMŠÍK, V. 2008. Monetární přístup k inflaci. In LOUŽEK, M. (ed.). *Inflace. Krátkodobý výkyv nebo střednědobá hrozba?*. Praha : Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, s. 55-67. ISBN 978-80-86547-04-6.
- MANKIW, N. G. 2003. Program report: Monetary economics. *NBER Reporter*. Spring 2003, pp. 1–5.
- MCCALLUM, B. T. 2001. Monetary Policy Analysis in Models Without Money. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2001, vol. 83, no. 4, pp. 145–160.
- MEYER, L. 2001. Does Money Matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2001, vol. 83, no. 5, pp. 1–15.
- 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, s. 57-77. ISBN 978-1-84376-724-4.
- MOORE, B. J. 2006. *Shaking the Invisible Hand. Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates*. New York : Palgrave Macmillan, 2006. ISBN 1-4039-9946-5.
- REVENDA, Z.; MANDEL, M.; KODERA, J.; MUSÍLEK, P.; DVOŘÁK, P.; BRADA, J. 2005. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha : Management Press, 2005. ISBN 8072611321.
- ROCHON, L. P. 2006. The More Things Change ... Inflation Targeting and Central Bank Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*. 2006, vol. 28, no. 4, pp. 551–558.
- ROMER, D. 2000. Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives*. 2000, vol. 14, no. 2, pp. 149–169.
- SEDLÁČEK, P. 2002. Postkeynesovská teorie peněz – alternativní pohled. *Politická ekonomie*. 2002, vol. 50, no. 2, pp. 281–292.
- SETTERFIELD, M. 2004. Central Banking, Stability and Macroeconomic Outcomes: A Comparison of New Consensus and Post-Keynesian Monetary Macroeconomics. In LAVOIE, M.; SECCARECCIA, M. (eds.). *Central Banking in the Modern World*. Cheltenham : Edward Elgar, 2004, s. 35–56. ISBN 1843766418.

- SETTERFIELD, M. 2006. Is Inflation Targeting Compatible with Post Keynesian economics? *Journal of Post Keynesian Economics*. 2006, vol. 28, no. 4, pp. 653–671.
- SMITHIN, J. 2004. Interest Rate Operating Procedures and Income Distribution. In LAVOIE, M.; SECCARECCIA, M. (eds.). *Central Banking in the Modern World*. Cheltenham, Edward Elgar, 2004, pp. 57– 69. ISBN 1843766418.
- SOJKA, M. 2000. Postkeynesovská ekonomie. *Politická ekonomie*. 2000, vol. 48, no. 5, pp. 703–722.
- TAYLOR, J. 2000. Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level. *American Economic Review*. 2000, vol. 90, no. 2, pp. 90–94.
- TOMŠÍK, V.; VIKTOROVÁ, D. 2005. Peníze a hospodářský růst: Jaký je mezi nimi vztah? *Statistika*. 2005, no. 4, pp. 311–323.
- WOODFORD, M. 2003. *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, Oxford : Princeton University Press, 2003. ISBN 0691010498.

## **A COMPARISON OF NEW CONSENSUS AS A THEORETICAL FRAMEWORK OF INFLATION TARGETING WITH POST-KEYNESIAN ECONOMICS**

**Jan Korda**, University of Economics, nám. W. Churchilla 4, CZ – 130 67 Praha 3  
(kordaj@vse.cz)

---

### **Abstract**

The article deals with the relationship of post-Keynesian economics to new consensus as a theoretical framework of inflation targeting. First, new consensus with its roots in Wicksell's approach is briefly introduced. In the next parts differences and meeting-points of new consensus and post-Keynesian economics are discussed. Among the main similarities is identified: short term interest rate management, endogeneity of monetary base, endogeneity of money supply. But a lot of basic differences are found (goals of monetary policy, interest rate functions, nature of inflation, shape of Phillips curve and others). As a result, on the general level new consensus and post-Keynesian economics seem to be rather incompatible.

### **Keywords**

new consensus, inflation targeting, post-Keynesian economics, endogenous money

### **JEL Classification**

E31, E51, E52, E58