Milton Friedman a současná měnová politika[#]

Jitka Koderová[*]

Sledujeme-li vývoj monetární teorie a zejména pak měnové politiky od přelomu druhého a třetího tisíciletí, poměrně snadno nabudeme dojmu, že monetaristické koncepce rozvíjené Miltonem Friedmanem (1912 – 2006) a jeho stoupenci od poloviny minulého století jsou zasunuty do historie a nemají co říci k současnému dění. O vlivu monetarismu na praktickou hospodářskou politiku dnes skutečně můžeme hovořit pouze v minulém čase a situace, kdy dochází k enormnímu růstu měnové báze v bilancích nejvýznamnějších světových centrálních bank bez odpovídající odezvy v nárůstu měnových agregátů, je nezřídka považována za popření schopnosti monetaristů předvídat budoucí vývoj, a tedy i za důkaz chybnosti jejich výkladu fungování vyspělých tržních ekonomik na základě hlavního z jimi doporučovaných kritérií.

Na tom nic nemění loňské udělení Ceny Švédské národní banky za rozvoj ekonomické vědy na památku Alfreda Nobela (dále jen Nobelovy ceny) americkému ekonomovi Thomasu J. Sargentovi, jednomu z nejvýznamnějších představitelů nové klasické makroekonomie I, která je někdy označována jako monetarismus II. Odlišnosti mezi friedmanovským monetarismem a monetarismem II, stejně jako selhávání monetaristického transmisního mechanismu, aplikovaného řadou centrálních bank zhruba od přelomu 70. let do první poloviny 90. let minulého století, hovoří spíše ve prospěch názoru o problematičnosti přijímání monetaristických idejí než k jeho popření. K tomu přispívá i názor, že udělení Nobelovy ceny za ekonomii T. J. Sargentovi, s odstupem 16 let od jejího udělení jeho spoluautorovi a spoluzakladateli tohoto proudu Robertu Lucasovi ml., bylo spojeno se snahou upozornit na to, že je třeba hledat ještě jiné cesty k překonání globální finanční a hospodářské krize než jsou ty, kterými se vydala hospodářská politika v nejvyspělejších zemích současného světa,

I přes tyto skutečnosti je nepopiratelným faktem, že M. Friedman, od jehož narození uplynulo 31. července sto let, patří a bude vždy patřit na přední místo mezi těmi ekonomy druhé poloviny 20. století, kteří významným způsobem zasáhli jak do vývoje hospodářské politiky, tak i do vývoje ekonomické vědy. Máme-li zůstat na domácí půdě, je třeba připomenout, že Friedman nezanedbatelným způsobem ovlivnil charakter transformace československé/české ekonomiky a měnové politiky v prvních dvou třetinách 90. let 20. století a že naši republiku několikrát navštívil. První jeho návštěva se uskutečnila již v září 1990 na pozvání prezidenta Liberálního institutu Jiřího Schwarze. V jejím rámci Friedman prezentoval některé své názory a doporučení také na VŠE v Praze. Jeho sympatie k VŠE se projevily mj. i v tom, že v roce 1997 přijal její čestný doktorát.

Je tedy více než zřejmé, že by sté výročí narození této významné osobnosti nemělo zůstat bez povšimnutí. O to usiluje i tento příspěvek. V první části budou stručně připomenuta nejvýznamnější data z Friedmanova života. Následující pasáž bude věnována jeho přínosu k rozvoji ekonomické teorie, a to s omezením na dvě nejvýznamnější oblasti: rozpracování

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE, který je realizován v rámci *Institucionální podpory VŠE* pod evidenčním číslem IP 100040..

[*] Doc. Ing. Jitka Koderová, CSc. – docentka; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <koderova@vse.cz>.

kvantitativní teorie peněz a kritiku Phillipsovy křivky (Phillips, 1958) spojenou s koncepcí přirozené míry nezaměstnanosti. V závěrečné části budou zmíněny Friedmanovy zásady pro formování praktické hospodářské politiky a jeho vliv na její realizaci v USA na přelomu 70. a 80. let. V souvislosti se současnou globální finanční a hospodářskou krizí bude vzpomenuta Friedmanova kritika měnové politiky centrální banky USA na počátku a v průběhu světové hospodářské krize z let 1929-1933 v USA označované jako Velká deprese. V návaznosti na ni budou zmíněna opatření Federální rezervní soustavy USA spojená s jejím úsilím o překonání globální finanční a hospodářské krize a jejích důsledků. Závěr shrne hlavní myšlenky příspěvku.

Stručný životopis

M. Friedman se narodil 31. července 1912 v Brooklynu, New York jako čtvrté dítě a první syn Sary Eszter Landau a Jenö Saula Friedmana, kteří do USA emigrovali jako děti přistěhovalců z tehdejší Podkarpatské Rusi. V roce 1913 se rodina přestěhovala do Rathway ve státě New Jersey, kde Friedman posléze navštěvoval veřejnou základní školu a kde také v roce 1928 ukončil svá středoškolská studia. Na doporučení jednoho ze svých profesorů získal stipendium na Rutgersově universitě v Newarku, kde začal studovat matematiku s cílem uplatnit se jako pojistný matematik. Zájem o ekonomii ho posléze dovedl k tomu, že v roce 1932 absolvoval bakalářské studium v obou oborech – matematice i ekonomii. Po celou dobu svého studia si musel přivydělávat ať již jako číšník, pokladník v obchodě či různými brigádami o prázdninách.

V akademickém roce 1932-1933 nastoupil jako stipendista do magisterského studia ekonomie na Chicagské univerzitě, které ukončil titulem Master of Arts. Toto období bylo nejnáročnějším v jeho životě. Životní náklady v Chicagu byly výrazně vyšší než v Newarku a navíc v těchto letech kulminovala světová hospodářská krize. S ní spojená nezaměstnanost, která v roce 1933 dosáhla svého vrcholu, mu výrazně snižovala možnost sehnat jakékoliv zaměstnání. Zřejmě proto představuje Velká deprese významný předmět jeho zájmu. Práce, v nichž se jí zabýval, zejména pak Friedman – Schwartz (1963), jsou hojně citovány dalšími autory. Friedmanův výklad lze charakterizovat jako velice zdařilou aplikací jeho teoretických koncepcí na empirická data, nicméně jeho výklad příčin této krize bývá považován za schematičtější a méně opodstatněný ve srovnání s dalšími interpretacemi pocházejícími např. od H. Minskyho či J. A. Schumpetera a dalších (Sojka, 1996). Je však třeba připustit, že Friedmanovo pojetí ovlivnilo nejen významnou část teoretiků a praktiků, ale – jak se pokusíme ukázat dále – do jisté míry i současnou politiku Federální rezervní soustavy USA (dále jen Fed).

Pro následující akademický rok získal Friedman stipendium na Kolumbijské univerzitě. V roce 1934 přijal místo asistenta Henryho Schultze na katedře ekonomie na Chicagské univerzitě, kde se seznámil s Georgem Stiglerem (NC 1982), pozdějším významným představitelem chicagské školy, a s Allenem Wallisem, kteří významně ovlivnili jeho budoucí orientaci. Jeho další život poznamenalo také setkání s Rose Director(ovou), která se v roce 1938 stala jeho manželkou a posléze i spoluautorkou některých jeho prací (Friedman – Friedman, 1980 a 1984).

Friedman nikdy neomezoval své působení výlučně na akademickou půdu. Byl činný v řadě institucí, a to nejen v USA. Z každého svého působiště dokázal vytěžit nějaké poznatky, které posléze využil ve své vědecké práci. To platí v plné míře již o jeho činnosti ve Výboru pro národní zdroje federální vlády USA v letech 1935-1937, kam následoval

A. Wallise, stejně jako o následujícím zaměstnání v Národním úřadu pro ekonomický výzkum, kam nastoupil jako asistent pozdějšího nositele Nobelovy ceny Simona Kuznetse (NC 1971). Zpracovávaná data se stala základem pro Friedmanovu koncepci permanentního důchodu a pro jeho teorii spotřební funkce, které jsou považovány za jeden z jeho rozhodujících přínosů k rozvoji ekonomické vědy (Friedman, 1957).

V letech 1941-1943 pracoval na Ministerstvu financí USA v odboru výzkumu zdanění se zaměřením na dobu válečných konfliktů. V roce 1946 obhájil disertační práci na Kolumbijské univerzitě a nastoupil na katedru ekonomie Chicagské univerzity, kde byl jmenován mimořádným a o dva roky později řádným profesorem. Zde také zahájil trvalou spolupráci s Národním úřadem pro ekonomický výzkum. V roce 1951 založil v Chicagu svůj slavný seminář o penězích a bankovnictví, jehož výstupy posléze uspořádal do dnes nezřídka citované publikace (Friedman, 1956). Ze svého tříměsíčního pobytu v Paříži, kde působil jako konzultant Úřadu pro hospodářskou spolupráci federální vlády USA, získal podněty pro svou teorii pohyblivých měnových kurzů (Friedman, 1953).

Zatímco v 50. a v první polovině 60. let nezaznamenaly Friedmanovy teoretické koncepce větší pozornost, stala se významným mezníkem v jeho kariéře prezidentská přednáška na zasedání Americké ekonomické asociace v prosinci 1967 (Friedman, 1968), která do značné míry ovlivnila nejen vývoj makroekonomické teorie, ale i názory na hospodářskou, a především pak měnovou politiku. Koncepce přirozené míry nezaměstnanosti spojená s kritikou Phillipsovy křivky získala mimořádný ohlas v souvislosti se stagflací 70. let a stala se důležitým impulsem pro uplatňování Friedmanova vlivu na hospodářskou politiku Ronalda Reagana v USA, Margaret Thatcherové ve Velké Británii i v některých dalších zemích. Patří k nejvlivnějším a nejcitovanějším koncepcím ve vývoji makroekonomické teorie po druhé světové válce a nemalou měrou přispěla nejen k Friedmanovu věhlasu, ale i k tomu, že mu byla v roce 1976 udělena Nobelovu cena za přínos k analýze spotřeby, k rozvoji peněžní teorie a historie a za výzkum v oblasti stabilizační hospodářské politiky.

Friedman byl také jedním ze zakládajících členů Mont Pelerinské společnosti a v letech 1970-1972 se stal jejím prezidentem. V roce 1977 ukončil svou pravidelnou pedagogickou činnost na Chicagské univerzitě, nadále však spolupracoval s katedrou ekonomie a přispíval k rozvíjení její vědeckovýzkumné činnosti. Současně se stal samostatným vědeckým pracovníkem Hooverova ústavu na Stanfordské univerzitě. V jarních a letních měsících žil ve Vermontu, kde vědecky pracoval v knihovně Dartmouth College. Vedle uvedených prací ve spoluautorství s R. Friedmanovou (1980, 1984) publikoval v průběhu 80. let také samostatně (Friedman, 1981). Jeho práce z tohoto období jsou spíše ideologicky zaměřeny a jsou věnovány problematice svobody individua a hospodářského liberalismu.

Přínos v oblasti ekonomické teorie

Jak již bylo uvedeno, je Friedman zakladatelem proudu označovaného jako monetarismus (od latinského moneta – mince, ražený peníz), který se soustřeďuje především na peníze a jejich funkce v ekonomice, na jejich vliv na průběh hospodářského cyklu a na možnosti využívání měnové politiky. Protože mezi příslušníky tohoto proudu bývá zařazován širší okruh teoretiků, než jsou ti, kteří bezprostředně navazují na Friedmanovy teoretické koncepce a dále je rozvíjejí, používá se pro tuto užší skupinu označení friedmanovský monetarismus. V tomto smyslu bude termín monetarismus používán i v rámci tohoto příspěvku.

V období, kdy převládal jak v oblasti ekonomické teorie, tak i v oblasti hospodářské politiky neokeynesovský přístup, zasloužil se Friedman o oživení tradice neoklasického ekonomického myšlení, jehož základy byly položeny v poslední třetině 19. století. Friedmanův přínos k rozvoji ekonomické vědy je tedy zcela logicky vykládán odlišně z pozic různých teoretických proudů. Zpravidla bývá rozdělován do několika oblastí, prakticky ve všech však byl spojen s kritikou neokeynesovských teoretických koncepcí a zásad pro formování praktické hospodářské politiky.

V žádném případě není možné opominout Friedmanův přínos v oblasti metodologie ekonomické vědy (Friedman, 1953) a jeho teorii spotřební funkce a permanentního důchodu (Friedman, 1957),[1] která je nejdůslednější aplikací Friedmanova metodologického přístupu. Soustřeďuje se na kritiku Keynesova základního psychologického zákona, jehož závěr o závislosti výdajů na spotřebu a úspor na běžném důchodu a o růstu sklonu k úsporám se dostal do rozporu s empirickými výzkumy prováděnými po druhé světové válce. Friedmanova koncepce permanentního důchodu nesrovnatelně lépe odpovídala skutečnosti, že se průměrný sklon ke spotřebě v dlouhém období v podstatě nemění.

Z hlediska předmětu našeho zájmu se však soustředíme pouze na dvě oblasti, a to na „novou“ interpretaci kvantitativní teorie peněz, a zejména pak na jeho kritiku Phillipsovy křivky, které jsou východiskem pro závěrečnou část příspěvku věnovanou Friedmanovu vlivu na vývoj hospodářské politiky.

Přínos k rozvoji kvantitativní teorie peněz

Historie kvantitativní teorie peněz se začala psát již v polovině 16. století na univerzitě v Salamance. Dále se s ní setkáváme ve druhé polovině téhož století u francouzského myslitele a ekonoma Jamese Bodina, zhruba o století později u anglického empirického filosofa Johna Locka a v polovině 18. století ji již precizně zformuloval David Hume. Vrcholnou podobu jí dali Irving Fisher a Alfred Marshall na přelomu 19. století a Knut Wicksell v první třetině 20. let minulého století. Již ve třicátých letech však byla podrobena ostré kritice ze strany J. M. Keynese (1936), pod jejímž vlivem v následujícím období převládla představa o tom, že kvantitativní teorie peněz se přežila a že množství peněz v oběhu má jen velmi malý význam, protože dochází ke změnám rychlosti obratu peněz, které nelze předem spolehlivě předvídat.

V roce 1956 přišel M. Friedman s „novou“ verzí připouštějící aktivní úlohu peněz ve smyslu vlivu změn množství peněz v oběhu za jinak stejných okolností i na reálnou složku nominálního důchodu, ovšem pouze z krátkodobého hlediska. Z dlouhodobého hlediska přijal Friedman zcela jednoznačně závěr původní (kterou označoval jako„starou“) kvantitativní teorie o neutralitě peněz, a tedy o podstatném vlivu změn jejich růstu pouze na změny cenové hladiny (Friedman, 1956).

Východiskem Friedmanova přístupu a základním kamenem jeho zkoumání se stala poptávka po penězích. Friedman sám to charakterizoval následujícími slovy: „Kvantitativní teorie peněz je v první řadě teorií poptávky po penězích a nikoliv teorií reálného výstupu, peněžního důchodu či cenové hladiny.“ (Friedman, 1956, s. 4, vlastní překlad) Na rozdíl od svých předchůdců ji spojil s funkcí peněz jako formy bohatství, a přisoudil jí charakter užitkové funkce, na jejímž základě jednotlivé hospodářské subjekty maximalizují užitek z držby peněz v závislosti na svém bohatství, na nákladech s ní spojených a na očekávané

[1] Podrobnější výklad Friedmanova přínosu v obou těchto oblastech je obsažen např. v Sojka (1996).

míře inflace. Na rozdíl od Keynese, který pracoval pouze s penězi a dluhopisy, k nim Friedman připojil ještě další formy bohatství, a to akcie a investice do fyzického a do lidského kapitálu.

Konkrétní formulaci funkce poptávky po penězích však přenechal ekonometrům. Sám se omezil především na analýzu faktorů, které považoval za rozhodující pro její vývoj, a na tomto základě dospěl k závěru o stabilním charakteru poptávky po penězích, a tedy i o relativní stabilitě resp. predikovatelnosti rychlosti obratu peněz na jedné straně a o kauzálním vztahu mezi mírou růstu množství peněz a nominálním důchodem na straně druhé. Tento vztah považoval za těsnější než vztah mezi investicemi a nominálním důchodem (Friedman – Meiselman, 1963) V souvislosti s tím označil za hlavní stabilizující faktor ve vývoji vyspělých tržních ekonomik zajištění takového růstu množství peněz, který by odpovídal předpokládanému růstu poptávky po penězích (tzv. monetaristické pravidlo).

Tyto své závěry se snažil podpořit empirickými výzkumy vlivu změn množství peněz v oběhu na nominální důchod, ceny a produkt (Friedman – Schwartz, 1963). Z nich také vyplynulo, že požadovaný růst množství peněz není možné plně zajistit v případě pevného měnového kurzu a že deficitní financování státního rozpočtu má jen krátkodobý a přechodný vliv na nominální důchod, protože časová zpoždění spojená s přizpůsobováním nominálního důchodu změnám množství peněz jsou různě dlouhá a proměnlivá, a že deficitem vyvolané zvýšení růstu množství peněz zvyšuje míru inflace.

Kritika Phillipsovy křivky a koncepce přirozené míry nezaměstnanosti

Prezidentská přednáška na zasedání Americké ekonomické asociace v prosinci 1967 (Friedman, 1968) znamenala významný mezník ve vývoji makroekonomické teorie a stala se signálem pro široké přijetí Friedmanových teoretických koncepcí v akademických kruzích a pro jejich zohlednění při formulování zásad pro hospodářskou politiku. J. Tobin ji označil jako „… s největší pravděpodobností nejvlivnější článek, který byl kdy publikován v ekonomickém časopise.“ (Tobin, 1995, s. 40, vlastní překlad) Friedmanův vliv na vývoj ekonomické teorie je do jisté míry možné srovnat s vlivem J. M. Keynese ve 30. letech a v prvních dvou dekádách po druhé světové válce. Ve své přednášce Friedman poprvé prezentoval svou hypotézu přirozené míry nezaměstnanosti, která se stala účinným nástrojem kritiky neokeynesovské ekonomické teorie a na ní založené hospodářské politiky.

Hypotéza přirozené míry nezaměstnanosti představovala vyvrcholení prvního období Friedmanovy tvůrčí činnosti, které bylo zaměřeno na oživení zájmu o kvantitativní teorii peněz a na její novou interpretaci a bylo spojeno s kritikou a důsledným vytvářením alternativy neokeynesovské makroekonomie. Současně s tím předznamenala druhou etapu ve vývoji Friedmanovy vědecké dráhy, která se více zabývala oblastí hospodářské politiky. Jejím východiskem se stala kritika klasické Phillipsovy křivky, podle níž lze její tvar akceptovat pouze pro krátké časové období, zatímco z dlouhodobého hlediska má podle Friedmana vertikální tvar.

Ke zdůvodnění mu posloužila jeho hypotéza přirozené míry nezaměstnanosti, kterou definoval jako takovou úroveň nezaměstnanosti, „kterou by bylo možné určit na základě Walrasova systému celkové rovnováhy za předpokladu, že jsou do něj zahrnuty aktuální strukturální charakteristiky trhu práce a komoditní trhy včetně tržních nedokonalostí, stochastické variability v nabídce a poptávce na jednotlivých trzích, nákladů na získávání informací o volných místech a dostupnosti práce, nákladů mobility atd.“ (Friedman, 1968, s. 8, vlastní překlad). Přirozená míra nezaměstnanosti je spontánním výsledkem dlouhodobé

rovnováhy ekonomiky, při které neexistuje nedobrovolná nezaměstnanost ani tlaky na zrychlení inflace či na deflaci.

Jakékoliv snahy o snížení míry nezaměstnanosti pod tuto úroveň budou mít podle Friedmana sice za následek krátkodobé zvýšení zaměstnanosti, to však bude spojeno s nárůstem cenové hladiny a s tendencí k návratu nezaměstnanosti na původní úroveň při očekávání vyššího růstu cen v následujícím období. Za předpokladu platnosti hypotézy adaptivních očekávání tak musí každá snaha o dosažení a zachování nižší úrovně míry nezaměstnanosti, než odpovídá její přirozené míře, nutně skončit akcelerací inflace.

Tendence k růstu nezaměstnanosti spojenému s inflací, kterou Friedman na základě své analýzy předpokládal, se v USA objevila již koncem 60. let, a to v souvislosti se snahou přibrzdit přehřátí ekonomiky spojené s vietnamskou válkou. Jeho věhlas však založila až zjevná recese spojená s inflací, k níž došlo až v letech 1974-1975. Tato recese, někdy označovaná jako „velká inflační recese“, zasáhla i většinu vyspělých zemí a v USA znamenala naprosté selhání do té doby vcelku spolehlivého modelu L. Kleina (NC 1980). Právě s těmito okolnostmi bylo spojeno výrazné posílení Friedmanova vlivu na další vývoj makroekonomické teorie a s ním související rozštěpení hlavního proudu na friedmanovský monetarismus, který byl v průběhu 70. let ještě posílen novou klasickou makroekonomií, a na neokeynesovství (blíže viz Sojka, 1997).

Zásady pro formování hospodářské politiky

Již z toho, co bylo uvedeno výše, je zřejmé, že Friedman byl vzhledem k době, v níž žil, až extrémně liberálně orientován. Někdy bývá řazen k nejvýznamnějším liberálním ekonomům 20. století. Je nesporné, že již v období, kdy jak v oblasti ekonomické teorie, tak i v oblasti hospodářské politiky převládal vliv neokeynesovství, usiloval Friedman o oživení liberálních tradic a propagaci liberálních zásad zůstal věrný až do konce svého života.

V průběhu 50. let se zúčastnil diskuse označované jako „fiskalismus versus monetarismus“, která se týkala účinnosti fiskální a monetární politiky. Touto problematikou se zabýval i v následujících letech. Fiskální politice přisuzoval pouze omezenou účinnost spojenou s nesystematickými a krátkodobými výsledky. Na základě vytěsňovacího efektu odmítl možnost využití deficitního financování ke stimulaci hospodářského růstu a zaměstnanosti. Silný vytěsňovací efekt vede podle něj k postupnému zestátňování ekonomiky a k dalšímu prohlubování rozpočtových schodků.

Omezený účinek na růst agregátní poptávky, zaměstnanosti a výstupu připustil pouze u monetární politiky, odmítl však její využívání s odkazem na omezenou působnost, na časová zpoždění a na inflační účinky v delším časovém horizontu. Byl přesvědčen, že vztah mezi cenovou hladinou, množstvím peněz a reálným důchodem není natolik dobře prozkoumán a pochopen, aby bylo možné předvídat přesné důsledky přijímaných opatření. Současně také odmítl orientaci měnové politiky na regulaci úrokových sazeb, a to jednak na základě působení důchodového efektu a zejména pak efektu očekávané inflace, jednak s odkazem na vliv neočekávaných změn peněžní nabídky na vývoj zaměstnanosti a důchodu a potažmo i hospodářského cyklu a inflace.

Proto doporučoval zaměření měnové politiky na cílování peněžní zásoby, které spojil se zavedením pravidla pro dlouho dopředu oznamovaný stabilní růst peněžní nabídky, jenž by měl odpovídat předpokládanému dlouhodobému růstu hrubého domácího produktu. Stagflace v 70. letech podle něj jasně ukázala, že měnová politika nemůže být využívána ke stimulaci

hospodářského růstu či ke snižování nezaměstnanosti. V souvislosti s tím docházelo ve většině vyspělých tržních ekonomik k postupnému opouštění tradičních národohospodářských cílů v podobě „plné zaměstnanosti“ a k jejich nahrazování snahou o co nejnižší inflaci.

Úspěšnost takto koncipované měnové politiky pro stabilizaci hospodářského cyklu a pro dosažení dlouhodobě nízké inflace však byla spojena s řadou předpokladů, které bylo velmi obtížné naplnit. V první řadě to byl odhad dlouhodobého růstu potenciálního produktu, jehož obtížnosti si byl Friedman plně vědom, proto zdůrazňoval hlavně konstantní dlouho dopředu oznamovaný růst množství peněz v oběhu, který pro USA odhadoval mezi 3 – 5 %.

Dalším problémem byl vliv centrální banky na velikost měnové báze jako operativního kritéria, který vyžadoval jednak co nejrozsáhlejší možné očištění bilance centrální banky od položek, jež nebyly pod jejím přímým vlivem, jednak plovoucí měnový kurz, který by osvobodil centrální banku od devizových intervencí a od vynucených operací na volném trhu v případech, kdy bylo nutno jimi vyvolané změny množství peněz neutralizovat.

Naproti tomu za plně akceptovatelný považoval Friedman předpoklad stability peněžního multiplikátoru a predikovatelnosti rychlosti obratu peněz (Friedman – Meiselman, 1963), na jejichž problematičnost upozorňovali kritici monetaristického transmisního mechanismu především z řad neokeynesovců a postkeynesovců. Jejich kritika se stala základem pro formování koncepce tzv. portfoliové endogenity peněžní nabídky. Nepříliš velká úspěšnost při plnění stanovených cílů pro růst zvolených měnových agregátů v řadě zemí vyvolala spor o schopnost centrální banky řídit peněžní nabídku, někdy označovaný jako „horizontalismus versus vertikalism“ (Moore, 1988).

Problémy s aplikací monetaristické koncepce transmisního mechanismu měnové politiky měly za následek, že na přelomu 80. a 90. let minulého století začaly některé centrální banky přistupovat k jeho modifikacím, a to nejčastěji nahrazením operativního kritéria v podobě měnové báze krátkodobou úrokovou mírou peněžního trhu při zachování peněžní zásoby jako zprostředkujícího kritéria. Docházelo také k ústupu od jeho využívání a k jeho nahrazování orientací na celkovou vnitřní rovnováhu ekonomiky přes řízení úrokové sazby, jak tomu bylo v případě Fedu (viz dále), či na měnový kurz, jak tomu bylo například ve Velké Britanii v letech 1990-1992, nebo k přijetí měnového výboru, které zejména tranzitivním ekonomikám doporučoval Mezinárodní měnový fond. Rozhodujícím krokem však byl přechod na přímé cílování inflace, které bylo poprvé aplikováno Rezervní bankou Nového Zélandu a které v současné době používá více než stovka centrálních bank na celém světě, včetně ČNB.

Vliv M. Friedmana na realizaci měnové politiky v USA na přelomu 70. a 80. let

70. léta byla pro ekonomiku USA velice těžkým obdobím. V jejich průběhu došlo k výrazné destabilizaci hospodářského cyklu, která byla spojena s dlouhými obdobími stagnace, s vysokou nezaměstnaností a s rostoucí mírou inflace. Došlo k prudkému nárůstu cen potravin, rostly i ceny energií, zejména ropy. Měnová politika měla v té době diskreční charakter, což se projevovalo častými úpravami diskontní sazby. Ty spolu s prudkým nárůstem vynucených operací na volném trhu měly za následek značnou volatilitu měnových agregátů, jejichž tempo růstu se v této dekádě pohybovalo v průměru kolem 6 %.

Prudký růst volatility úrokových sazeb spojený s volatilitou míry inflace vyústil do neschopnosti Fedu plnit své původní záměry a znamenal de facto procyklické působení měnové politiky. I přes prohlášení, že bude věnována větší pozornost růstu měnových agregátů, docházelo na konci 70. let ke značnému přestřelování cílových pásem pro jejich růst

a zdálo se, že Fed nad nimi zcela ztratil kontrolu (Mayer – Duesenberry – Aliber, 1993, s. 472). S tím souvisela i v podstatě oprávněná domněnka, že se Fed nemíní vzdát řízení úrokových sazeb, což silně kontrastovalo jak s neúspěchy při snaze o jejich stabilizaci, tak i s Friedmanovou kritikou a se sílícím názorem, že cílování úrokových sazeb není vhodným nástrojem pro potlačování inflace.

V prvním čtvrtletí roku 1979 míra růstu peněžní zásoby prudce klesla, ale ve druhém čtvrtletí opět vzrostla a značný nárůst zaznamenala i míra inflace. Domácnosti i podniky odmítaly držet finanční aktiva, rostla cena zlata a některých surovin. Zahraniční subjekty ztrácely důvěru v americký dolar a jeho kurz na devizových trzích prudce klesal. V srpnu 1979 nastoupil do funkce předsedy Výboru guvernérů Fedu Paul Volcker. Dva měsíce po té přijal Výbor guvernérů novou strategii, která nesla název Saturday Night Special.

Tato strategie měla být kombinací zpřísnění měnové politiky a zavedení nového transmisního mechanismu. V jejím rámci došlo ke zvýšení diskontní sazby o jeden procentní bod, ke zvýšení sazby povinných minimálních rezerv a k prohlášení, že Fed bude klást nesrovnatelně větší důraz na sledování vývoje měnových agregátů než dosud. V souvislosti s tím došlo k pětinásobnému rozšíření fluktuačního pásma pro sazbu z federálních fondů a k proklamovanému opuštění úrokové sazby jako operativního kritéria. Nově zavedený transmisní mechanismus měl být modifikací Friedmanem doporučovaného (monetaristického) transmisního mechanismu.

Šlo o řízení peněžní zásoby s cílem dosáhnout stabilní nízké míry inflace ve střednědobém horizontu. Avšak zatímco u Friedmana hrála úlohu operativního kritéria měnová báze, Fed se zaměřil na ukazatel nevypůjčených rezerv, tedy na tu část rezerv obchodních bank, kterou jim poskytoval prostřednictvím operací na volném trhu. Strategie byla i přesto označována jako zásadní obrat měnové politiky směrem k monetarismu, toto tvrzení však je možné akceptovat jen do určité míry.

V jeho prospěch hovoří především skutečnost, že se zkrocení inflace stalo prioritní záležitostí a dostalo přednost před všemi ostatními cíli. Fed oficiálně proklamoval cílování peněžní nabídky a v souvislosti s tím připustil značné kolísání úrokových sazeb. I přesto se mu v letech 1980 až 1982 nepodařilo dosáhnout cílového pásma pro roční tempa růstu nejvíce sledovaných měnových agregátů, jak ukazuje tabulka č. 1.

Tab. 1: Míra růstu agregátů M1 a M2 v letech 1980 až 1982

Rok	Cílové pásmo M1 v %	Skutečný růst M1 v %	Cílové pásmo M2 v %	Skutečný růst M2 v %
1980	4,0 – 6,5	7,4	6,0 – 9,0	8,9
1981	6,0 – 8,5	5,4	6,0 – 9,0	9,3
1982	2,5 – 5,5	8,8	6,0 – 9,0	9,1

Zdroj: Hadjimichalakis – Hadjimichalakis (1995, s. 341 – 346), vlastní úprava.

Z tabulky je zřejmé, že lepších výsledků bylo dosahováno v případě agregátu M2, jde však o průměrné roční výsledky. V kratším než ročním časovém horizontu docházelo ke značné volatilitě obou měnových agregátů a k ještě většímu kolísání úrokových sazeb.

Za jednu z nejvýznamnějších příčin byly označovány NOW účty, které se spolu s dalšími finančními inovacemi začaly objevovat v průběhu 70. let v reakci depozitních institucí na růst

úrokových sazeb a na pokles zprostředkování. Od dob Velké deprese byly NOW účty prvním typem běžných vkladů, který mohl přinášet úrokové výnosy. Jejich oficiální zavedení na federální úrovni v roce 1981 spolu s dalšími inovacemi umožňujícími šekovatelnost dalších finančních nástrojů, které nebyly zařazeny do M1, znamenalo stírání hranice mezi transakčními a úspornými instrumenty a větší citlivost agregátu M1 na vývoj tržních úrokových sazeb. To vedlo k řadě přesunů mezi M1 a širšími agregáty, což vyvolávalo technické problémy s jejich měřením. Současně s tím docházelo ke změnám rychlosti jejich obratu.

Podle monetaristů však bylo hlavní příčinou značného kolísání měnových agregátů nedůsledné uplatňování monetaristické doktríny. Předmětem jejich kritiky se stalo jednak zvolené operativní kritérium, jednak skutečnost, že Fed se nevzdal kontroly nad úrokovými sazbami a spoléhal se na jejich vliv na snižování inflace (Meltzer, 1991, s. 9). Tvrzení Fedu, že sledování kritéria nevypůjčených rezerv vede k menší volatilitě nabídky peněz, platí podle monetaristů jen za určitých podmínek, které v daném období nebyly splněny. Při dané volatilitě měnových agregátů naopak toto kritérium zajišťovalo nejmenší možnou volatilitu úrokových sazeb, zatímco v případě, kdy by úlohu operativního kritéria plnily celkové rezervy, by volatilita úrokových sazeb byla nejvyšší. Řízení celkových rezerv naopak mohlo pozitivně působit na úrokovou elasticitu peněžní nabídky a snižovat její volatilitu (Hadjimichalakis, 1984, s. 89-102).

Proklamované zavedení nové strategie tak monetaristé považovali za vhodnou cestu, která Fedu umožnila zbavit se zodpovědnosti za neúměrně vysoký růst úrokových sazeb a měla pomoci přesvědčit veřejnost o schopnosti Fedu bojovat proti inflaci, a tím pozitivně ovlivnit inflační očekávání.

Po třech letech rekordně vysokých úrokových sazeb a záporného růstu reálného HDP Fed cílování měnových agregátů, které bylo de facto modifikací cílování sazby z federálních zdrojů, opustil. I když po hluboké recesi 1981-1982 začali představitelé Reaganovy administrativy obviňovat Fed z toho, že jeho měnová politika krizi prohloubila, byl P. Volcker znovu jmenován do čela Fedu. I přes veškeré výhrady převládl totiž názor, že ke snížení inflace přispěl největší měrou právě Fed.

Kritika měnové politiky Fedu v období Velké deprese

Výhrady vůči spíše pouze proklamované než skutečně realizované aplikaci Friedmanových doporučení pro měnovou politiku však nebyly jediným střetem M. Friedmana se zastánci měnové politiky Fedu. Ta se stala předmětem jeho kritiky již v souvislosti s Velkou depresí z přelomu 30. let minulého století. Friedman kritizoval Fed za to, že zvýšením úrokových sazeb na podzim roku 1929, ve snaze zabránit devalvaci dolaru, přispěl k jejímu propuknutí a že svou politikou těžce dostupných peněz napomohl nejen jejímu odstartování, ale posléze i prohloubení a výrazně zpomalil její překonávání.

Dočasná stabilizace hospodářské situace na počátku roku 1930 po krachu na newyorské burze v říjnu předchozího roku totiž vedla politiky k nepřiměřenému optimismu ohledně dalšího vývoje. Fed sice snížil diskontní sazbu z únorových 4,5 % na 2 % na konci roku, provedl však jen relativně skromné nákupy vládních dluhopisů ve výši 218 milionů dolarů, které zvýšily rezervy bank o pouhých 116 milionů. Přesto peněžní zásoba poklesla ze 73,52 miliard dolarů na 73,27 miliard dolarů. Tento pokles však proběhl téměř bez povšimnutí, a to nejen díky své mírnosti, ale především díky v rámci Fedu převládajícímu názoru, že, pokud nedochází k výraznějšímu vzestupu zájmu obchodních bank o diskontní úvěry a úrokové

sazby jsou relativně nízké, je měnová politika dostatečně mírná. V souvislosti s tím převládl názor, že peněz je v oběhu odpovídající množství a jsou dostatečně levné. (Friedman – Schwartz, 1963, s. 340-342)

Zhoršování hospodářských podmínek však vedlo k tomu, že se některé banky postupně dostávaly do potíží a že se jejich klienti začali obávat o své vklady. Runy na banky, které zesílily na konci roku, měly za následek rychlý pokles a posléze až nedostatek celkového množství oběživa. Nedostatečné dodávání likvidity spolu s krachem obchodní banky Bank of United States považoval Friedman spolu s řadou dalších významných ekonomů za největší chybu v bankovní historii USA, která odstartovala řadu dalších krachů obchodních bank po celých Spojených státech. (Friedman – Friedman, 1992, s. 86) Jen v prosinci 1930 zkrachovalo téměř 350 malých bank, které nebyly členskými bankami Fedu, takže u něj neměly otevřené diskontní okénko.

Prohloubení hospodářského propadu na počátku roku 1931 vedlo k propuknutí druhé bankovní krize, což způsobilo další pokles peněžní zásoby. Depozita suspendovaných bank, které měly pozastavený výkon některých činností, začala výrazně narůstat. Veřejnost znovu zintenzívnila požadavky na výplatu svých vkladů. Od února do srpna klesly vklady u obchodních bank téměř o 7 %, což bylo více než za předchozích 18 měsíců od srpna 1929 do února 1931. To vedlo banky ke zvyšování rezerv prodejem ostatních aktiv. Od ledna 1931, kdy dobrovolné rezervy dosáhly poprvé hranice 100 milionů dolarů (sledovat se začaly až od roku 1929), se v červenci zvýšily na 130 milionů. Peněžní zásoba v tomto období klesla o 5,5% (Friedman – Schwartz, 1963, s. 315 – 316), nikdo tomu však nevěnoval větší pozornost.

Krachy bank, omezování působnosti některých z nich, obavy z toho, že čerpání diskontních úvěrů může být klienty chápáno jako signál, že se banka dostala do problémů, či nedostatek vhodného kolaterálu měly za následek další pokles diskontních úvěrů. To vedlo představitele Fedu dokonce k úvahám o zahájení prodejních operací na volném trhu s cílem odčerpat „přebytečnou“ likviditu. (Meltzer, 2003, s. 328) Toto podle monetaristů „fatálně“ chybné chování Fedu výrazně přispělo k tomu, že Velká deprese zdevastovala nejen americkou ekonomiku, ale i celý americký finanční systém, a rozšířila se i do ostatních částí hospodářsky vyspělého světa.

Fed jako viník propuknutí globální krize?

Velká deprese bývá nezřídka srovnávána se současnou globální finanční a hospodářskou krizí (dále jen globální krizí). Stejně jako v případě Velké deprese je Fed i v souvislosti s globální krizí nezřídka viněn z toho, že významným způsobem přispěl k jejímu propuknutí. Po teroristických útocích v roce 2001 a po splasknutí bubliny na akciových trzích, která byla spojena s několikanásobným růstem akcií firem podnikajících v oblasti technologií, médií a telekomunikací, začal Fed snižovat svou základní úrokovou sazbu z 6,5 % v roce 2000 až na 1% v roce 2003.

Snižování úrokových sazeb se stalo mimo jiné významným podnětem pro investice do bydlení, který byl silně podpořen novelizací zákona z roku 1977 (Community Reinvestment Act) zakazujícího diskriminaci žadatelů o hypoteční úvěry. Tato novelizace, k níž došlo za Clintonovy administrativy v roce 1995, měla za následek další snížení nároků na bonitu žadatelů při poskytování hypotečních úvěrů, které nízké úrokové sazby stimulovaly k jejich získání. Následné zvyšování základní úrokové sazby Fedu v souvislosti se snahami o potlačení inflačních tlaků, které započalo v polovině roku 2005, postupovalo sice pomalým

a umírněným tempem, ale trvalo až do poloviny roku 2007, kdy dosáhlo úrovně 5,2 %, a na ní se ustálilo až do poslední třetiny roku 2008. Podle kritiků Fedu mělo za následek problémy se splácením hypoték a splasknutí bubliny na trhu nemovitostí, které krizi rozpoutaly.

Snižování tržní úrokové míry pod její rovnovážnou úroveň a její následný růst jako příčina porušení makroekonomické rovnováhy s nepříznivými důsledky pro další ekonomický vývoj není v ekonomické teorii ničím novým. Poprvé se objevila již v Thorntonově práci The Nature of the Paper Credit of Great Britain z roku 1802, která je nejrozsáhlejším dílem věnovaným měnovým otázkám v rámci klasické ekonomie. O uznání Thorntonova přínosu svědčí mj. i skutečnost, že jeho práci vydal znovu v roce 1939 F. A. von Hayek se svou vlastní předmluvou. V propracovanější podobě a v jazyce neoklasické ekonomie je tento problém analyzován K. Wicksellem, důsledně je pak dále rozpracován v učení příslušníků rakouské školy, především L. von Misese a A. F. von Hayeka a na ně navazujících teoretiků, resp. i některých dalších autorů.

Stejně jako byl krach na newyorské burze v říjnu 1929 pouhým signálem k vypuknutí Velké deprese, nezpůsobilo by ani splasknutí bubliny na nemovitostním trhu v USA v září 2007 finanční a následně hospodářskou krizi takového rozsahu, pokud by nebylo spojeno s řadou dalších problémů, a to nejen v rámci americké ekonomiky, ale i v globálním měřítku. A stejně jako se ekonomové dodnes, s odstupem více než 80 let, neshodnou na příčinách Velké deprese, můžeme očekávat, že tomu nebude jinak ani v případě současné globální krize, a to i přes to, že existuje velké množství prací věnovaných této problematice. Za všechny můžeme uvést například (De Larosiére, 2010) či obhajobu politiky Fedu z pera předsedy Rady guvernérů (Bernanke, 2010), nebo z domácí literatury (Musílek, 2008; resp. Hrnčíř, 2009).

I výše zmíněné varianty monetární teorie ekonomických výkyvů hledají hlubší příčiny vzniku odchylek tržní resp. bankovní úrokové míry od její rovnovážné či přirozené hodnoty. Podle K. Wicksella k nim dochází především v souvislosti s pohyby přirozené úrokové míry, které jsou spojeny se změnami očekávaného budoucího výnosu z investovaného kapitálu, jehož hlavními determinantami jsou měnící se technické podmínky výroby a změny poptávky. Tyto odchylky mající za následek buď růst poptávky po investicích, nebo naopak pokles výroby mají kumulativní charakter, jehož rozsah resp. samotný vznik těchto odchylek závisí na tom, do jaké míry dokáže centrální banka ovlivňovat přizpůsobování tržní úrokové míry pohybům úrokové míry přirozené, které nedokáže predikovat a odhaduje je až ex post na základě pohybů cenové hladiny.

Na Wicksellovo zdůvodnění hospodářského cyklu navázali příslušníci švédské (stockholmské) školy, především Gunnar Karl Myrdal, který však kladl mnohem větší důraz na institucionální faktory. Nelze však vyloučit ani poměrně rozšířenou interpretaci Wicksellovy teorie, která v návaznosti na jeho rozlišování čistě hotovostní a čistě úvěrové ekonomiky přičítá vznik odchylek mezi tržní a přirozenou úrokovou mírou chování bankovní soustavy. Tato interpretace spojuje rozsah uvedených odchylek, jakož i šíři a hloubku s nimi spojených kumulativních procesů s ústupem od zlatého krytí bankovek. Toto pojetí je, jak již bylo zmíněno, blízké stoupencům rakouské školy, kteří spatřují hlavní cestu k odstranění krizových otřesů, které se podle nich budou vyznačovat tendencí ke stálému opakování a prohlubování, ve zrušení centrálních bank a v návratu ke zlatému standardu.

V úvěrovém charakteru emise peněz ve vyspělých tržních ekonomikách a v chování bankovního sektoru spatřují základní problémy krizových otřesů také postkeynesovci, kteří však svou pozornost obracejí spíše do oblasti bankovní regulace a dohledu. Peníze sice

chápou jako společenskou instituci umožňující potlačování nejistoty v čase a vytvářející prostor pro financování investic přesahující možnosti samofinancování, na druhé straně však upozorňují, že se mohou stát nástrojem spekulativního financování, a tím i příčinou finančních krizí. To ještě podle nich zesilují inovace na finančních trzích, které nemalou měrou přispívají k dalšímu omezování schopností centrální banky ovlivňovat úvěrovou kreaci peněz.

V rámci jedné ze složek nové institucionální ekonomie, teorie transakčních nákladů, může k výkladu příčin globální krize přispět i pozitivní teorie zastoupení vycházející ze situací, kdy vlastník deleguje část svých vlastnických práv na svého zástupce, ať již na základě formální či neformální smlouvy. Vztah zastoupení může vzniknout i všude tam, kde dochází ke vztahům nadřízenosti a podřízenosti. To vytváří prostor pro odlišnost či dokonce pro konflikt zájmů zastupovaného a zastupujícího, pro asymetrii informací, nepříznivý výběr a morální hazard.

Poučení z Velké deprese?

Od chvíle, kdy globální krize propukla, však byly otázky hlubších příčin jejího vzniku odsunuty do pozadí hledáním cest k jejímu překonání. Centrální banky přeměnily svou politiku z prakticky neutrální na aktivistickou. Z politiky sledující v první řadě cenovou stabilitu přešly na politiku udržení stability finanční a na podporu reálné ekonomiky, zejména hospodářského růstu a zaměstnanosti. Také se z věřitele poslední instance změnily v jakéhosi „věřitele první instance“, přičemž u některých centrálních bank došlo v tomto období dokonce i k ústupu od striktního zákazu přímého financování vlády.

V souvislosti s tím přinesla globální krize do měnové politiky řady centrálních bank nové netradiční nástroje, které měly napomoci jejímu překonání a odstranění jejích následků. V rámci opatření Fedu došlo vedle prudkého snížení cílované sazby z federálních fondů k přijetí široké škály nekonvenčních kolateralizovaných úvěrových programů, které měly přispět k zotavení finančních trhů a napomoci k obnově jejich dalšího fungování. Tyto programy byly časově omezeny a byly většinou nastaveny tak, aby se jednotlivá opatření prováděná v jejich rámci jevila po překonání krize jako neatraktivní, což se v současné době naplňuje.

Významnou netradiční formou pomoci se stalo kvantitativní uvolňování (Quantitative easing, QA), které je v nejobecnější rovině definováno jako růst bilanční sumy centrálních bank na základě nákupů méně kvalitních aktiv od obchodních bank (blíže viz Blinder, 2010). Kvantitativní uvolňování proběhlo v USA ve dvou fázích, z nichž první, označovaná jako kvantitativní uvolňování I, započala v období vrcholící krize na sklonku roku 2008, kdy byly již zcela jasně identifikovatelné špatné úvěry a chybné investice. Jeho cílem bylo pomoci zachránit finanční sektor, který se v té době nacházel na pokraji bankrotu, přičemž ke krachu některých finančních institucí již skutečně došlo. To mělo za následek obrovský nárůst dobrovolných bankovních rezerv a zhoršení kvality aktiv v bilanci americké centrální banky.

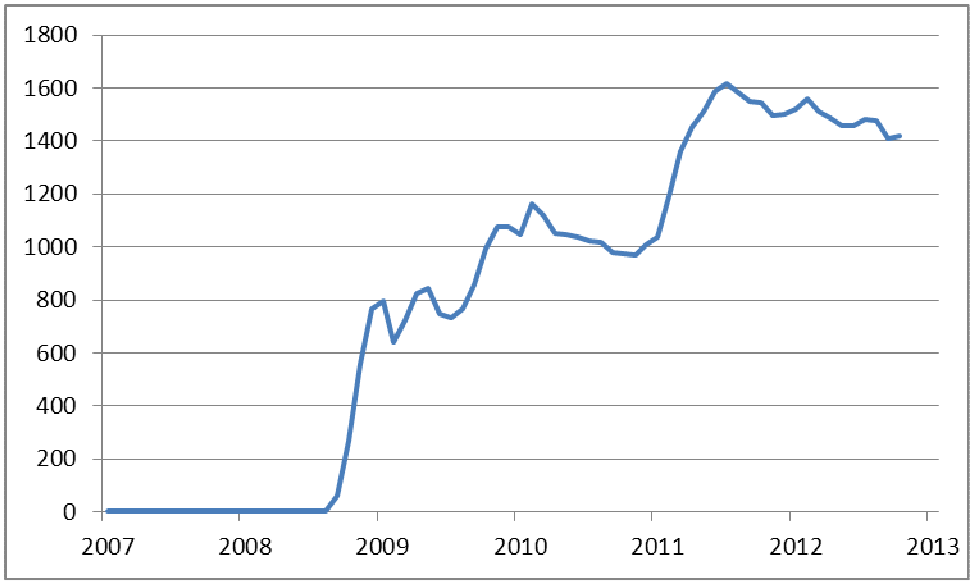
Růst dobrovolných rezerv obchodních bank se promítl do bezprecedentního nárůstu měnové báze, která se od konce roku 2008 do ledna 2010 zvýšila ze zhruba 800 mld. USD na téměř 2 100 mld. Na počátku roku 2010 pak začalo docházet k jejímu postupnému snižování, a to až na úroveň 1 960 mld. USD ke konci prvního čtvrtletí. Tato skutečnost ostře kontrastuje se situací v období Velké deprese, kdy Fed nejenže nedodával potřebnou likviditu do bankovního sektoru, ale současně s tím i stahoval své prostředky z problematických bank, aby se ochránil před dalšími ztrátami.

V této souvislosti je možné připustit, že pod vlivem kritiky ze strany monetaristů se Fed při vypuknutí globální krize a v jejím průběhu zachoval velice pohotově a snažil se zamezit potenciálnímu nedostatku likvidity a hlubším otřesům ve finančním sektoru, což se mu skutečně podařilo. Podle monetaristické doktríny bychom však měli v souvislosti s růstem měnové báze očekávat i bezprecedentní růst peněžní zásoby a jeho promítnutí do růstu nominálního produktu. Růst měnových agregátů ale neodpovídal růstu měnové báze.

Zatímco tempo růstu měnové báze přesahovalo ještě v první polovině roku 2009 místy 100% a teprve po té začalo prudce klesat s menšími výkyvy až na téměř nulovou úroveň na konci roku 2011, dosáhlo tempo růstu měnového agregátu M2 svého maxima mírně přesahujícího 10 % na konci roku 2009. Po té nastoupilo sestupnou dráhu až na úroveň kolem 2 % na počátku a v první polovině roku 2010 a následně došlo opět k jeho postupnému růstu, a to ještě před nástupem druhé fáze kvantitativního uvolňování označované jako kvantitativní uvolňování II, které bylo vyvoláno obavami z nástupu deflace a s ní spojeného dalšího poklesu ekonomiky.

Z toho je zřejmé, že v uvedeném období byl peněžní multiplikátor pro M2 nestabilní s tendencí k poklesu. Peněžní multiplikátor pro M1 dosahoval po určitou dobu dokonce záporných hodnot. Za hlavní příčinu tohoto vývoje je označován enormní nárůst dobrovolných bankovních rezerv, který ilustruje obr. 1.

Obr. 1. Objem dobrovolných bankovních rezerv u Fedu (mil. USD)



Zdroj: FRED (2012).

Kritika Friedmanových úvah o stabilitě peněžního multiplikátoru v takto turbulentní době postrádá jakýkoli smysl, nehledě na to, že diskuse na toto téma probíhaly již v minulosti. Nicméně, i když se praktická měnová politika řídí spíše pragmatickými úvahami než teoretickými závěry, nelze zcela odmítnout tezi o vlivu Friedmanovy kritiky měnové politiky Fedu v období Velké deprese na jeho současnou politiku. Kromě toho by nás na druhé straně neměly nechávat v klidu jeho studie o vlivu změn množství peněz na ekonomiku, konkrétně jeho růstu na vznik inflačních tlaků v delším časovém horizontu.

Závěr

31. července uplynulo 100 let od narození jednoho z nejvýznamnějších ekonomů XX. století, zakladatele monetarismu a nositele Nobelovy ceny za ekonomii M. Friedmana. Připomenutí tohoto výročí je pro nás důležité také z toho důvodu, že Friedman ovlivnil vývoj československé/české ekonomiky a měnové politiky SBČS resp. ČNB v prvních dvou třetinách 90. let XX. století. Cílem příspěvku však nebylo pouhé připomenutí základních dat z jeho života a hlavních oblastí jeho přínosu k rozvoji makroekonomické teorie a hospodářské politiky, ale také snaha zamyslet se nad otázkou, zda je monetarismus se svými představami o fungování vyspělých tržních ekonomik definitivně zasunut do historie ekonomické vědy, či zda má ještě co říci k současnému vývoji v souvislosti s globální finanční a hospodářskou krizí. Z Friedmanova přínosu k rozvoji makroekonomické teorie založené na neoklasických mikroekonomických základech jsme připomněli především jeho rozvinutí kvantitativní teorie peněz, které se stalo jedním z východisek pro formulování zásad makroekonomické stabilizační politiky. Druhým významným pilířem pro Friedmanova doporučení v oblasti hospodářské politiky se stala jeho kritika Phillipsovy křivky spojená s koncepcí přirozené míry nezaměstnanosti. Friedmanem navržený transmisní mechanismus měnové politiky aplikovala zhruba od přelomu 70. až do poloviny 90. let řada významných centrálních bank včetně Státní banky československé a posléze i jejích nástupnických institucí České národní banky a Národní banky Slovenska. Problémy spojené s neplněním stanovených cílů však měly za následek jeho postupné opouštění a přechod k přímému cílování inflace. Dalším významným Friedmanovým přínosem byla jeho analýza Velké deprese a s ní spojená kritika Fedu za to, že připustil výrazný pokles peněžní zásoby, a tím přispěl k jejímu prohloubení a obtížnému překonávání. I když se měnová politika řídí spíše pragmatickými úvahami než teoretickými závěry, nelze vliv Friedmanovy kritiky na měnovou politiku Fedu v průběhu globální krize zcela vyloučit. Kromě toho by neměly zůstat opomenuty ani Friedmanovy úvahy o vlivu změn množství peněz na ekonomiku.

Literatura:

[1] Bernanke, B. S. (2010): *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis: Statement before the Financial Inquiry Comission.* [on line], Washington, D. C., Federal Reserve System, c2010, [cit.: 6. 9. 2012], <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a>.

[2] Blinder, A. S. (2010): *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies.* [on-line], St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, c2010, roč. 92, č. 6, s. 465-479. [cit. 7. 9. 2012], <http://research.stlouisfed.org/publications/review/10/11/Blinder.pdf>.

[3] De Larosiére, J. (2010): *Towards a New Framework for Monetary Policy.* Central Banking, 2010, roč. 21, č. 3, s. 18-22.

[4] FRED (2012): *Economic data.* [on line], St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis, c2012, [cit. 14. 10. 2012], <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=EXCRESNS>.

[5] Friedman, M. (1953): *Essays in Positive Economics.* Chicago, Chicago University Press, 1953.

[6] Friedman, M. (ed.) (1956): *Studies in the Quantity Theory of Money.* Chicago, Chicago University Press, 1956.

[7] Friedman, M. (1957): *A Theory of Consumption Function.* Princeton, Princeton University Press, 1957.

[8] Friedman, M. (1968): *The Role of Monetary Policy*. (Presidential Address, American Economic Association, 29 December 1967). American Economic Review, 1968, roč. 58, č. 1, s. 1-17.

[9] Friedman, M. (1981): *Market Mechanism and Central Economic Planning.* Washington, D. C., American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1981.

[10] Friedman, M. – Friedman, R. (1980): *Free to Choose.* New York, Harcourt Brace Jovanovich, 1980.

[11] Friedman, M. – Friedman, R. (1984): *Tyranny of the Status Quo.* San Diego, Harcourt Brace Jovanovich, 1984.

[12] Friedman, M. – Friedman, R. (1992): *Svoboda volby.* Praha, Liberální institut, 1992.

[13] Friedman, M. – Meiselman, D. (1963): *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897–1958*. In Brown, E. C. (ed.): *Stabilization Policies: Series of Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1963, s. 165-268.

[14] Friedman, M. – Schwartz, A. (1963): *A Monetary History of the United States, 1897-1960.* Princeton, Princeton University Press, 1963.

[15] Hadjimichalakis, M. G. (1984): *The Federal Reserve. Money and Interest Rates: The Volcker Years and Beyond*. New York, Praeger, 1984.

[16] Hadjimichalakis, M. G. – Hadjimichalakis, K. G. (1995): *Contemporary Money, Banking and Financial Markets: Theory and Practice.* Homewood, Irwin, 1995.

[17] Hrnčíř, M. (2009): *Monetary Policy and Central Banking in the Wake of the World Financial Crisis*. ACTA VŠFS, 2009, roč. 3, č. 2, s. 137-166.

[18] John Williams' Shadow Government Statistics (2012): *Monetary Base and Money Supply*. [on line], San Francisco, American Business Analytics & Research, c2003-2012, [cit. 14. 10. 2012], <http://www.shadowstats.com/charts/monetary-base-money-supply>.

[19] Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money.* London, Palgrave Macmillan, 1936. (Česky *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz.* Praha, ČSAV, 1963.)

[20] Mayer, T. – Duesenberry, J. S. – Aliber, R. Z. (1993): *Money, Banking and the Economy.* New York, Norton, 1993.

[21] Meltzer, A. H. (1991): *The Fed at Seventy-Five*. In Belongia, M. F. (ed.): *Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve Bank of St. Louis*. Boston, Kluwer Academic, 1991, s. 3-61.

[22] Meltzer, A. H. (2003): *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951*. Chicago: University of Chicago Press, 2003.

[23] Moore, B. (1988): *Horizontalists and Vertikalists. The Macroeconomics of Credit Money*. New York, CUP, 1988.

[24] Musílek, P. (2008): *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace.* Český finanční a účetní časopis. 2008, roč. 3, č. 4, s. 6-20.

[25] Phillips, A. W. (1958): *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957*. Economica, 1958, roč. 25, č. 100, s. 283–299.

[26] Sojka, M. (1996): *Milton Friedman*. *Svět liberální ekonomie*. Praha, Epocha, 1996.

[27] Tobin, J. (1995): *The Natural Rate as a New Classical Macroeconomics.* In Cross, I. (ed.): *The Natural Rate of Unemployment: Reflections on 25 Years of the Hypothesis*. Cambridge, Cambridge University Press, 1995, s. 32-44.

[28] Wheelock, D. C. (1992): *Monetary policy in the Great Depression: what the Fed did and why?* [on line], Journal Review of Federal Reserve, Bank of St. Louis, 1992, roč. 74, č. 2, s. 3-28, [cit.: 14. 10. 2012], <http://research.stlouisfed.org/econ/wheelock/dwfedpub.html>.

Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 4, s. 15-31.

Milton Friedman a současná měnová politika

Jitka Koderová

ABSTRAKT

Milton Friedman, americký nositel Nobelovy ceny za ekonomii, byl jedním z nejvýznamnějších ekonomů 20. století. Přispěl k rozvoji makroekonomické teorie a k novému pojetí hospodářské politiky. V oblasti ekonomické teorie jsou připomenuty dva z jeho hlavních přínosů: nová interpretace kvantitativní teorie peněz a teorie přirozené míry nezaměstnanosti. V oblasti hospodářské politiky je připomenuta jeho kritika neokeynesovského přístupu ke stimulaci koupěschopné poptávky a orientace na regulaci úrokové míry a je zdůrazněno jeho doporučení regulovat peněžní zásobu. Pozornost je věnována také Friedmanově kritice měnové politiky Federální rezervní soustavy v průběhu Velké deprese a současné měnové politice americké centrální banky.

Klíčová slova: Milton Friedman; Makroekonomická teorie; Měnová politika.

Milton Friedman and the Contemporary Monetary Policy

ABSTRACT

Milton Friedman, American Nobel price winner for Economics, was one of the most important economists in the 20th century. He contributed to the development of macroeconomic theory as well as to the new concept of monetary policy. In the area of economic theory two of main Friedman´s contributions are recorded: the new interpretation of the Quantity Theory of Money and the theory of the Natural Rate of Unemployment. In the area of economic policy his criticism of neo-Keynesian orientation to the stimulation of effective demand and the interest rate targeting is mentioned and his recommendation to manage the money supply is underlined. Friedman´s criticism of the monetary policy of the Federal Reserve during the Great Depression is also paid attention to as well as the contemporary monetary policy of the American central bank.

Key words: Milton Friedman; Macroeconomics; Monetary Policy.

JEL classification: B22, E31, E52.