EVROPSKÁ MĚNOVÁ UNIE Z POST-KEYNESOVSKÉ PERSPEKTIVY

Jan ZÁPAL, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy, Praha

1. Úvod

Svět je dostatečně komplikovaný na to, aby nebylo možno jej popsat teorií, která musí nevyhnutelně zjednodušit mnohé jeho zákonitosti, ani jakýmkoliv modelem, který musí nevyhnutelně začít sadou zjednodušujících předpokladů. Veškeré teorie a modely musí nutně zjednodušovat vztahy každodenního života k tomu, aby byly pochopitelné omezené lidské mysli. Na základě toho ten, kdo hodlá vytvořit takovou teorii či model, musí rozhodnout, jaké zjednodušující předpoklady učiní, jinými slovy, jakou sadou zjednodušení spoutá každodenní realitu.

Další komplikací je, že ekonomové vytvořili řadu teorií, které se často doplňují navzájem, nicméně častěji vyvracejí jedna druhou. Na druhé straně tato heterogenita umožňuje, poté co se člověk zorientuje v rozdílných teoriích, nahlížet na každodenní problémy z rozdílných úhlů pohledu. V ideálním případě by zvídavá mysl byla dovedena k jednoznačným závěrům bez ohledu na použitou teorii či model. Realita je ovšem často jiná. Shodný závěr či shodná předpověď jsou stejně vzácné, jako dva shodující se ekonomové.

Co si tedy ekonomové myslí o procesu sjednocování, který probíhá posledních pět dekád v Evropě a event. vedl až k vytvoření jednotné evropské měny? Odpověď hlavního proudu ekonomické teorie obvykle začíná Mundellovou teorií optimálních měnových zón a hovoří o: transakčních nákladech; intenzivnějším zahraničním obchodu; ztrátě nezávislé měnové politiky a efektivnější alokaci výrobních faktorů, především pak zvýšené mobilitě kapitálu. Ale existují i jiné teorie. Pravděpodobně nejviditelnější alternativou k současnému hlavnímu proudu ekonomické teorie[1)] je post-keynesovská ekonomická teorie. Jaký je její názor na proces evropské integrace a vytvoření Evropské měnové unie (EMU) je hlavní otázkou, kterou se chci pokusit ve své stati zodpovědět.

Nejprve představím post-keynesovskou ekonomickou teorii a poté budu ilustrovat názory této školy ekonomického myšlení na vytvoření EMU. Struktura stati je následující. Ve druhé části se pokusím stručně popsat vývoj post-keynesovské teorie a ve třetí její hlavní postuláty, stejně tak jako hlavní rozdíly, které ji dělí od hlavního proudu ekonomické teorie. Čtvrtá část se zaměří na obchodní aspekt integrace (Mundellův druhý argument), pátá je věnována měnové politice z hlediska integrace (Mundellův třetí argument) s důrazem na roli centrální banky. Šestá část se bude zabývat argumentem zvýšené mobility kapitálu (Mundellův čtvrtý argument).

1) Rozdíly mohou být i v tom, co chápeme „hlavním proudem ekonomické teorie“. Existuje i třetí alternativa a tou je rakouská ekonomická škola. Nevím však, jaký je názor následovníků Hayeka a Misese na proces evropské integrace.

2. Vývoj post-keynesovské ekonomické teorie

Vše začalo vydáním knihy *Všeobecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz* J. M. Keynese krátce před druhou světovou válkou (1936). Mnoho autorů dnes argumentuje, že Keynesovo dílo je dvojznačné, že se špatně čte a že dovoluje mnoho rozdílných interpretací. Zdá se ovšem, že otevřenost k rozdílným interpretacím je spíše výhodou než nevýhodou jeho díla, jelikož právě tato vlastnost rozvířila do té doby relativně stojaté a klidné vody ekonomické teorie. Rozdílné interpretace *Všeobecné teorie* vedly k utvoření rozdílných škol ekonomické teorie tak, jak je známe dnes.

Jednu z prvních interpretací předložili Hicks (1937) a Modigliani (1944). Tato interpretace následně vyústila v to, co dnes nazýváme *neoklasická syntéza*. Keynesova teorie byla reinterpretována v duchu klasické ekonomie. Byla spoutána do systému rovnic a reprezentována ve slavném IS-LM modelu. V této interpretaci nemohla být Keynesova teorie ničím více než jen speciálním případem všeobecné klasické teorie, který je reprezentován stavem, kdy se ekonomika nachází v prostředí vysoké nezaměstnanosti a nedostatečné agregátní koupěschopné poptávky. Hlavní přínos Keynesova díla, obsažený v 12. kapitole *Všeobecné teorie*, role očekávání[2)] a animal spirit, byl ztracen v soustavě rovnic a rovnováhu vyjadřujících křivek.

Jako odpověď na tuto interpretaci Keynese někteří autoři argumentovali, že jeho teorie je všeobecnou, klasickou ekonomií jako speciálním případem s perfektními a okamžitými přizpůsobovacími procesy (viz např. Leijonhufvud, 1967; Clower, 1965). Leijonhufvud argumentoval tím, že klasická teorie všeobecné rovnováhy, založená na vyrovnávajících procesech, kde Walrasiovský aukcionář stanovující ceny, neboli deus ex machina, je pouze speciálním případem všeobecné keynesovské teorie.[3)] Clower prosazoval myšlenku, která vešla do povědomí jako *hypotéza duálních rozhodnutí,* podle které lidé v naprosté většině případů obchodují za falešné ceny (keynesovská teorie je relevantní v tomto případě) a klasická teorie je pouze speciálním případem, kdy veškerá očekávání jsou splněna, a tedy, ex-ante řešení optimalizační úlohy je naplněno ex-post. Tento proud ekonomické teorie je také někdy nazýván nerovnovážnou ekonomií.

Další proud kritiky týkající se Keynesovy *Všeobecné teorie* mířil na nedostatek mikroekonomických základů jeho teorie a z ní vzešlé neoklasické syntézy. Jinými slovy, za účelem vysvětlení dlouhých období vysoké nezaměstnanosti a vysoké inflace, pozorovaných v průběhu stagflace v 70. letech minulého století, musí být ekonomická teorie schopna vysvětlit, proč rovnovážné síly přestávají fungovat. Vysvětlením je koncept rigidit nové keynesovské školy. Zatímco neoklasičtí ekonomové více či méně rigidity předpokládali, tento proud ekonomické teorie se pokusil je vysvětlit na základě analýz mikroekonomického chování ekonomických agentů. Greenwald a Stiglitz (1993) nebo Romer (1993) nabízejí ucelený přehled vývoje, konceptů a problémů tohoto proudu ekonomické teorie. Nicméně, tato škola ekonomické teorie stále staví na představě rovnováhy a zachovává mnoho dalších aspektů klasické teorie. Ilustrativním příkladem metodologie této školy jsou práce Akerlofa a Yellenové (1985a,b), a které staví na plně racionálních a optimalizujících ekonomických agentech a ukazují, jak blízce-racionální chování, tedy chování, které je spojeno s individuálními náklady druhého řádu (malými) pro ne-

---

2) Ve skutečnosti někteří autoři, např. Kregel (1976) argumentují, že Keynes sám považoval koncept agregátní efektivní poptávky za hlavní přínos své teorie, nikoliv roli očekávání.

3) Pokud všichni ekonomičtí agenti jsou přijímateli cen a v reálném světě někdo jako Walrasův aukcionář neexistuje, nezbývá nakonec nikdo, kdo by stanovoval ceny (viz Arrow, 1959).

optimalizující ekonomické agenty, může vést k distorzím prvního-řádu (velkým) na agregátní makroekonomické úrovni. Tento proud ekonomické teorie je dnes znám především pod názvem nová keynesovská škola. Seznam konceptů a myšlenek této školy musí nutně obsahovat nedokonalé informace, blízce racionální chování, efektivní mzdy, hysterezi, efekty nedokonalé konkurence, nominální a reálné rigidity, teorii rizikově averzních firem, převrácený výběr a mnoho dalších.

Poslední z proudů ekonomické teorie čerpající z Keynesova díla je post-keynesovská škola ekonomické teorie. Tuto školu lze dále rozdělit. Jedno z možných dělení je na starou a mladou generaci, kde starší generace vzešla především z členů Keynesovy diskuzní skupiny, která se pravidelně scházela před druhou světovou válku v Cambridge a je spojena se jmény jako Joan Robinson, Nicholas Kaldor nebo Michal Kalecki. Nová generace post-keynesovců, žáci staré generace, je reprezentována jmény jako Sheila C. Dow, Philip Arestis, Malcolm Sawyer, Paul Davidson, Douglas Mair, Anthony J. Laramie, Marc Lavoie, Stephen Rousseas, Steven Pressman nebo John Smithin. Druhé možné rozdělení post-keynesovského proudu ekonomické teorie je na větev evropskou, asociovanou převážně s Cambridgí, teoriemi rozdělení příjmů ve společnosti nebo teoriemi nezaměstnanosti, a na větev americkou,[4)] zabývající se monetárními otázkami.

Hlavním zdrojem post-keynesovských myšlenek je vedle učebnic, které vyšly v poslední době (viz např. Lavoie, 1992), časopis *Journal of Post Keynesian Economics*, který reprezentuje především americkou větev, a *Cambridge Journal of Economics*, který reprezentuje evropskou větev.

3. Základní rozdíly

Obecně řečeno, rozdíly mezi post-keynesovskou teorií a ostatními školami ekonomické teorie začínají na filozofické úrovni. Post-keynesovské vidění fungování ekonomiky je rozdílné s rozdílnými silami determinujícími základní vztahy mezi ekonomickými agenty a základními ekonomickými veličinami.

Základem je něco, co bývá nazýváno post-keynesovskou dichotomií, která je způsobena tím, že křivka agregátní nabídky je horizontální, daná očekáváními a animal spirit, což způsobuje, že úroveň zaměstnanosti a produkce je determinována především agregátní koupěschopnou poptávkou. Pakliže agregátní koupěschopná poptávka není dostatečně silná na to, aby zaručila plné využití výrobních faktorů, může nastat dlouhotrvající období nedobrovolné nezaměstnanosti a nižšího než potencionálního produktu. Neexistují nebo nemusejí být dostatečně silné síly, které by zaručily návrat ekonomického systému zpět do stavu rovnováhy reprezentovaného plným využitím výrobních faktorů a nulovou nedobrovolnou nezaměstnaností.

Zaměstnanost a produkt jsou determinovány agregátní efektivní poptávkou, ale je otázka jak jsou stanovovány ceny a proč neplní funkci média vyrovnávajícího agregátní poptávku s agregátní nabídkou na úrovni odpovídající plné zaměstnanosti. Odpovědí je, že firmy maximalizují spíše tržní sílu než zisk a v prostředí charakterizovaném nedokonalou konkurencí stanovují ceny jako přirážku k nákladům. Tyto náklady jsou tvořeny především mzdami, které firmy vyplácejí svým za-

---

4) Typické příklady post-keynesovské metodologie a přístupu k ekonomii lze nalézt v pracích Kaldora (1972), Davidsona (1988) nebo Kregela (1976); autory prací zabývajících se monetárními otázkami jsou např. Rousseas (1998), Hewitson (1995), Chytil (2003), Krejdl (2003), Davidson (1992), Smithin (2001a) nebo Wray (2001); hospodářskou politikou se zabývá např. Arestis a Sawyer (1998); daňovými otázkami a veřejnými financemi např. Kalecki (1937), Asimakopulos a Burbidge (1974), Laramie a Mair (2001) nebo Damania a Mair (2000). Všeobecný úvod do post-keynesovské teorie lze nalézt např. v práci Holta a Pressmana (2001).

městnancům. V takovémto uspořádání je inflace tlačena náklady vždy, když pracující požadují růst mezd větší než růst produktivity, to znamená, že inflace není monetární fenomén, ale je výsledkem třídního boje mezi zaměstnanci a zaměstnavateli. Problémy vysoké míry inflace pak nemohou být řešeny monetární politikou (která není schopna je vyřešit), ale politikou mzdovou. Rozdílné a do jisté míry oddělené stanovování cen a úrovně produkce je základem zmiňované post-keynesovské dichotomie.

Z post-keynesovskéko pohledu se ekonomika vyvíjí v historickém čase, což s sebou přináší problémy spojené s nepředvídatelností budoucích událostí. V tomto ne-ergodickém světě[5)] perfektní racionalita nemá smysl a zvykové chování se stává racionální.

Z odlišného úhlu přistupují post-keynesovci také k penězům. Peníze jsou v nejistém světě pojítkem mezi současností a nejistou budoucností. Oproti klasickému proudu kladou důraz na roli peněz coby média uchování hodnoty namísto peněz jako prostředku směny. Peníze v tomto světě nejsou neutrální. Jejich množství v oběhu je determinováno především poptávkou, nikoliv nabídkou. V konečném důsledku to znamená, že nabídka peněz je endogenní veličinou (křivka nabídky peněz je horizontální) bez možnosti centrální banky ji ovlivňovat.

Také další znaky, které post-keynesovci u peněz zdůrazňují, zasluhují zmínku. Peníze mají dvě unikátní vlastnosti. Za prvé, mají nulovou elasticitu produkce, což znamená, že pakliže je třeba větší množství peněz v oběhu, není třeba alternativních faktorů produkce k jejich výrobě. Za druhé, mají nenulovou elasticitu substituce, což znamená, že nemají žádné blízké substituty. Post-keynesovci tedy rozlišují mezi preferencí likvidity a poptávkou po penězích. Preference likvidity je poptávka po reálných penězích za účelem uschování a hromadění, zatímco poptávka po penězích je poptávka po hotovosti za účelem její útraty. Vývoj těchto dvou druhů poptávky bude rozdílný v různých fázích ekonomického cyklu. Preference likvidity (poptávka po penězích) poroste (bude klesat) v průběhu ekonomického poklesu a naopak v průběhu ekonomického růstu a pozitivních očekávání.

Pakliže produkce je dána agregátní efektivní poptávkou, ceny jsou přirážkami nad mzdovými náklady a množství peněz v ekonomice se přizpůsobuje poptávce po penězích, jak je potom determinována úroková míra? Post-keynesovská odpověď na tuto otázku je, že úrokové míry jsou dány komerčními bankami jako přirážka nad jejich náklady, které představuje především základní úroková míra stanovená centrální bankou. Díky možnosti stanovovat základní úrokovou míru si centrální banka v post-keynesovské teorii (přes endogenitu množství peněz v oběhu) zachovává určitou moc ovlivňovat reálné ekonomické dění. Centrální banka může ovlivňovat úrokové míry, které spolu s očekáváními a animal spirit determinují hladinu investic, jež jsou podnikatelé ochotni podstupovat. Další z důležitých rolí, které má centrální banka v post-keynesovské teorii, je její regulační role, zajiš•ující (snaží se zajiš•ovat) stabilitu celého finančního systému.

Stabilita komerčních bank je velmi důležitým aspektem v post-keynesovské teorii, protože komerční banky slouží jako zdroj financování podnikové sféry, který umožňuje podnikatelům expandovat jejich výrobní kapacity a zaručuje do jisté míry růst zaměstnanosti a produkce.

V takovémto systému jsou dlouhá období nedobrovolné nezaměstnanosti způsobena špatnými očekáváními podnikové sféry, která mají za následek nízkou in-

---

5) Ne-ergodický svět, definovaný v práci Davidsona (1988) znamená, že ekonomičtí agenti nejsou schopni odhadnout pravděpodobnost uskutečnění všech budoucích událostí. To je zcela odlišné od pravděpodobnostního rizika, které umožňuje ekonomickým agentům připsat určitou pravděpodobnost každé budoucí eventualitě a na základě takto připsaných pravděpodobností utvořit plně racionální očekávání.

vestiční aktivitu a nízkou poptávku po práci. Celková úroveň mezd v ekonomice netvoří dostatečnou agregátní efektivní poptávku, která by koupila veškerou produkci, zisky klesají, což vede k tomu, že očekávání investorů a producentů se dále zhoršují. Navíc díky nízkým ziskům není firemní sektor schopen splácet své závazky vůči komerčním bankám nebo získat další úvěry, což dále snižuje investiční aktivitu. Pokles reálných mezd, kterým řeší past nezaměstnanosti klasická teorie, může z post-keynesovského pohledu způsobit pouze další pokles agregátní koupěschopné poptávky, jež krizi způsobila v první řadě a tedy pouze zhoršuje danou situaci. Řešením takovéto krize je hospodářská politika mířená na stimulaci agregátní koupěschopné poptávky, která je schopna vrátit ekonomiku zpět na růstovou dráhu.

Všechny výše zmíněné koncepty, non-neutralita a endogenita peněz, non-ergodicita, fundamentální nejistota, přirážková tvorba cen, představa vývoje ekonomiky v historickém čase a role institucí jsou spíše makroekonomické koncepty. Existuje ale i post-keynesovská mikroekonomie?

V tomto směru se mluví o spotřebitelích, kteří nejsou nutně nezávislí a potřebují uspokojovat své základní potřeby.[6] Dopad většiny cenových změn je dán především důchodovým efektem. Pakliže cenová změna vyvolá substituční efekt, pak především v rámci dané třídy potřeb. Spotřebitelé uspokojují nejdříve potřeby v rámci nejnižší třídy potřeb a nakupují statky patřící do vyšších tříd potřeb s tím, jak jejich příjem roste, přičemž množství spotřeby (a tedy výdajů) v nižších třídách potřeb je konstantní. Pakliže ceny vzrostou, spotřebitelé přestanou kupovat statky v nejvyšší právě uspokojované třídě potřeb a množství spotřeby v nižších třídách potřeb je opět konstantní.

Post-keynesovská teorie firmy odmítá myšlenku produkční funkce a myšlenku firmy maximalizující zisk. Firmy v nejistém světě maximalizují tržní sílu, která je spojena s pravděpodobností přežití a investují dle očekávaných budoucích zisků, poptávajíce potřebné finanční prostředky od komerčních bank. Pokud očekávání budoucího vývoje jsou optimistická, firmy investují do stále riskantnějších projektů, což event. vede k jejich neschopnosti splácet vypůjčené finanční prostředky. V tomto případě se očekávání budoucího vývoje stává pesimistickým a stihne-li podobný vývoj dostatečné množství firem v dané ekonomice, nastává recese.

Maximalizace tržní síly firmami v nejistém světě je reprezentována stanovováním cen přirážkou k výrobním nákladům – mzdám vypláceným pracujícím. To znamená, že implicitní předpoklad nedokonalé konkurence je obsažen v post-keynesovské teorii.

Dokonalá konkurence, stejně tak jako dokonalá racionalita, představa reprezentativního ekonomického agenta, možnosti ekonometrického testování hypotéz, optimalizačního chování, rovnováhy, dokonalé informovanosti a mnoho dalších konceptů ortodoxní teorie post-keynesovská ekonomická teorie odmítá.

4. Efekt mezinárodního obchodu spojený s ekonomickou integrací

Po krátkém představení post-keynesovské teorie bych rád představil názor jejích protagonistů na proces evropské ekonomické integrace, který probíhá od poloviny 50. let minulého století a který event. vedl k utvoření EMU. Pokusím se o diskuzi nad argumenty, které tradičně zmiňuje v tomto ohledu převládající proud

6) Typické spotřebitelské chování není reprezentováno optimalizací na daných preferencích pod daným rozpočtovým omezením. Post-keynesovská teorie má nejblíže ke spotřebitelům, jejichž chování je reprezentováno lexikografickými preferencemi.

ekonomie: efekt integrace a zavedení jednotné měny na zahraniční obchod; efekt ztráty nezávislé měnové politiky a intenzivnější a efektivnější využití výrobních faktorů, především kapitálu.[7)]

Hlavní proud ekonomické teorie mluví ve spojitosti se zavedením jednotné evropské měny především o vytváření zahraničního obchodu a přesměrování zahraničního obchodu. Důkladná analýza nákladů a přínosů má následně odpovědět na otázku, zda měnová integrace bude či nebude přínosem pro přistupující národ. Změny v producentském a spotřebitelském přebytku mohou být argumentem pro či proti.

Post-keynesovská teorie nabízí odpověď na přínosnost ekonomické integrace pomocí konceptu platební bilancí omezeného růstu. Myšlenka původně vyjádřená v práci Thirlwalla a Hussaina (1982) je často zmiňována jako jeden ze stylizovaných faktů teorie zahraničního obchodu. Davidson (1990) dokonce nazval tuto teorii jedním z pozitivních přínosů post-keynesovců k ekonomické teorii. V současnosti je tento stylizovaný fakt mezi post-keynesovci znám spíše jako Thirlwallův zákon. Argument je následující. Jakákoliv země s exportem rostoucím tempem x a s důchodovou elasticitou poptávky po dovozu nemůže růst rychleji než

$$y \quad \frac{x}{},$$

kde y reprezentuje tempo růstu reálného produktu. Tento poměr definuje platební bilancí omezené tempo růstu na základě předpokladu, že platební bilance zůstává v rovnováze a že reálné směnné relace zůstávají nezměněné.

Thirlwall a Hussain (1982) dodávají, že daná ekonomika může růst tempem větším než y, pakliže je schopna přilákat dostatek zahraničních investic nebo se relativní ceny vůči zbytku světa vyvíjejí v její prospěch. Dodávají ale také, že fakt, že růst většiny rozvinutých světových ekonomik v poválečné éře aproximoval jejich jednoduché pravidlo napovídá, že role zahraničních investic a změn směnných relací hraje pouze nevýznamnou roli ve zmírňování omezení na růst dané ekonomiky.

Představme si následující argument. Předpokládejme, že důchodová elasticita řeckého dovozu z Itálie je 1 a italská důchodová elasticita po dovozech z Řecka je také 1. Předpokládejme dále, že řecká ekonomika roste tempem 10 % ročně a italská ekonomika tempem 5 % ročně. To znamená, že Řecko bude dovážet z Itálie každým rokem o 10 % více a Itálie bude dovážet z Řecka o 5 % více. Tento vývoj povede k problémům s platební bilancí na straně Řecka, které má dvě možnosti, jak se vyvarovat chronického deficitu. Může devalvovat svoji domácí měnu, což ovšem není v měnové unii možné, nebo může provádět deflační hospodářskou politiku, která následně povede ke snížení jeho ekonomického růstu. Nižší ekonomický růst pak následně reprezentuje náklady vstupu do měnové unie na straně Řecka.

Toto je argument, který analyzuje Pattichis (2001). Jeho práce analyzuje situaci pěti nejchudších států Evropské unie, kde příjem na hlavu v roce 1997 byl nižší než průměr Evropské unie (Řecko, Irsko, Itálie, Portugalsko a Španělsko). Všechny zmiňované země dosahovaly vyšší tempo růstu než průměr zemí Evropské unie před jejich přistoupením k EMU. Pattichis následně analyzuje dopady členství těchto zemí v EMU z hlediska efektu zahraničního obchodu a z hlediska Thirlwallova zákona.

---

7) Efekt snížení transakčních nákladů není třeba diskutovat, protože v názoru, že zavedení jednotné evropské měny vede k jejich snížení, panuje mezi post-keynesovskou školou a hlavním proudem ekonomické teorie shoda.

Dospívá k závěru, že výše zmiňované země si budou za přijatelných podmínek, schopny udržet současná tempa hospodářského růstu bez problémů s nerovnováhou platební bilance. Tento závěr implikuje, že členství v EMU nemusí mít negativní dopad na tempa růstu v těchto zemích. Zmiňovaná analýza také indikuje, že zvyšování kvality a heterogenity exportu těchto zemí, tedy aktivní hospodářská politika vlády zaměřená na nabídkovou stranu své ekonomiky, může snížit náklady spojené členstvím v EMU.

Odpověď post-keynesovců na otázku o přínosu ekonomické a měnové integrace z hlediska efektu zahraničního obchodu by byla pravděpodobně pozitivní. Lze tedy přistoupit k druhému argumentu hlavního proudu ekonomické teorie, kterým je ztráta nezávislé měnové politiky.

5. Role Evropské centrální banky z hlediska post-keynesovské teorie

K porozumění implikací post-keynesovské teorie pro roli Evropské centrální banky (ECB) je třeba hlubší porozumění teorii endogenní nabídky peněz, která je centrálním motivem post-keynesovské monetární teorie. V nejjednodušší verzi této teorie je křivka nabídky peněz horizontální na dané úrovni úrokové míry a tedy centrální banka není schopna nebo nemá nástroje, kterými by ovlivňovala množství peněz v ekonomice. Pro endogenitu peněz existuje několik vysvětlení.

Kaldor (1981) zdůrazňuje roli centrální banky jako věřitele poslední instance. Centrální banka za účelem udržení stability finančního sektoru ve skutečnosti poskytuje komerčním bankám likviditu potřebnou k pokrytí povinných minimálních rezerv, které sama vyžaduje.

Další vysvětlení endogenity nabídky peněž podává Weintraub. Jeho argument je takový, že pakliže ceny determinují množství peněz v ekonomice a jsou firmami stanovovány jako přirážka k výrobním nákladům, potom růst mezd tempem vyšším než je růst produktivity práce povede k zvýšení množství peněz v ekonomice nezávisle na chování centrální banky.

Wicksellův argument je založen na teorii dvou úrokových měr. První úroková míra je determinována stavem ekonomiky a ziskovostí investic, tedy reálnými silami. Tuto úrokovou míru nazývá Wicksell přirozenou úrokovou mírou. Druhá úroková míra je stanovována centrální bankou a tvoří základ tvorby úrokových měr komerčních bank. Tuto úrokovou míru nazývá administrovanou úrokovou mírou. Čistá tvorba peněz bez možnosti centrální banky tento stav ovlivnit následuje v případě, že přirozená úroková míra je vyšší než administrovaná úroková míra.

Tři výše zmiňované teorie jsou relativně staré a jak se post-keynesovská teorie vyvíjela, utvořily se dva základní proudy, které odděluje názor o míře endogenity nabídky peněz. První proud si více méně zachoval starou představu o dokonalé endogenitě nabídky peněz, zatímco nový proud považuje křivku nabídky peněz za rostoucí, ani horizontální, ani vertikální.[8)]

Pravděpodobně nejsofistikovanější a nejzajímavější verzí teorie endogenní nabídky peněz je verze obsažená v práci Dowové a Rodriguez-Fuentese (1998), kteří argumentují, že míra endogenity nabídky peněz se může měnit v průběhu vývoje finančního sektoru stejně jako v průběhu ekonomického cyklu. Křivka nabídky pe-

8) Existují různé termíny pro tyto dva proudy. Např. Krejdl (2003) rozlišuje akomodativní (stará škola) a strukturalistickou (nová škola) endogenitu. Hewitson (1995) mluví o teorii přirážky (akomodativní škola věří, že úrokové míry v ekonomice jsou dány jako přirážka komerčních bank nad základní úrokovou míru, kterou stanovuje centrální banka) a teorii preference likvidity (očekávání mohou ovlivnit úrokové míry). Chytil (2003) dokonce rozlišuje revoluční endogenitu (stará škola označovaná někdy také za horizontalisty), strukturální endogenitu a částečnou endogenitu nabídky peněz.

něz v jejich pojetí je rostoucí a konvexní, což znamená, že s růstem množství peněz v ekonomice se nabídka peněz stává méně a méně endogenní. Změny v míře endogenity nabídky peněz v průběhu vývoje finančního sektoru jsou dány finančními inovacemi, s kterými komerční banky přicházejí v případě, že jsou omezeny regulací ze strany centrální banky. V případě, že poptávka po úvěrech komerčních bank ze strany soukromých ekonomických subjektů je vysoká a regulační omezení centrální banky omezují komerční banky v uspokojování této poptávky, komerční banky se budou snažit pomocí finančních inovací tuto regulaci obcházet. Jinými slovy, poptávka po úvěrech determinuje množství peněz v ekonomice. Tak, jak se finanční sektor vyvíjí, komerční banky jsou více a více inovativní a jejich schopnost obcházet regulační nařízení centrální banky vzrůstá a s ní také míra endogenity nabídky peněz. V takovémto prostředí by měla centrální banka vykonávat především svoji regulační úlohu a dbát na to, aby svým chováním vhodným způsobem ovlivňovala chování a očekávání soukromých ekonomických subjektů.

Změny v míře endogenity nabídky peněz v průběhu ekonomického cyklu jsou dány pohyby křivky poptávky po penězích. Při pohybu křivky poptávky po penězích doprava (v průběhu konjunktury) se rovnovážný bod dostává do strmější části křivky nabídky peněz, v důsledku čehož je centrální banka více schopna ovlivňovat množství peněz v ekonomice.

Dowová a Rodriguez-Fuentes (1998) hovoří o dvou transmisních mechanismech monetární politiky, o přímém a nepřímém. Přímá transmise je taková, kde nabídka peněz je exogenní veličinou, kterou centrální banka perfektně kontroluje prostřednictvím operací na volném trhu, stanovování úrokových měr a požadavky na povinné minimální rezervy komerčních bank. Tento transmisní mechanismus ztrácí svoji účinnost s tím, jak dochází k vývoji finančního sektoru v dané ekonomice. Nepřímý transmisní mechanismus je založen na endogenitě nabídky peněz a působí díky regulační moci centrální banky, díky požadavkům na kapitálovou přiměřenost, stejně tak jako díky signálům, kterými centrální banka ovlivňuje očekávání ekonomických subjektů. Tento transmisní mechanismus získává důležitost s tím, jak se vyvíjí finanční systém dané ekonomiky.

Další myšlenkou post-keynesovské monetární teorie je hypotéza finanční nestability navržená v práci Minskiho (1985). Jeho myšlenka je taková, že finanční investice lze rozdělit do třech základních kategorií; zajištěné, spekulativní a ponzi financování.[9] Minskiho argument je takový, že v průběhu ekonomického růstu lze rostoucí počet investic klasifikovat jako spekulativní nebo dokonce ponzi, protože ekonomické subjekty jsou více a více ochotny podstupovat riziko spojené s možnou neschopností splácet své dluhy. Komerční banky, díky všeobecně pozitivním očekáváním, jsou ochotny půjčovat finanční prostředky na rizikové projekty. Ve skutečnosti ovšem tento pozitivní vývoj v sobě nese zárodek poklesu ekonomiky. Následné období ekonomického poklesu je tak charakterizováno sérií krachujících projektů, protože spekulativní a ponzi investice nejsou schopny generovat dostatečný zisk, který by umožňoval splácení vypůjčených finančních prostředků. Celková očekávání ekonomického vývoje se stanou pesimistickými, což dále ještě zhoršuje ekonomický pokles. Jinými slovy, období prosperity inherentně obsahují zárodek následného poklesu a finanční nestability.

Jaká je tedy role ECB v kontextu post-keynesovské teorie? Její názor je takový, že ECB ztratila schopnost ovlivňovat množství peněz v ekonomice, nebo lépe, že

9) Ponzi financování je odvozeno od amerického podnikatele, který v první polovině minulého století přišel jako první s podnikatelským záměrem, jenž je založen na principu pyramidových her. Prostředky na výplaty starých investorů budou jen tehdy, pokud roste počet nových investorů, kteří vkládají své prostředky do systému.

nikdy takovou schopnost či možnost neměla. V tomto světle je inflační cíl ECB stanovený na 2% růstu harmonizovaného indexu spotřebitelských cen nevhodný, nebo• ECB nemá nástroje, kterými by mohla ovlivňovat vývoj inflace. Vhodnějším řešením problému inflace v kontextu post-keynesovské teorie by byla mzdová politika na evropské úrovni, která by zajistila rovnoměrný růst cen a produktivity práce.

Nicméně, post-keynesovci by souhlasili s tím, že ECB má vykonávat svoji regulační roli a to tak, aby předcházela obdobím přehnaně optimistických či přehnaně pesimistických očekávání. V neposlední řadě by diskontní úroková míra stanovovaná ECB, podle jejich názoru, měla být udržována na co možná nejnižší úrovni, která by umožnila firmám relativně snadný přístup k finančním prostředkům,[10] jež potřebují ke svému rozvoji.[11] Takováto politika je schopna podpořit investiční aktivitu firem a následně pak vyústit v nižší nezaměstnanost.

Shrneme-li závěry této části, členství v měnové unii s sebou nenese dodatečné náklady spojené se ztrátou nezávislé měnové politiky, protože pro post-keynesovskou teorii takováto nezávislost nikdy neexistovala.[12] Pakliže bude ECB vykonávat přísnou regulační politiku a dodržovat politiku levných peněz, post-keynesovci proti jejímu chování nebudou mít nejmenších námitek.

Kde ovšem mohou vyvstat určité problémy je kombinace integrace s limity, které stanovuje Pakt stability a růstu (SGP) pro fiskální politiku.[13] V post-keynesovské tradici je fiskální politika tradičně vnímána jako dokonalejší nástroj dosahování jejich konečného cíle – stavu plné zaměstnanosti. Můj argument je takový, že v případě omezené monetární politiky a limitů na výkon fiskální politiky existuje pouze velmi malý prostor pro jednotlivé členy EMU, díky kterému by mohly akomodovat asymetrické šoky dopadající na jejich ekonomiky.[14] Doplněno hysterezí,[15] která jako koncept je obsažena v post-keynesovské teorii, každé omezení, jež má za následek nemožnost vlády podporovat stav plného využití výrobních faktorů, především práce, by podporu post-keynesovské ekonomické teorie nezískalo.

---

10) Tento fakt ponechává určitý prostor ECB k ovlivňování inflace, nicméně nepřímým způsobem. Post-keynesovci považují úroky placené firmami komerčním bankám pouze za jiný druh nákladů. Pakliže firmy stanovují ceny přirážkou nad své náklady, vyšší úroky (úrokové míry) znamenají vyšší inflaci. To je v přímém protikladu k hlavnímu proudu ekonomie, kde vyšší úrokové míry snižují investiční aktivitu a následně inflaci.

11) Tato politika bývá často nazývána politikou levných peněz.

12) Protiargumentem k tomuto tvrzení, které implikuje, že ECB je schopna ovlivňovat nabídku peněz a tedy tržní úrokové míry jsou závěry McMorrowa (1998), který na základě empirické analýzy tvrdí, že poptávka po penězích v eurozóně je relativně stabilní.

13) Alternativní návrh k současně platnému SGP, který by odpovídal post-keynesovskému nahlížení fungování ekonomiky, lze nalézt v práci Arestise, McCauleyho a Sawyera (2001). Post-keynesovci nejsou dále spokojeni s malou koordinací národních vlád členských států v oblasti přímých daní a obávají se následků případné daňové konkurence, která by vedla k snižování daňového zatížení podniků (díky snaze přilákat zahraniční investice do jednotlivých národních států) a následného zvyšování daňového zatížení práce. Na základě těchto argumentů vybízejí Laramie a Mair (1996, 1997) k větší koordinaci mezi jednotlivými členskými státy v oblasti přímých, především podnikových, daní.

14) Empirický výzkum, který provedli Bayoumi a Masson (1995) a Sala-I-Martin a Sachs (1992), týkající se efektivnosti společných evropských politik v plnění stabilizační funkce v případě asymetrických šoků dopadajících na jednotlivé členské země EMU, vypovídá o tom, že současné institucionální uspořádání nevytváří podmínky a nevede k výrazně stabilizační funkci těchto politik v rámci EMU. Malá stabilizační funkce společných politik v porovnání s USA je dodatečným argumentem, proč členské státy potřebují větší volnost ve výkonu svých národních fiskálních politik za účelem stabilizace a tím dalším argumentem proti SGP.

15) Protože historický čas a vývoj institucí hraje v post-keynesovské teorii svou roli, stejně tak jako minulý vývoj základních ekonomických veličin (produkt, nezaměstnanost, inflace, úrokové míry atd.), každá recese determinuje novou dráhu ekonomického růstu (s největší pravděpodobností nižší) a růstu produkce, mezd a zaměstnanosti.

Poslední část rozebírá tuto otázku, především argument hlavního proudu ekonomie, že zavedení jednotné měny a ustavení měnové unie je schopno zaručit lepší využití výrobních faktorů. Protože relativně malá mobilita práce jako jednoho z výrobních faktorů v Evropě je obecně známým faktem, tento argument se týká především větší mobility kapitálu v rámci měnové unie, která zaručuje jeho lepší využití.

6. Mobilita kapitálu z pohledu post-keynesovské teorie

Předpokládaná výhodnost zvýšené mobility kapitálu je založena na představě efektivnější alokace tohoto vzácného zdroje. Thirlwall a Hussain (1982) zdůrazňují roli kapitálových toků a jejich schopnost uvolnit omezení růstu, dané platební bilancí. Nicméně, především od pádu Breton-Woodského systému v roce 1973 svět zažil daleko více finančních krizí než kdy dříve. Mezi klasické příklady patří především krize ERM na sklonku roku 1992, kolaps mexického pesa v zimě roku 1994 – 1995, východoasijská finanční krize v letech 1997 – 1998 a na sklonku poslední dekády minulého století finanční krize v Brazílii, Rusku a Maďarsku.

Přestože jejich rozsah a vážnost jsou rozdílné, mají všechny jedno společné. Reprezentují obrovské náklady na makroekonomické, ale především na mikroekonomické úrovni. Zatímco finanční stabilita na makroúrovni může být obnovena v horizontu několika let, narušená důvěra ve finanční sektor a ztracené celoživotní úspory mohou být obnoveny pouze v řádu několika desítek let. Další rys, který si zasluhuje pozornost, je ten, že k podobnému vývoji může dojít znovu.

Ustanovení EMU vyvolalo obavy v mnoha ekonomech hlavního proudu, které mohou být dále rozděleny do dvou skupin. V první se diskuze soustředila okolo proveditelnosti třetí fáze evropské měnové integrace. Práce Eichengreena, Tobina a Wyplosze (1995), Garbera a Taylora (1995) nebo Kenena (1995) diskutovaly především možnost spekulativních útoků a způsobu, jak jim předcházet. Jejich závěry ohledně navrhovaných opatření, mezi které patřila např. daň na kapitálové transfery nebo dočasné depozitní požadavky, nebyly jednoznačně pozitivní. V druhé skupině se rostoucí množství literatury soustřeďuje na témata jako jsou EMU versus spekulativní finanční toky, symetrie ekonomických cyklů nebo mezinárodně nezodpovědná fiskální politika. Tento proud literatury není ohledně zvýšené kapitálové mobility skeptický a to i přes závěry obsažené v práci Bayoumiho a Eichengreena (1992).

V post-keynesovské tradici je tato diskuze spjata s otázkou vhodného mezinárodního finančního uspořádání. Nejprve je nutné vysvětlit post-keynesovskou představu o ideálním mezinárodním finančním uspořádání a následně ji konfrontovat s EMU.

Díky tomu, že Keynesova *Všeobecná teorie* je vhodná spíše pro uzavřenou ekonomiku, většina post-keynesovské teorie pro otevřenou ekonomiku staví spíše na Keynesových myšlenkách (role očekávání, nerovnováhy, důležitost historického času a nejistoty). Nicméně určité náznaky toho, jak by si Keynes představoval ideální mezinárodní finanční uspořádání lze nalézt díky jeho participaci v průběhu vyjednávání v Bretton-Woodském systému na sklonku druhé světové války.

Jedním z prominentních autorů v post-keynesovské tradici aktivním v diskuzi o mezinárodním finančním uspořádání je Davidson. Jeho návrhy, jak má vypadat ideání mezinárodní finanční uspořádání, jsou obsaženy v jeho pracích (1992) a (1997). Jeho systém se skládá z osmi stavebních prvků:

a) základní zúčtovací jednotkou a základním rezervním aktivem mezinárodní likvidity má být International Money Clearing Unit (IMCU) v držení centrálních bank, nikoliv veřejnosti;

b) jednosměrná a garantovaná směnitelnost každou národní centrální bankou z IMCU depozit do domácí měny, prováděná v clearingovém centru;

c) fixní měnový kurz mezi domácími měnami a IMCU stanovený na počátku s existujícími měnovými kurzy jako možným základem;

d) kontrakty mezi soukromými agenty by zůstaly denominovány v každé z domácích měn, povolené zákonem a dohodnuté oběma obchodujícími stranami;

e) overdraft systém, který by zaručoval přístup ke krátkodobým půjčkám od států s přebytkem v systému (a uložených v clearingovém centru) těm státům, kterým se krátkodobě nedostává prostředků na financování produktivních mezinárodních transakcí;

f) spouštěcí mechanismus, jenž by donutil věřitelskou zemi (země s přebytkem v systému) utratit tu část akumulovaných finančních prostředků, která je považována za nepřiměřenou a je akumulována díky převládajícím přebytkům běžného účtu;

g) mechanismus, který by upravoval proceduru úpravy parit národních měn vůči IMCU. Změny v paritách by reflektovaly především změny v produktivitě práce v dané zemi;

h) mechanismus, který by upravoval způsob řešení tendence k převládajícímu deficitu zahraničního obchodu jednotlivých zemí s plnou zaměstnaností a to mechanismem zmiňovaným v předešlém bodě buď vzájemně dohodnutou devalvací nebo odpouštěním závazků a pohledávek mezi věřitelskými a dlužnickými zeměmi.

Jím navrhovaný systém (podle něj) řeší výše zmiňované problémy. Jednosměrná směnitelnost IMCU a síla clearingového centra by dostatečně limitovala nebezpečí asociované se spekulativními kapitálovými toky. Dále, díky Davidsonově návrhu (viz body c a e), hospodářská politika každého státu nepředstavuje dodatečné náklady žádného jiného státu v systému a díky tomu je každý stát schopen přizpůsobit svoji hospodářskou politiku asymetrickým šokům jakýmkoliv způsobem. Další výhodou je okolnost, že transitivní období k novému systému by nebylo ohroženo spekulativními útoky, protože stávající měnové kurzy jsou výchozím bodem pro budoucí parity národních měn v systému. V neposlední řadě odpadají problémy politického rázu spojené s vývozem nezaměstnanosti díky deflačním politikám jednotlivých vlád.

Davidson (1997) dále komentuje návrhy, které jsou odlišné od jeho vlastního. Kritizuje návrh obsažený v práci Williamsona (1987, 1992) na vytvoření cílových zón kritikou čtyř funkcí plovoucích měnových kurzů, které Williamson zastává, a které jsou zachovány v jeho návrhu. Těmito funkcemi jsou: vyrovnávání rozdílných měr inflace; vyrovnávání nerovnováhy platební bilace; tvorba prostoru pro monetární politiku a nakonec absorpce spekulativních tlaků.

Jeho kritika je taková, že historická zkušenost se zlatým standardem a fixními měnovými kurzy Bretton-Woodského systému vůči současnému systému plovoucích kurzů potvrzují kritikou čtyř funkcí, že: plovoucí měnové kurzy vyrovnávají rozdílné míry inflace tím, že vedou k vyšším a propojeným mírám inflace; pozorování, že plovoucí měnové kurzy nejsou schopny vyrovnávat nerovnováhu platební bilance je empiricky potvrzený fakt; státy musí v systému plovoucích měnových kurzů koordinovat měnovou politiku a tedy ztrácejí, namísto zisku, nezávislou měnovou politiku a nakonec plovoucí měnové kurzy nejsou schopny absorbovat spekulativní tlaky a empirická pozorování napovídají, že tyto kurzy spekulativní útoky naopak přitahují. Rovněž není spokojen s návrhem McKinnona (1988) na ustanovení neod-

volatelně zafixovaných měnových kurzů, protože tento návrh nezaručuje, že věřitelské země změní svoji politiku namísto dlužných zemí.[16] Nesouhlasí ani s návrhy známými jako „hrst písku v kolech mezinárodních financí“, prezentované Tobinovou daní nebo depozitními požadavky na základě jeho tvrzení, že tato opatření nejsou schopna omezit spekulativní kapitálové toky a jejich hlavní potenciál tkví v nechtěném omezení mezinárodního obchodu.

Jak si tedy EMU stojí vůči Davidsonovu návrhu na optimální mezinárodní finanční uspořádání? Za prvé, EMU není z této perspektivy schopna omezit či čelit spekulativním kapitálovým tlakům. Není schopna vytvořit stabilní mezinárodní měnové uspořádání,[17] nezajiš•uje dostatečný tlak na věřitelské země k utrácení jejich obchodních přebytků.

Ale Davidson není jediný zástupce post-keynesovské tradice diskutující monetární otázky. Dalším prominentním autorem je Smithin, jehož názor je odlišný. K ilustraci jeho názoru poslouží známé inkonzistentní trio mezinárodního měnového systému, tedy kombinace volných kapitálových toků, fixního měnového kurzu (omezená měnová politika) a nezávislé národní fiskální politiky. Argument je takový, že libovolný stát může dosáhnout libovolné kombinace dvou, nikoliv však všech třech atributů dohromady. Protože post-keynesovská teorie trvá na nezávislé fiskální politice, výběr druhého atributu závisí na daném autorovi. Obsahem Davidsonova návrhu je omezení volných kapitálových toků. Obsahem Smithinova návrhu (2001b) je tvrzení, že daná země by se měla zdržet členství v mezinárodních měnových uspořádáních včetně měnových unií, které by omezovaly její monetární politiku.

Nicméně, jak Smithin (2001a) poznamenává, post-keynesovci nejsou sjednoceni ve svých názorech na optimální mezinárodní finanční uspořádání. Lze ovšem nalézt body, kde panuje všeobecná shoda a těmi, jak tvrdí Dow (1999), jsou: post-keynesovci by obecně akceptovali myšlenku mezinárodní měny; obecně by souhlasili se systémem, který tlačí více na věřitelské země s obchodními přebytky než na země dlužnické a nakonec obecně by souhlasili s potřebou omezení síly mezinárodních finančních trhů. Lze s úspěchem pochybovat, že EMU tuto roli plní.

*

Je patrné, že současná post-keynesovská ekonomická teorie se liší v mnoha ohledech od hlavního proudu ekonomie a to především rozdílnými předpoklady, pojmy, myšlenkami a závěry. S ohledem na EMU by tato teorie pravděpodobně souhlasila s argumentem týkajícím se intenzivnějšího zahraničního obchodu. Důvod, proč by odmítala zavedení EMU tkví především v monetárních otázkách – v roli ECB a v celkovém uspořádání, které neodpovídá jejím ideálům o optimálním mezinárodním finančním uspořádání. Jako důsledek těchto úvah se lze oprávněně domnívat, že post-keynesovská teorie by byla více skeptická ohledně evropské ekonomické a měnové integrace než je současný převládající proud ekonomické teorie.

---

16) Myšlenka, že země s převládajícím přebytkem běžného účtu (věřitelské země) by měly změnit svoji politiku, jinými slovy, že by měly utratit naakumulované finanční prostředky namísto toho, aby země s převládajícím deficitem běžného účtu (dlužnické země) podstupovaly deflační politiku je přítomna v mnoha post-keynesovských teoriích. Plyne z teorie agregátní koupěschopné poptávky v uzavřené ekonomice a jejího rozšíření na otevřenou ekonomiku.

17) Jak již bylo řečeno, díky endogenitě nabídky peněz jsou centrální banky relativně bezmocné, což se dále zhoršuje v případě otevřené ekonomiky. Tedy žádná z forem monetárního cílení diskutovaná v návrzích, které jsou obsaženy v pracích Taylora (1999), Balla (1999), Svenssona (2000), Dehejia a Rowea (2000), Kileyho (1998) nebo Ercega, Hendrsona a Levina (1999) není dlouhodobě proveditelná. Shrnutí monetární teorie v nové keynesovské tradici obsahuje např. práce Bowmana a Doyleho (2003).

Literatura

Akerlof, G. A., Yellen, J. L.: A Near-Rational Model of Business Cycle, with Wage and Price Inertia. *The Quarterly Journal of Economics*, 1958, Vol. 100, s. 823-838a.
Akerlof, G. A., Yellen, J. L.: Can Small Deviations from Rationality Make Significant Differences to Economic Equilibria? *The American Economic Review*, 1985, č. 4, s. 708-720b.
Arestis, P., McCauley, K., Sawyer, M.: An Alternative Stability Pact for the European Union. *Cambridge Journal of Economics*, 2001, č. 1, s. 113-130.
Arestis, P., Sawyer, M.: Keynesian Economic Policies for the New Millenium. *The Economic Journal,* 1998, č. 446, s. 181-195.
Arrow, K. J.: Towards a Theory of Price Adjustment. In: Abramowitz, M. et al. (eds.): *The Allocation of Economic Resource*s. Stanford, University of Stanford 1959 s. 86.
Asimakopulos, A., Burbidge, J. B.: A Short-Period Incidence of Taxation. *The Economic Journal*, 1974, č. 334, s. 267-288.
Ball, L.: Policy Rules for Open Economies. In: Taylor, J. B. (ed.): *Monetary Policy Rules*. Chicago, University of Chicago Press 1999, s. 127-145.
Bayoumi, T., Eichegreen, R.: Shocking Aspects of European Monetary Unification. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research 1992 Working Paper No.3949. (www.nber.org/papers/w3949).
Bayoumi, T., Masson, P. R.: Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe. *European Economic Review*, 1995, č. 2, s. 253-274.
Bowman, D., Doyle, B.: New Keynesian Open-Economy Models and Their Implications for Monetary Policy. Federal Reserve System, International Finance 2003 Discussion Paper No. 762.
Clower, R. W.: The Keynesian Counterrevolution: A Theoretical Appraisal. In: Hahn, F. H., Brechling, F. P. R. (eds.): *The Theory of Interest Rates*. London, Macmillan Press 1965, s. 103-125.
Damania, D., Mair, D.: *A Dynamic Theory of Taxation: Integrating Kalecki into Modern Public Finance*. Cheltenham, Edward Elgar 2000.
Davidson, P.: A Technical Definition of Uncertainty and the Long-Run Non-Neutrality of Money. *Cambridge Journal of Economics*, 1988, č. 3, s. 329-337.
Davidson, P.: A Post Keynesian Positive Contribution to Theory. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1990, č. 2, s. 298-303.
Davidson, P.: Reforming the World's Money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1992, č. 2, s. 153-179.
Davidson, P.: Are Grains of Sand in the Wheels of International Finance Sufficient to Do the Job When Boulders Are Needed? *The Economic Journal*, 1997, č. 442, s. 671-686.
Dehejia, V. H., Rowe, N.: Macroeconomic Stabilization: Fixed Exchange Rates vs. Inflation Targeting vs. Price Level Targeting. London, CEPR 2000 Discussion Paper No. 2460.
Dow, S. C., Rodriguez-Fuentes, C.: The Political Economy of Monetary Policy. In: Arestis, P., Sawyer, M. C. (eds.): *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham, Edward Elgar 1998, s. 1-19.
Dow, S. C.: International Liquidity Preference and Endogenous Credit. In: Deprez, J., Harvey, J. T. (eds.): *Foundations of International Economics, Post Keynesian Perspectives*. London, Routledge 1999, s. 153-170.
Eichengreen, B., Tobin, J., Wyplosz, Ch.: Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance. *The Economic Journal*, 1995, č. 428, s. 162-172.
Erceg, Ch. J., Henderson, D. W., Levin, A. T.: Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts. Federal Reserve System, International Finance 1999 Discussion Paper No. 640.
Garber, P., Taylor, M. P.: Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Skeptical Note. *The Economic Journal*, 1995, č. 428, s. 173-178.
Greenwald, B., Stiglitz, J.: New and Old Keynesians. *The Journal of Economic Perspectives,* 1993, č. 1, s. 22-44.
Hewitson, G.: Post Keynesian Monetary Theory: Some Issues. *Journal of Economic Surveys*, 1995, č. 3, s. 285-310.

Hicks, J. R.: Mr. Keynes and the "Classics"; Suggested Interpretation. *Econometrica,* 1937, č. 2, s. 147-159.
Holt, R. P. F., Pressman, S.: *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London, Routledge 2001.
Chytil, Z.: Teorie endogenních peněz v post keynesiánské ekonomii. *Ekonomický časopis*, 2003, č. 5, s. 550-569.
Kaldor, N.: The Irrelevance of Equilibrium Economics. *The Economic Journal*, 1972, č. 328, s. 1237-1255.
Kaldor, N.: *Origins of the New Monetarism*. Cardiff, Cardiff Press 1981.
Kalecki, M.: A Theory of Commodity, Income, and Capital Taxation. *The Economic Journal,* 1937, č. 187, s. 444-450.
Kenen, P. B.: Capital Controls, the EMS and EMU. *The Economic Journal*, 1995, č. 428, s. 181-192.
Keynes, J. M.: *General Theory of Employment, Interest and Money*. London, Macmillan Press 1936.
Kiley, M. T.: Monetary Policy under Neoclassical and New Keynesian Phillips Curves with an Implication to Price Level and Inflation Targeting. Federal Reserve System, Finance and Economics 1998 Discussion Paper No. 27.
Kregel, J. A.: Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modeling Methods of Keynes and the Post Keynesians. *The Economic Journal*, 1976, č. 342, s. 209-225.
Krejdl, A.: Alternativní post-keynesiánské modely determinace peněžní zásoby. *Politická ekonomie*, 2003, č. 3, s. 163-185.
Laramie, A. J., Mair, D.: The Short-Period Macroeconomic Incidence and Effects of State and Local Taxes. In: Pola, G., France, G., Levaggi, R. (eds.): *Developments in Local Government Finance*. Cheltenham, Edward Elgar Publishers 1996, s. 135-156.
Laramie, A. J., Mair, D.: The Macroeconomic Effects of Taxation in Federal Europe. In: Arestis, P., Sawyer, M.. (eds.): *The Relevance of Keynesian Economic Policies Today*. London, Macmillan Press 1997, s. 1-26.
Laramie, A. J., Mair, D.: Tax Incidence. In: Holt, R. P. F., Pressman, S. (eds.): *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London, Routledge 2001, s. 18-23.
Lavoie, M.: *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Cheltenham, Edward Elgar 1992.
Leijonhufvud, A.: Keynes and the Keynesians: Suggested Interpretation. *The American Economic Review,* 1967, č. 2, s. 401-410.
McKinnon, R. I.: Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal. *The Journal of Economic Perspectives*, 1988, č. 1, s. 83-103.
McMorrow, K.: Is There a Stable Money Demand Equation at the Community Level? Brussels, European Commission 1998 Economic Paper No. 131 (avail: europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/economic_papers/2001/ecp131en.pdf).
Minski, H. P.: The Financial Instability Hypothesis: A Restatement. In: Arestis, P. , Skouras, T. (eds.): *Post Keynesian Economic Theory: A Challenge to Neoclassical Economics.* Sussex, Wheatsheaf 1985, s. 24-55.
Modigliani, F.: Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money. *Econometrica*, 1944, č. 1, s. 45-88.
Pattichis, Ch.: Trade, Growth, and Monetary Union. *Journal of Post Keynesian Economics,* 2001, č. 1, s. 125-148.
Romer, D.: The New Keynesian Synthesis. *The Journal of Economic Perspectives,*1993, č. 1, s. 5-22.
Rousseas, S.: *Post Keynesian Monetary Economics*. London, Macmillan Press 1998.
Sala-I-Martin, X., Sachs, J.: Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States. Cambridge, MA, NBER 1992 Working Paper No. 3855.
Smithin, J.: International Monetary Arrangements. In: Holt, R. P. F., Pressman, S. (eds.): *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London, Routledge 2001, s. 114-125a).
Smithin, J.: Monetary Autonomy and Financial Integration. In: Rochon, L. P., Vernengo, M. (eds.): *Credit, Interest Rates and the Open Economy, Essays on Horizontalism*. Cheltenham, Edward Elgar 2001, s. 243-255b).

Svensson, L. E. O.: Open-Economy Inflation Targeting. *Journal of International Economics,* 2000, č. 1, s. 155-183.
Thirlwall, A. P., Hussain, M. N.: The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences between Developing Countries. *Oxford Economic Papers*, 1982, č. 3, s. 498-510.
Taylor, J. B.: Introduction. In: Taylor, J. B. (ed.): *Monetary Policy Rules*. Chicago, University of Chicago Press 1999, s. 1-14.
Williamson, J.: Exchange Rate Management: The Role of Target Zones. *The American Economic Review*, 1987, č. 2, s. 200-204.
Williamson, J.: On Designing an International Monetary System. *Journal of Post Keynesian Economics,* 1992, č. 2, s. 181-192.
Wray, L. R.: Money and Inflation. In: Holt, R. P. F., Pressman, S. (eds.): *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London, Routledge 2001, s. 79-91.

EUROPEAN MONETARY UNION FROM POST KEYNESIAN PERSPECTIVE

Jan ZÁPAL, Faculty of Social Sciences of Charles University, Opletalova 26, CZ – 110 00 Prague (e-mail: zapal@mbox.vol.cz).

Abstract:
Paper deals with the European Monetary Union from perspective of Post Keynesian school of economic thought. It discusses separately arguments often proposed by mainstream economists. After the brief introduction, which highlights main differences between mainstream and Post Keynesian economic theory, work deals in sequence with trade argument often found in discussion about monetary unification, monetary issues mainly with the role of European Central Bank and lastly, work appraises European Monetary Union from international monetary arrangement perspective proposed by Post Keynesian economists. Based on this evaluation, work concludes stating that Post Keynesian economists are more likely not to be overenthusiastic with European monetary unification.

Keywords: Post Keynesian economics, European Monetary Union, European Central Bank, international monetary arrangement, Thirlwall's law

JEL Classification: B22, E12, F15, F33