

Vydává ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia, a. s., Praha*

© ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vínohradská 49,  
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361  
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia, Prague*

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vínohradská 49,  
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Aleš BULÍŘ: Peníze, nebo úvěry? . . . . .	49
Robert HOLMAN: Reálný devizový kurs, diferencované zboží a neobchodní zboží . . . . .	58
Harvey E. BINES: Modelování investičních fondů: poučení z amerických zkušeností . . . . .	65
Jitka PEKOVÁ: Reforma místních rozpočtů . . . . .	85
Jan ZEMAN: Některé ekonomické nástroje ekologizace v ČSFR . . . . .	92

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ:  
**Veřejné finance v teorii a praxi** (5. část):  
ss. 105—132

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 9/92 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

## CONTENTS

Aleš BULÍŘ: Money or Credit? . . . . .	49
Robert HOLMAN: Real Exchange Rate, Product Differentiation, and Non-Traded Goods . . . . .	58
Harvey E. BINES: Investment Fund Modeling: Lessons from the American Experience . . . . .	65
Jitka PEKOVÁ: Local Budget Reform . . . . .	85
Jan ZEMAN: Some Economic Tools for Ecological Purpose in ČSFR . . . . .	92

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part V):  
pp. 105—132

You can find all bibliographical data including **particulars on copyright** in part I of this series in No 9/92 of this journal.

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

Prosíme čtenáře, aby omluvili chybné zařazení textu překladu další části učebnice Musgraveových „Veřejné finance v teorii a praxi“ v čís. 1/93 tohoto časopisu. V čís. 2/93 tuto chybu napravujeme, přičemž opakování všech 16 chybné zařazených stran není na úkor normálního rozsahu čísla — čís. 2/93 má rozsah 80 stran místo běžných 64 stran.

Tiskárna

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., prof. Jan Švejnar, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

DT: 336.74: 336.77 (1-662)

## Peníze, nebo úvěry?

Aleš BULÍŘ\*

Málokdo by byl ochoten se přít o vliv monetární politiky na ekonomiku. Jakými cestami se ovšem monetární zásahy prosazují? Přesněji řečeno, které veličiny ve finanční sféře působí na vývoj reálného výstupu a na průběh hospodářského cyklu? Monetaristická doktrína měla na tuto otázku připravenou jednoznačnou odpověď: „only money matters“. „*Peněžní výklad*“ monetární politiky se ovšem v poslední letech dosti značně rozchází s vývojem ekonomik, který by měl popisovat. V posledním období překvapuje například nevýrazná reakce americké ekonomiky na nízké úrokové sazby, která je v zřejmém rozporu s „peněžním výkladem“ monetární politiky.

Alternativním zdůvodněním je „*úvěrový výklad*“ monetární politiky. Podle něj účinek jistého typu monetární politiky nesouvisí výlučně se změnami úrokových sazeb, nýbrž záleží ve značné míře i na ochotě obchodních bank poskytovat půjčky. Je-li úvěrová politika obchodních bank opatrná, potom snížení úrokových sazeb může mít na oživení ekonomické aktivity v zemi vliv pouze zanedbatelný. V této části se pokusíme podrobněji odlišit tradiční „peněžní“ a modernější „úvěrový“ výklad monetární politiky.

### „Peněžní“ výklad monetární politiky

„Peněžní“ i „úvěrový“ výklad působení monetární politiky mají mnoho společného. Oba výklady se především shodují v existenci společného základního transmisního kanálu monetární politiky, kterým je změna úrokových sazeb. „Pe-

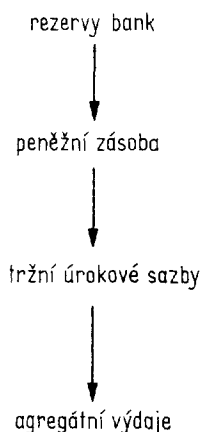
\* Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., pracovník katedry měnové teorie a politiky VŠE Praha a poradce České národní banky

Příspěvek redakce obdržela 22. 9. 1992.

něžní“ výklad ovšem na tomto místě končí. Budeme nejprve diskutovat jednoduchou verzi „peněžního“ výkladu.

Podle „peněžního“ výkladu monetární zásah způsobí zpevnění politiky centrální banky ve dvou fázích (jsou zobrazeny na *schématu č. 1*).

Schéma č. 1 „Peněžní“ výklad monetární politiky



V první fázi centrální banka zvýší úrokové sazby redukcí peněžní zásoby. Tato fáze začíná například tím, že banka zvýší sazby povinných rezerv, a tím vynutí zvýšení objemu rezerv v bankovním systému.

Alternativním scénářem může být situace, kdy centrální banka prodává veřejnosti vládní cenné papíry a inkasuje za ně šeky vypsane na obchodní banky. I v tomto případě klesá objem rezerv bankovního systému. Tak, jak se rezervy dostávají pod úroveň předepsanou povinnými rezervami, bankovní systém musí omezit svou držbu vkladů a klesá peněžní zásoba. Protože poptávka po penězích se nemění, musí vzrůst úrokové sazby tak, aby byla optimálně alokována menší peněžní zásoba. Úrokové sazby rostou tak dlouho, dokud není dosažena rovnováha při menším objemu vkladů a větším objemu vládních cenných papírů.

V druhé fázi uvedeného mechanismu monetární politiky vyšší úrokové sazby omezují agregátní výdaje. Vzhledem k vyšším nákladům vypůjčování klesají podnikatelské výdaje na továrny, stroje a zásoby. Úrokové sazby jsou definovány jako náklady příležitosti nových investic. Současně stejným mechanismem klesají některé spotřební výdaje, především na soukromou bytovou výstavbu a předměty dlouhodobé spotřeby, které jsou financovány bankovními půjčkami. Klesat by měly ovšem všechny druhy spotřebních výdajů, neboť se mění náklady příležitosti *všech* výdajů.

Podle „peněžního“ výkladu na tomto místě končí celý transmisní mechanismus.<sup>1</sup> Agregátní výdaje klesají v důsledku růstu úrokových sazeb a pro „peněžní“ výklad není podstatné, zda obchodní banky změni objem poskytovaných půjček. Půjčky by nemusely být omezeny například tehdy, pokud by obchodní banky

<sup>1</sup> V rovině abstrakce tohoto příspěvku není nutné uvažovat efekt bohatství a dopady na devizový kurs vyplývající ze změn úrokových sazeb a peněžní zásoby. Především otázky změny reálného devizového kursu (konkurenceschopnosti) by měly být zanedbatelné.

rozpuštěly část svých volných rezerv nebo tyto rezervy celé. Pokud banky omezí rozsah půjček — budou k tomu nuceny menším objemem povinných rezerv v bankovním systému —, firmy si namísto toho mohou vypůjčit za podobných podmínek u jiných subjektů finančního trhu. Jinými slovy, tento typ úvahy předpokládá efektivní kapitálový trh, přičemž akcie nebo firemní obligace jsou dokonalými substituty bankovních půjček. Firmy mohou udržet původní úroveň agrogátčních výdajů záměnou bankovních půjček jinými externími zdroji kapitálu.

### „Úvěrový“ výklad monetární politiky

„Úvěrový“ výklad je naproti tomu založen na předpokladu, že bankovní půjčky jsou zvláštním a nezastupitelným zdrojem externího kapitálu. Nemají žádný dokonalý substitut; akcie nebo firemní obligace jsou buďto nedokonalými substituty, nebo komplementy. V tržních ekonomikách platí, že velké firmy s dostatečnou reputací si mohou dodatečný kapitál obstarat prostřednictvím vlastních akcií nebo obligací. Malé a začínající firmy, bez odpovídající „úvěrové historie“, musejí spoléhat pouze na bankovní půjčky.

Existují rozsáhlé empirické práce týkající se rozdělení firem podle toho, zda získají půjčku, a podle některých vedlejších znaků těchto firem. První dělicí čarou mezi firmami je jejich velikost. Gertler a Hubbard [1988] například ukázali, že americké firmy se základním kapitálem větším než 1 mld. USD získávaly jen 15 % dlouhodobého externího kapitálu od bank. Zbývající část kapitálu byla upsána od jiných subjektů kapitálového trhu. Stejní autoři uvádějí, že středně velké firmy (mezi 100 mil. a 1 mld. USD) čerpaly už 45 % dlouhodobých půjček od bank, resp. malé firmy (pod 100 mil. USD) byly nuceny spoléhat v 70 % na obchodní banky.

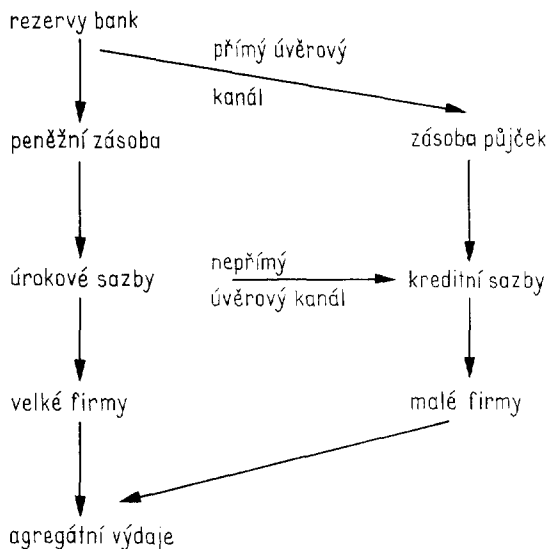
Druhá dělicí čára rozděluje firmy na ty, které mají dostatečnou reputaci, a na ty, které dobrou pověst (zatím) postrádají. První typ firem je zpravidla schopen získat dlouhodobé úvěrové smlouvy od své banky, které takové firmě zajišťují právo půjčovat si do jistého limitu a po jistou přesně vymezenou dobu. Banka má jen omezené právo vypovědět půjčku firmy před vypršením smlouvy. I zde nepřímo vystupuje velikost firmy: dlouhodobou úvěrovou smlouvu snadněji získá ta firma, která využívá platební nebo informační systém banky, má u banky uloženy větší vklady apod.

Opět platí, že čím menší, resp. čím mladší firma, tím méně jsou obchodní banky ochotné uzavírat dlouhodobé úvěrové smlouvy tohoto typu. Morgan [1992] například uvádí, že na konci 80. let celých 60 % amerických firem s 50 a více zaměstnanci mělo uzavřeno takovou dlouhodobou smlouvu. Firmy s menším počtem zaměstnanců měly smlouvy tohoto typu jen v 27 % případů. Podstatné je, že při prudkém poklesu zásoby půjček budou firmy bez dlouhodobých úvěrových smluv postihnuty nejvíce. Pro takové firmy jsou bankovní půjčky zvláštní a nenahraditelné.

Budeme-li definovat bankovní půjčky jako zvláštní a nenahraditelný externí zdroj dlouhodobého kapitálu, potom může být restriktivní monetární politika centrální banky násobena dvěma úvěrovými kanály. První kanál bývá nazván přímým úvěrovým kanálem a prosazuje se přes sníženou ochotu obchodních bank poskytovat půjčky při dané úrokové sazbě. Nepřímý úvěrový kanál zobrazuje důsledek vyšších tržních úrokových sazeb na objem poskytovaných půjček. (Srovnej schéma č. 2.) Zastavme se nyní u obou kanálů podrobněji.

**Přímý kanál** Zásahy monetární politiky jsou přenášeny přímým úvěrovým kanálem (viz schéma č. 1), pokud změna bankovních rezerv, povinných i volných,

Schéma č. 2 „Úvěrový“ výklad monetární politiky



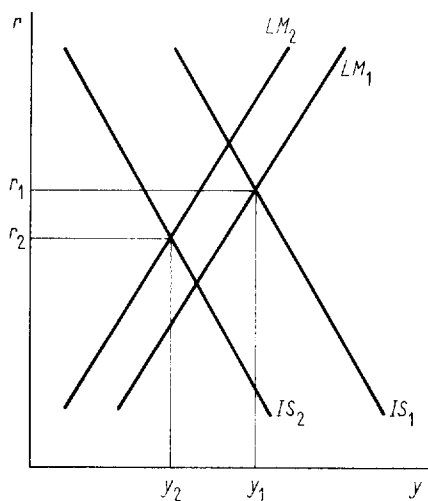
ovlivní velikost agregátní zásoby bankovních půjček. Tento kanál bývá zvykem označovat jako přímý, neboť změna objemu bankovních půjček nezávisí na změně ceny, tj. na změně úrokových sazeb. I v tomto případě může být vstupní impuls monetární politiky vyvolán změnou povinných rezerv nebo prodejem státních cenných papírů veřejnosti. Spolu s tím, jak obchodní banky omezují svůj objem vkladů (pasíva), snižují rovněž držbu půjček a cenných papírů (aktiv). Ti dlužníci, kteří získávají externí kapitál výlučně prostřednictvím bankovních půjček, tak musejí omezit své investiční záměry; klesají i jejich agregátní výdaje.

Impuls přísné monetární politiky je v tomto případě podstatně silnější než v „peněžním“ výkladu. Je tomu tak proto, že agregátní výdaje klesají výrazněji, neboť firmy nemají možnost půjčovat si u jiných institucí kapitálového trhu. Bankovní půjčky nemají žádné blízké substituty pro tento typ firem. Dokonce i tehdy, když se nezvyšují nebo když dokonce poklesnou úrokové sazby, agregátní výdaje klesají. Tuto skutečnost jsme zobrazili modelem *ISLM* na obrázku č. 1.

Zvýšení objemu povinných rezerv posouvá křivku *LM* směrem dovnitř (z  $LM_1$  na  $LM_2$ ). Křivka *LM* zobrazuje rovnovážné situace na peněžním trhu při daných úrokových sazbách a vyšší agregátního výstupu. Ovšem restriktivní monetární politika deflačního typu stlačila rovnovážný výstup ještě výrazněji směrem dolů, křivka *IS* se posouvá z  $IS_1$  na  $IS_2$ . Rovnovážné situace na trhu zboží, popsané křivkou *IS*, jsou charakterizovány nižším výstupem při stejné úrokové sazbě. Rovnovážná úroková sazba tak může dokonce poklesnout (z  $r_1$  na  $r_2$ ) při dostatečně restriktivním dopadu na výstup (z  $y_1$  na  $y_2$ ). Je zapotřebí si uvědomit, že tento kanál může fungovat i zcela nezávisle na akcích centrální banky — rozhodnou-li se obchodní banky omezit objem poskytovaných půjček, agregátní výdaje firem a výstup budou klesat.

**Nepřímý kanál** Výše uvedený dopad nižších rezerv může být znásoben prostřednictvím nepřímého kanálu, srovnej schéma č. 2. Tento kanál je nepřímý, protože pouze násobí efekt tržních úrokových sazeb. Tento kanál naznačuje, že zásah monetární politiky zvyšující tržní úrokové sazby může zvýšit úrokové sazby z půjček. Platí, stejně jako v „peněžním“ výkladu, že úbytek rezerv z bankov-

Obrázek č. 1 Restriktivní monetární politika deflačního typu vedoucí k poklesu úrokových sazeb



ního systému tlačí tržní úrokové sazby nahoru. A protože úrokové sazby mají tendenci konvergovat, úrokové sazby z půjček porostou také! Porostou v důsledku růstu sazeb na peněžním trhu, a nikoli jako přímý důsledek poklesu bankovních rezerv.

Pravděpodobná je existence mechanismu „přidělování půjček“, na který upozornili Stiglitz a Weiss [1981]. Vyšší úroková sazba zpravidla povede k růstu rizika investičních projektů. Banka, která požaduje vyšší úrok (zvýšení z  $r'$  na  $r^*$ ), tak bude zároveň čelit vyšší pravděpodobnosti insolvence poskytnuté půjčky. Za těchto okolností může nabídka půjček s růstem úrokové sazby klesat (z  $L'$  na  $L^*$ ), a nikoli růst. Získáváme netypicky „zpětně zakřivenou“ nabídkovou křivku půjček,  $L^s$ , kterou jsme zobrazili na obrázku č. 2.

Je možné říci něco o rozměru zvýšení úvěrových sazeb? V „peněžním“ výkladu, kdy půjčky měly své dokonalé substituty, bylo zvýšení tržních sazeb a sazeb z půjček identické. Jeho cílem bylo pokrýt zvýšené náklady na získání kapitálu bankou. Podmínka nulového zisku nedovolovala jiné zvýšení — dlužníci by se přesunuli na jiné kapitálové trhy. V „úvěrovém“ výkladu sazby z půjček porostou pravděpodobně o více, než o kolik vzrostly tržní úrokové sazby. Modelové vysvětlení nedokonalosti kapitálového trhu bylo nabídnuto výše: vyšší sazby činí dlužníky více náchylnými k insolvenční a riziku úpadku. Obchodní banky budou buďto zvyšovat úrokové sazby z půjček (nebude-li rovnovážná úroková sazba zcela fixní jako v Stiglitzově a Weissově modelu), nebo budou měnit podmínky dlužního kontraktu: zástavu, resp. velikost a dobu splatnosti půjčky.

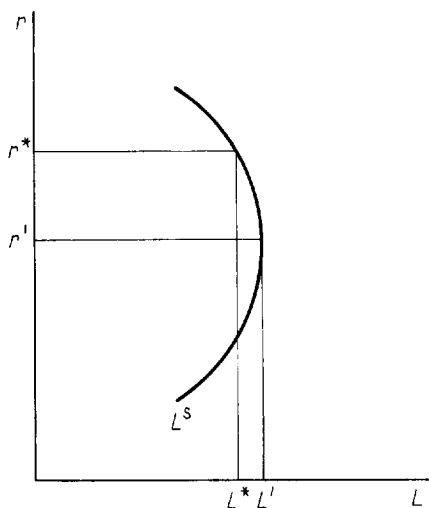
Lze ukázat, že úrokové sazby z půjček porostou především z důvodu nákladů insolvence obchodních bank. Náklady insolvence a úpadkového řízení budou vyšší u bank než u jiných věřitelů na kapitálových trzích. Čím toto tvrzení podložit?

Je tomu tak proto, že:

(a) banky se specializují (vzhledem k pravidlům kapitálové přiměřenosti) na poskytování půjček malým a středním firmám, které mají omezený přístup na kapitálový trh a větší pravděpodobnost úpadku;

(b) administrativní náklady úpadkového řízení jsou do značné míry konstantní. Jinými slovy, náklady úpadkového řízení představují pro malou firmu velký po-

Obrázek č. 2 „Zpětně zakřivená“ nabídková křivka půjček



díl na jejich vypůjčených aktivech, zatímco u velké firmy může být tento podíl v poměru k vypůjčeným aktivům zanedbatelný.

Můžeme uzavřít, že v „úvěrovém“ výkladu monetární politiky prvotní impuls nižších rezerv vyvolá dodatečně nižší agregátní výdaje firem. Tento dopad je možné rozdělit do dvou částí; v případě firem, které mají přístup na kapitálový trh, dojde ke zvýšení úrokové sazby a (velké) firmy se budou snažit substituovat bankovní půjčky akciemi či jinými typy cenných papírů. Firmy, které nemají přístup na kapitálový trh, a jsou tudíž odkázané na bankovní půjčky, budou ztrácet půjčky prostřednictvím přímého kanálu, kdy nižší bankovní rezervy (vyšší povinné rezervy) povedou k menší nabídce půjček. Nepřímý kanál bude dále násobit pokles agregátních výdajů těchto firem, neboť sazby z půjček porostou více než tržní úrokové sazby.

### Úloha úvěru v hospodářském cyklu

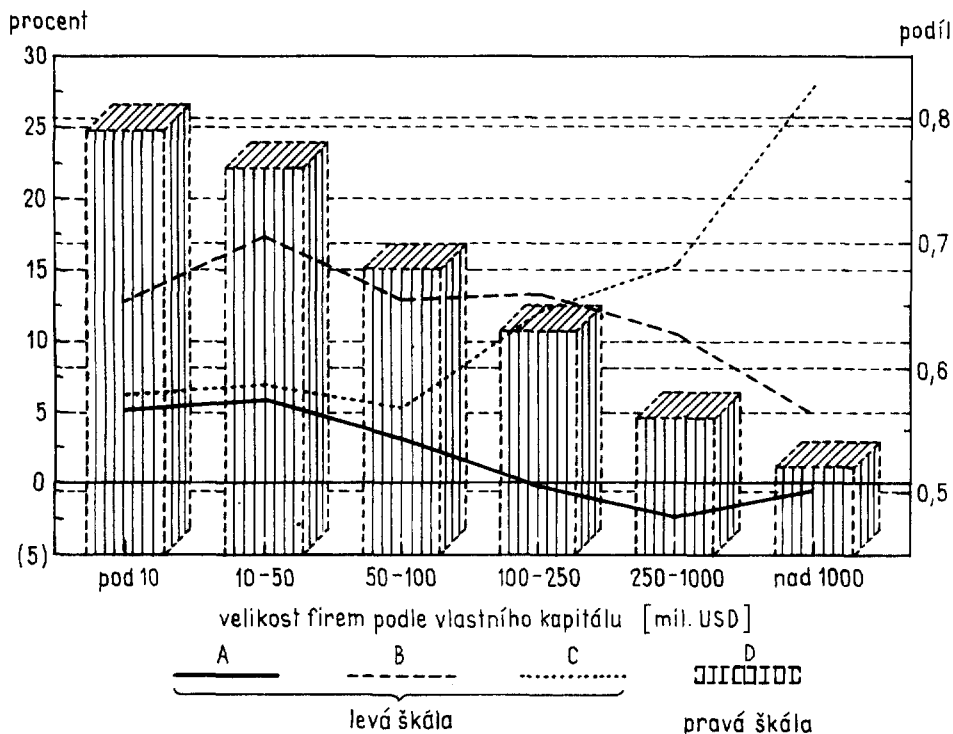
Jakým způsobem bychom měli interpretovat výše uvedené poznatky o úloze půjček obchodních bank, resp. jaký je význam úvěru v hospodářském cyklu? V následující části se pokusíme ukázat kanály, kterými dostupnost či nedostupnost bankovních půjček působí na chování ekonomických subjektů. Budou naznačeny i některé metody, kterými lze dostupnost půjček měřit, resp. budou citovány výsledky některých empirických výzkumů. Jedná se o závěry analogické k těm, k nimž dospěl v obecné rovině model Bulíře [1990].

Pro americkou ekonomiku<sup>2</sup> se podařilo v řadě empirických výzkumů prokázat, že monetární politika má na malé a velké firmy dopad odlišný. Zatímco v obdobích restriktivní monetární politiky bankovní půjčky malým firmám klesají, půjčky velkým firmám v průběhu hospodářského cyklu rostou v relativním vyjádře-

<sup>2</sup> Odkazy na americké empirické práce jsou natolik obecné, že jejich platnost lze vztáhnout na libovolnou, a tedy i na československou ekonomiku. Na druhé straně, precizní empirické ověřování těchto hypotéz na našich datech by bylo v současné době velmi obtížné.

ní a v některých částech sestupné fáze dokonce i ve vyjádření absolutním. Nabídka půjček malým firmám se snižuje především proto, že s těmito výrobci banky neuzavírají dlouhodobé úvěrové smlouvy (srovnej například [Morgan 1991]). Svou roli hraje i efekt „přidělování půjček“.

Graf č. 1 Zdroje kapitálu amerických zpracovatelských firem, 1970–84



pramen: [Gertler—Hubbart 1988]

Zajímavé srovnání nabízí *graf č. 1*. Na příkladě amerického zpracovatelského průmyslu lze ukázat, jakou roli hrají při financování interní a externí zdroje kapitálu. Firmy jsou rozděleny do šesti skupin, podle velikosti vlastního kapitálu v miliónech USD. Můžeme si povšimnout, že s růstem firmy se rychle zvětšuje podíl ostatních zdrojů (C), tj. zdrojů z kapitálového trhu, (z 6,2 % až na 28 %) a naopak klesá podíl banky na dlouhodobém dluhu firmy (B) (ze 17,4 % na 4,8 %). Velké firmy jsou v případě krátkodobého dluhu (A)<sup>3</sup> dokonce čistými věřiteli bank. Průměrná míra zadržených výnosů (D) se snižuje ze čtyř pětín na 52 %. Tato data velmi vhodně ilustrují dopad finančních omezení na výrobce vzhledem k jejich velikosti.

<sup>3</sup> Součet sta procent se skládá z krátkodobého bankovního dluhu, dlouhodobého bankovního dluhu, ostatního (nebankovního) dlouhodobého dluhu a zadržených výnosů. Na grafu nejsou zadržené výnosy zobrazeny; zobrazili jsme průměrný podíl zadržených výnosů na celkových výnosech.



Pokusme se tato data interpretovat: Čím větší firma, tím větší má pohotovostní zásobu likvidních finančních zdrojů (připravených například na výplatu mezd). Velká firma s dobrou reputací má navíc přístup na kapitálový trh, kde může vydávat vlastní cenné papíry. Vlastní akcie a obligace jsou pro tyto firmy substituty bankovních půjček. Zbývá položka zadržovaných výnosů, která v zásadě popisuje vlastní zdroje firmy použité na investice. Menší firmy se musejí na tento zdroj spoléhat mnohem více než firmy velké.

Empirické důkazy o finančním omezení některých firem se datují od samých počátků výzkumu investičních výdajů. Podařilo se prokázat, že v americké ekonomice se zvyšují agregátní investiční výdaje, rosteli tok peněžních prostředků (cash flow) firem. Analogicky, investiční výdaje klesají s poklesem cash flow. Tento poznatek naznačuje, že firmy při financování svých investic spoléhají na tok interního kapitálu. Rovněž firmy, které mají dobré investiční výhledy, musejí snížit své investiční výdaje, neboť jim schází interní kapitál a ony nemají přístup k externím zdrojům.

Nedostatkem této argumentace je možnost obrácené příčinné závislosti: investiční výdaje klesají ve stejné době jako tok peněžních prostředků do firmy nikoli proto, že výrobci spoléhají na interní zdroje kapitálu, ale proto, že investiční výhledy nebyly příliš kvalitní. Podobně je možné vysvětlit větší investiční výdaje a větší tok peněžních prostředků zlepšením investičních perspektiv. Postačující podmínkou obráceného příčinného vztahu je pozitivní korelace mezi tokem peněžních prostředků a investičními perspektivami firmy.

Způsobem, jak vyloučit možnost nežádoucí obrácené příčinné závislosti, je pracovat s jinými proměnnými, než je tok peněžních prostředků. Klasickou veličinou je Tobinovo  $q$ . Veličina  $q$  porovnává tržní hodnotu akcií firmy se současnou cenou nově postavené firmy. Formálně

$$q = \frac{\text{tržní hodnota akcií firmy}}{\text{současná obnovovací hodnota}}$$

Jinými slovy,  $q$  vyjadřuje poměr výnosů a nákladů investování: je-li  $q$  větší než jedna, firma by měla investovat. Zvýšení tržní hodnoty firmy (hodnoty akcií) převyšší náklady nových investičních výdajů.

I v tomto případě se podařilo nalézt jednoznačnou korelaci mezi Tobinovým  $q$ , investičními výdaji a tokem peněžních prostředků. Ale i zde lze připustit námitku, že  $q$  neodráží dostatečně dobře investiční výhledy firmy a dovoluje možnost obrácené příčinné závislosti. Morgan [1991] proto uvádí další způsob, jak měřit stupeň finančního omezení výrobce.

Informaci poskytují zadržené výnosy firem. Firmy, které zadržují podstatnou část svých výnosů namísto toho, aby je rozdělily svým akcionářům, by měly být ty, které musejí spoléhat na interní zdroje kapitálu — ať proto, že externí kapitál je pro ně příliš drahý, nebo proto, že je pro ně nedostupný. Je běžným zjevem, že firmy, které se setkávají s finančními omezeními na akciových trzích, považují vydávání nových akcií za dražší než zadržování výnosů.

Podle předpokladů, investice firem s velkým podílem zadržovaných výnosů závisely podstatně více na toku peněžních prostředků než u firem s malými zadržovanými výnosy. Jestliže přímé měření toku peněžních prostředků nemuselo být průkazné a Tobinovo  $q$  mohlo být nevhodným vyjádřením investičních perspektiv, je těžké si představit, jaké nedostatky by mohlo skrývat sledování zadržovaných výnosů.

Dostupnost bankovních půjček a finanční omezení kapitálového trhu uvalená na některý typ výrobců mohou mít významné makroekonomické důsledky. Jak píší Gertler a Hubbard ([1988], ss. 40–41), „za prvé, tržby a investice malých fi-

rem (na jeden dolar aktiv) kolísají více než u velkých firem. Za druhé, jsou zde důkazy, že nedokonalosti kapitálového trhu by mohly být důležitou determinantou této dodatečné kolísavosti. Za třetí, malé firmy jsou netriviální složkou hrubého domácího produktu.“

## Úloha úvěru v monetární politice

Je nutné přehodnotit úlohu bankovních půjček pro vývoj agregátních výdajů. Určitý typ firem (malé a s krátkou reputací) čelí finančnímu omezení, neboť nemohou vstupovat na kapitálový trh. Pro některý typ ekonomických subjektů neexistují žádné substituty bankovních půjček. Restriktivní monetární politika může být akcelerována různými kanály, které násobí primární zvýšení úrokové sazby.

## LITERATURA

BULÍŘ, A.: Mikroekonomické souvislosti monetární politiky v ekonomice složené z koalic. *Ekonomicko-matematický obzor*, 1990, č. 4, ss. 345–57.

GERTLER, M.—HUBBART, G. R.: Financial Factors in Business Fluctuations. In: *Financial Market Volatility*, Federal Reserve Bank of Kansas City, ss. 33–72.

MORGAN, D. P.: Are Bank Loans a Force in Monetary Policy? *Economic Review*, 77, Federal Reserve Bank of Kansas City, Second Quarter 1992, ss. 31–41.

MORGAN, D. P.: New Evidence Firms Are Financially Constrained. *Economic Review*, 76, Federal Reserve Bank of Kansas City, September/October 1991, ss. 37–46.

STIGLITZ, J. E.—WEISS, A.: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review* 1981, ss. 393–410.

## SUMMARY

### Money or Credit?

The author discusses ways which monetary policies are implemented into economy. He compares so called “monetary view” of monetary policy and the alternative — so called “credit view” of monetary policy. After then he describes the lessons about the role of bank credit, he deals with the role of credit in business cycle. He reaches a conclusion that the re-valuation of the bank loans role in aggregate expenditure development is needed.