

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s.r.o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague
© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu EconLit (<http://www.econlit.org/>).

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic EconLit index (<http://www.econlit.org/>).

OBSAH

Viktor KOTLÁN – Martin MACHÁČEK:
Je EMU ohrožený druh? Regionální dopady jednotné měnové politiky . . . 386

Jan HÁJEK: Vliv zavedení eura na strukturu a objem obchodů na evropských derivátových burzách 406

Zpráva o inflaci – Inflační vývoj v 1. čtvrtletí 2000 pohledem ČNB 421

František VENCOVSKÝ: Z vědeckého odkazu Karla Engliše – k 120. výročí narození 430

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní 11/2000 445

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 23

CONTENTS

Viktor KOTLÁN – Martin MACHÁČEK:
Is EMU an Endangered Specie? Regional Impacts of Single Monetary Policy 386

Jan HÁJEK: The Impact of the Introduction of the Euro on the Structure and the Trade Volume of the European Derivatives Exchanges 386

The Czech National Bank's Inflation Report for Q1 2000 421

František VENCOVSKÝ: Karel Engliš's Contribution to Economic Science 430

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 11/2000 445

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 23

Toto číslo předáno do sazby: 28. 6. 2000

Souhlas k tisku: 1. 8. 2000

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Úžití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesáhnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme požívejte program Word (až do verze 97).

*Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je **originální**, tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.*

Je EMU ohrožený druh? Regionální dopady jednotné měnové politiky*

Viktor KOTLÁN – Martin MACHÁČEK**

1. Úvod

Evropská měnová unie (EMU) je již rok a půl realitou. Diskuze o přínosech a nákladech EMU začaly dlouho před jejím vznikem a budou zřejmě ještě dlouhou dobu pokračovat. Nečiníme si ambice vypracovat další SWOT-analýzu EMU, a to už z toho důvodu, že se hlouběji zabýváme pouze jedním – ač nemálo významným – aspektem EMU, společnou měnovou politikou. Před vznikem EMU se většina výzkumu soustředila na spekulace ohledně měnové strategie, kterou Evropská centrální banka (ECB) zvolí, a na diskuzi o instrumentáriu, které bude ECB k udržení cenové stability Euro systému využívat. Výzkum potenciálních dopadů jednotné měnové politiky se začal vyvíjet až poměrně těsně před zrodem EMU. Náš článek přináší shrnutí dosavadních výsledků tohoto výzkumu v „mezičase“, tj. v době, kdy EMU sice již funguje, nicméně stále ještě příliš krátce na to, aby bylo možné dopady její politiky na reálnou ekonomickou aktivitu zkoumat empiricky.

Jedenáct zemí, které do EMU 1. ledna 1999 vstoupily, představuje jedenáct různých ekonomik. Není důvodu se domnívat, že vznikem EMU se těchto jedenáct heterogenních hospodářství stalo takříkajíc „přes noc“ jediným integrálně fungujícím celkem. Naopak, lze předpokládat, že národní hospodářské cykly se budou ve sjednocené Evropě synchronizovat jen pozvolna. Jednotlivé země se však svým vstupem do EMU dobrovolně vzdaly jednoho z významných hospodářskopolitických nástrojů, jímž mohly průběh makroekonomických fluktuací ovlivňovat – vlastní měnové politiky.

Většina prací zkoumajících potenciální dopady jednotné měnové politiky ECB za pomoci modelů dochází k jednoznačnému závěru: vliv měnového šoku na reálnou ekonomickou aktivitu bude mezi členskými státy EMU distribuován nerovnoměrně, a to jak v čase, tak z hlediska intenzity dopadu na výstup jednotlivých ekonomik. Zkoumání příčin tohoto jevu nutně vede

* Příspěvek Viktora Kotlána a Martina Macháčka a následující příspěvek Jana Hájka jsou závěrečnými příspěvky z bloku věnovaného ekonomickým a finančním aspektům vývoje eurozóny – viz č. 6/2000 FaÚ. (pozn. red.)

** Viktor Kotlán – Česká národní banka; Ekonomická fakulta VŠB-TU Ostrava (e-mail: Viktor.Kotlan@cnb.cz)

Martin Macháček – Ekonomická fakulta VŠB-TU (Ostrava (e-mail: Martin.Machacek@vsb.cz)

Názory a stanoviska zde uvedená jsou názory a stanoviska autorů a nemusejí se shodovat s názory ČNB. Práce na výzkumu, ze kterého článek vychází, je součástí výzkumného záměru MŠMT 275100015.

k diskuzi o kanálech, jejichž prostřednictvím měnová politika na reálnou ekonomiku působí.

V posledním desetiletí se ukazuje, že tradiční kanály přenosu měnových impulzů do ekonomiky jsou často zesilovány působením tzv. úvěrového kanálu transmise. Jeho podstatou je přenos měnových opatření do reálné ekonomiky prostřednictvím aktivních bankovních operací. Centrální banka může měnovou restrikcí snížit objem rezerv bankovního sektoru a zredukovat tak objem poskytovaných bankovních úvěrů. Dopad restrikce do úvěrové oblasti je přitom tím větší, čím obtížnější je pro danou banku získání zdrojů, na něž nevytváří rezervy. Jedná se například o zdroje v podobě emisí depozitních certifikátů, dluhopisů či půjček na mezibankovním trhu. Pokles objemu úvěrů následně ovlivní reálnou ekonomickou aktivitu, přičemž výsledný efekt je tím větší, čím hůře získávají firmy alternativní nebankovní finanční zdroje. Intenzita působení úvěrového kanálu tedy závisí na finanční struktuře ekonomiky.

Mohou rozdíly ve struktuře ekonomik zemí EMU přispět v důsledku působení úvěrového kanálu k vysvětlení rozdílných regionálních dopadů jednotné měnové politiky ECB? Pokud ne, existují alternativní vysvětlení? A pokud jsou to skutečně rozdíly ve struktuře ekonomik, jež způsobují disparity v dopadu měnové politiky, jaké z toho plynou závěry pro budoucnost EMU? Všechny tyto otázky se pokusíme postupně v článku zodpovědět. Již v úvodu je však nutné upozornit na skutečnost, že vytvoření Eurostému s jednotnou měnovou politikou představuje pro zainteresované ekonomiky změnu hospodářského „režimu“, která může modifikovat transmisní mechanismy měnové politiky. Provedené analýzy regionálních dopadů měnových impulzů vycházejí z minulých režimů měnové politiky; jejich aplikace při úvahách o budoucnosti působení měnové politiky na reálné ekonomiky členských zemí EMU tak ukázkově podléhá Lucasově (1976) kritice. Na všechny níže prezentované závěry je proto nutné nahlížet obezřetně. Přesto se domníváme, že vzhledem k relativní strnulosti finanční struktury členských zemí EMU – potvrzené i nedávnou zprávou ECB (1999) – mohou naše závěry sloužit minimálně v počáteční fázi fungování EMU jako jisté varování tvůrcům hospodářské politiky.

Text je organizován následujícím způsobem. Ve druhé části se věnujeme metodologii výzkumu regionálních hospodářských cyklů na pozadí empirických prací zkoumajících vývoj ve Spojených státech a v Evropě. Naše pozornost je přitom upřena na účinky měnové politiky. Shrnutím empirických prací dokumentujeme, že rozdílné dopady společné měnové politiky EMU na reálnou ekonomickou aktivitu jejích členů jsou vysoce pravděpodobné. Třetí část je věnována transmisním mechanismům měnové politiky. Vysvětlujeme teoretické pozadí úvěrového kanálu měnové politiky a věnujeme se analýze jeho potenciálního působení v členských zemích EMU. V závěru této části argumentujeme, že rozdílná intenzita působení úvěrového kanálu a ostatních v textu zmíněných kanálů může být zdrojem vysvětlení regionálních disparit v dopadu měnové politiky ECB. V poslední části práce diskutujeme implikace naší analýzy pro budoucnost EMU. Ukazujeme, že finanční struktura jednotlivých ekonomik EMU bude konvergovat pouze postupně, rozdílné regionální dopady společné měnové politiky budou přetrvávat a členské země tak budou nuceny vyhlazovat cyklické výkyvy nástroji fiskální politiky. Účinnost těchto nástrojů je ovšem, v důsledku existence Paktu růstu a stability, značně paralyzována.

2. Regionální hospodářské cykly

2.1. Cyklické kolísání ekonomické aktivity v regionech

Hospodářský cyklus bývá zpravidla definován jako soubor opakovaně pozorovaných a objektivně dokumentovaných výkyvů agregátní ekonomické aktivity aproximované HDP. Metodologie zkoumání hospodářských cyklů se při výzkumu hospodářského vývoje regionů začala poprvé uplatňovat ve Spojených státech počátkem 30. let. Mnozí autoři (McLaughlin, 1930), (Vining, 1945, 1949) na základě empirických testů identifikovali výkyvy v ekonomické aktivitě jednotlivých oblastí, jež svým obecným charakterem do značné míry připomínaly národní hospodářský cyklus. Borts (1960) a po něm další autoři argumentovali, že vývoj ekonomiky na národní a regionální úrovni nemusí probíhat zcela souběžně, neboť lokální ekonomické změny jsou přenosem agregátních cyklických impulzů vyvolány jen částečně. Ostatních faktorů ovlivňujících cyklický vývoj regionů je celá řada. Předně, důležitým determinantem průběhu regionálních cyklů je odvětvová a finanční struktura jednotlivých oblastí, která není homogenní. V případě, že je uplatňován fiskální, resp. monetární federalismus, mohou rozlišná hospodářskopolitická opatření způsobit divergenci cyklických pohybů regionů. Navíc je zřejmé, že zdrojem rozdílů mezi národními a regionálními cykly jsou odlišná dlouhodobá tempa růstu regionů. Rychle rostoucí regiony častou nejsou zasaženy slabou makroekonomickou recesí a naopak zaostávající regiony nemusejí „těžít“ z nevýrazné makroekonomické expanze.

Empirické studie analyzující regionální ekonomické fluktuace se začaly častěji objevovat až v posledních dvou desetiletích, a to především v USA.¹ Praktický význam původních prací byl však dosti omezený, neboť jejich tvůrci zkoumali účinky ekonomických šoků pouze v rámci vymezených oblastí a nevěnovali pozornost potenciálním nepřímým dopadům šoků do oblastí sousedících. Tento metodologický nedostatek regionálních studií byl odstraněn až s rozvojem vyspělejších ekonometrických technik, především vektorové autoregrese (VAR). K metodologii výzkumu regionálních cyklů dále výrazně přispěli Vahid a Engle (1993), Engle a Kozicki (1993), resp. Engle a Issler (1995), kteří rozvinuli ekonometrickou techniku zvanou „analýza společných rysů“ (*common features analysis*, CFA), jejíž pomocí lze měřit intenzitu společného vývoje regionů v krátkém a v dlouhém období.²

Americké zkušenosti inspirovaly autory k empirickým výzkumům zaměřeným na porozumění regionálním hospodářským cyklům v Evropě. V pozadí uvedených výzkumů byla myšlenka, že integrovaná Evropa nabízí obdobnou příležitost studovat charakter ekonomických výkyvů oblastí jako federace severoamerických států. Guha a Banerji (1998) zkoumali čtvrtletní údaje o cyklickém vývoji zaměstnanosti ve třech členských zemích dnešní Evropské měnové unie (EMU) mezi roky 1970 až 1997. Autoři srovnávali

¹ Podrobný přehled raných studií uvádí Domazlický (1980). V českých podmínkách představuje „první vlašťovku“ v regionálním pohledu na ekonomickou aktivitu práce Čiháka (2000).

² Podstatou CFA je předpoklad, že každá analyzovaná regionální ekonomika podléhá šokům ovlivňujícím jak cyklický, tak i trendový komponent jejího vývoje, což implikuje nestacionaritu sledovaných časových řad při zachování možnosti kointegrace. Tento pohled na regionální cyklus koresponduje s názorem uplatňovaným v teorii hospodářského cyklu Charlesem Nelsonem a Charlesem Plosserem (Nelson – Plosser, 1982), podle nějž nadále nelze cyklus chápat konvenčně, tj. jako stochastické kolísání ekonomické aktivity okolo deterministického růstového trendu.

příslušné národní cykly pomocí tzv. dynamických modelů latentního faktoru (*dynamic latent factor models*, též *state-space models*). Vlastní analýza spočívala v porovnání latentních faktorů ovlivňujících trendový vývoj agregátních a regionálních veličin. Autoři testovali, zda jsou regionální data ovlivňována totožnými faktory, či nikoliv. Výsledky testů potvrdily domněnku, že makroekonomické fluktuace a fluktuace regionální aktivity nemusejí – z hlediska bodů zvratu – probíhat zcela souběžně. Z porovnání cyklických pohybů zaměstnanosti v Německu, Francii a Itálii s hospodářskými výkyvy agregátu členských zemí EMU vyplynulo zjištění o statisticky významném rozdílném průběhu německého, resp. francouzského vývoje zaměstnanosti oproti „evropskému“ cyklu zaměstnanosti.

Kouparitsas (1999) analyzoval roční HDP jednotlivých členských států EMU za období 1969–1997. Cílem studie bylo identifikovat míru, v jaké jsou jednotlivé oblasti celku zasahovány společnými šoky, resp. míru, v níž oblasti obdobným způsobem na šoky reagují. Za tímto účelem byly stanoveny korelace mezi agregátními a regionálními cyklickými komponenty korespondujících časových řad. Autor odhalil, že v EMU existují dvě skupiny regionů s odlišným vztahem mezi domácí a agregátní aktivitou. Konkrétně: země náležející do první skupiny (Rakousko, Belgie, Lucembursko, Francie, Německo, Itálie, Nizozemí, Portugalsko a Španělsko) vykazují vysoký stupeň korelace svých cyklů s „evropským hospodářským cyklem“ – korelační koeficienty v rozmezí 0,72 (Španělsko) až 0,90 (Německo a Itálie) –, země soustředěné do druhé skupiny (Finsko a Irsko) se potýkají s odlišným cyklickým vývojem než zbytek eurozóny – korelační koeficienty 0,45, resp. 0,58. K obdobnému závěru dospěl Wyplosz (1999), který však do druhé skupiny zemí zahrnul vedle Finska i Nizozemí a Velkou Británii.

2.2. Regionální disparity a měnová politika

Řadou studií prokázána větší či menší odlišnost regionálních cyklů vyžaduje analýzu šoků, jež se podílejí na vzniku rozdílů v cyklickém vývoji oblastních ekonomik. Ve výčtu potenciálních zdrojů impulzů generujících hospodářské cykly figuruje ve většině výzkumných prací na čelním místě měnová politika; na ní se proto dále soustřeďuje naše pozornost. V ekonomické obci panuje v současnosti přesvědčení, že Phillipsova křivka není minimálně v krátkém období plně vertikální a měnová politika má tudíž na reálnou ekonomickou aktivitu významný vliv.³ Nejistota panuje pouze v časovém horizontu a v rozsahu tohoto vlivu.

Kouparitsas (1999) zkoumal determinanty regionálního hospodářského vývoje desíti členských zemí EMU. Analyzovanými daty byly roční hodnoty agregátního a národního důchodu jednotlivých zemí v období 1969–1997, za indikátor měnové politiky autor považoval krátkodobou úrokovou sazbu německé centrální banky. Strukturální VAR-model byl omezen předpokladem, že měnová autorita realizuje hospodářskopolitické opatření až poté, co identifikuje aktuální pohyby cen ropy a agregátního výstupu. Autor zkoumal, do jaké míry jsou regionální fluktuace vyvolány společnými, resp. idio-

³ Podrobnou diskuzi reálných dopadů měnové politiky včetně shrnutí teorie, empirie a odkazů na relevantní literaturu nabízí např. Blanchard (1990). Způsob přenosu měnového šoku na jednotlivé komponenty HDP diskutují Bernanke a Gertler (1995).

synkratickými šoky, a na základě reakčních funkcí odhadoval, zda a jak se regiony liší v reakcích na společné šoky. Výsledky práce ukázaly, že v horizontu dvou let po zvýšení německé jednodenní sazby na peněžním trhu reagovala nadprůměrně reálná ekonomická aktivita Rakouska, Německa, Itálie, Nizozemí, Španělska a Belgie/Lucemburska, v delším časovém horizontu se k těmto zemím připojily Francie a Portugalsko. Naopak Finsko a Irsko systematicky vykazovaly na změny „společné“ měnové politiky nízkou citlivost. I mezi skupinou zemí se symetrickými reakcemi na monetární šoky ovšem existovaly rozdíly: v horizontu do deseti let po realizaci šoku byla více než v Německu postižena ekonomická aktivita v Rakousku, Španělsku, Belgii/Lucembursku a Itálii, méně než v Německu pak ekonomická aktivita v Portugalsku. Výkonnost nizozemské a francouzské ekonomiky utrpěla realizací měnového šoku zhruba ve stejném rozsahu jako výkonnost německého hospodářství.

Gerlach a Smets (1995) a Barran, Coudertová a Mojon (1997) aplikovali strukturální VAR za účelem průzkumu vlivu měnového šoku v zemích G7. Jejich modely zahrnovaly čtvrtletní údaje o vývoji cen, produkce a krátkodobých úrokových sazeb, ve druhém případě ještě doplněné údaji o vývoji měnových kurzů. Britton a Whitley (1997) pak vyvinuli alternativní dynamický model se sofistikovanější strukturou obsahující endogenní veličiny: domácí poptávka, dovozy, vývozy, dlouhodobé a krátkodobé úrokové sazby, inflace, resp. nominální měnový kurz, a exogenní veličiny typu daňových sazeb a světových cen ropy. Každý z uvedených modelů byl konstruován na základě poněkud odlišných předpokladů a všechny se potýkaly s problémy týkajícími se jejich specifikace. Např. model Gerlacha a Smetse (1995) vycházel z nepřilíš věrohodné premisy, že v reakčních funkcích všech monetárních autorit figurují totožné proměnné.⁴ Žádný z těchto modelů pak nemožnil zkoumat dopad simultánní změny úrokové sazby v jednotlivých zemích, a proto je třeba brát výsledky prezentovaných studií s rezervou. Podle závěrů Gerlacha a Smetse (1995), Barrana, Coudertové a Mojona (1997), resp. Brittona a Whitleye (1997) neexistují v západoevropských zemích podstatné rozdíly v účincích měnové politiky.

Rozsáhlé strukturální modely transmisního mechanismu napovídají ovšem něco jiného. V rámci projektu organizovaného Bankou pro mezinárodní platby (BIS, 1995) byly centrálními bankami členských zemí EU vyvinuty modely měnové politiky, které měly posloužit experimentu, jenž spočíval v dočasném, osm čtvrtletí trvajícím, jednoprocenním zvýšení úrokových sazeb kontrolovaných jednotlivými bankami. Za stejným účelem vytvořili pracovníci *Board of Governors* amerického Fed model ekonomik zemí G7 vycházející ze známého MCM-modelu.⁵ Přesto, že tyto modely přinesly zajímavé informace o potenciálním dopadu měnové restrikce na výstup a vývoj cenové hladiny v podmínkách EMS, jejich využití pro studium monetárního mechanismu v EMU je omezené. Příčinou je skutečnost, že pouze centrálním bankám Francie, Belgie, Itálie a Nizozemí se podařilo provést simulaci svého zásahu za předpokladu fixních (exogenních) kurzů měn

⁴ Gerlach a Smets (1995) uvádějí, že jejich cílem bylo předejít takto tomu, aby výsledky testů neodrážely pouze odlišnou ekonometrickou specifikaci. Rozdíly v dopadu měnového šoku na jednotlivé země jsou však potom pouze otázkou rozdílných koeficientů v strukturálním VAR-modelu, což může být příčinou toho, že autoři výrazné rozdíly mezi zeměmi nenacházejí.

⁵ Podstatu a vývoj modelu *Multi Country Model* (MCM) popisuje Brayton (1997).

zapojených do ERM, tj. za podmínek, které existují v EMU. Jen pro čtyři členské země EMU jsou tedy výsledky monetárního experimentu relativně spolehlivé, i když zde chybí statistické kritérium pro posouzení významnosti identifikovaných regionálních disparit v následcích měnové restrikce. Je nezbytné zdůraznit, že ani v jediném případě nebyly provedené simulace zaměřeny na testování simultánního zvýšení úrokových sazeb, což dále snižuje prognostickou využitelnost výsledků v podmínkách společné měnové politiky. Pokud jde o konkrétní podobu výsledků experimentu, testy indikovaly vysokou monetární citlivost italského a francouzského výstupu a nižší monetární citlivost výstupu Belgie a Nizozemí.

Metodologické nedostatky prezentovaných modelů se pokusili odstranit Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998). Uvedení autoři zkoumali měsíční údaje o vývoji krátkodobých úrokových sazeb, spotřebitelské inflace a průmyslové produkce v Německu, Francii, Itálii, Španělsku, Velké Británii a Švédsku od roku 1985. K výzkumu použili malé, pro všechny země obdobné modely, čímž omezili případné negativní vlivy rozdílné specifikace jednotlivých modelů, a pracovali s předpokladem fixních měnových kurzů uvnitř EMS (s cílem maximálně se přiblížit situaci v EMU). Při odhadech vycházeli z existence interaktivních vazeb mezi úrokovými sazbami a výstupy v jednotlivých zemích, což jim umožnilo studovat účinky simultánní změny úrokových sazeb ve všech ekonomikách. Podstatou jejich přístupu byl odhad reakčních funkcí centrálních bank, jež v modelu cílovaly nominální úrokovou sazbu vzhledem k očekávané inflaci, úrovni reálného produktu a úrovni nominálního měnového kurzu. Tyto reakční funkce byly následně zahrnuty do rovnic popisujících růst průmyslové produkce, jež obsahují proměnné: očekávaná měnová politika, neočekávaná měnová politika, kurz lokální měny vůči americkému dolaru a kurz lokální měny vůči německé marce. Poté již autoři testovali dopad koordinovaného permanentního zvýšení úrokových sazeb a sledovali vývoj výstupu v horizontu dvou let. Ukázalo se, že monetární restrikce ovlivňuje regionální ekonomickou aktivitu s různým zpožděním, přičemž nejrychleji se účinky restrikce projevují v Itálii, Španělsku, Švédsku a ve Velké Británii (osmiměsíční zpoždění), nejpomaleji pak ve Francii (dvanáctiměsíční zpoždění). Rovněž bylo zřejmé, že existují podstatné, i když nikoli dramatické rozdíly v intenzitě dopadu monetárního zásahu na ekonomický vývoj zkoumaných regionů. Dva roky od realizace zásahu byly největší účinky patrné ve Švédsku a v Itálii (koeficienty elasticity o hodnotách 2,36, resp. 2,14), zatímco na druhé straně stály Velká Británie a Německo (0,9, resp. 1,4).

Jak je z výše citovaných studií patrné, závěry zkoumání regionálních účinků společné měnové politiky se pro mnoho zemí liší v závislosti na použité metodologii a sledovaném období. Přesto jasně dokumentují, že některé země jsou na měnový šok obecně citlivější než země jiné. Výsledky všech nám dostupných studií zabývajících se transmisí měnového šoku na reálnou ekonomickou aktivitu v zemích EMU a ve Velké Británii, včetně těch diskutovaných výše, shrnuje *tabulka 1*.⁶

⁶ Vzhledem k tomu, že Lucembursko je svým počtem obyvatel a podílem na tvorbě agregátního výstupu EMU zanedbatelnou hospodářskou silou, a rovněž vzhledem k jeho měnové unii s Belgií většina citovaných studií pro něj samostatně výsledky neuvádí. Údaje za lucemburskou ekonomiku proto nejsou v tabulce zahrnuty.

TABULKA 1 Empirie vlivu měnového šoku na reálnou ekonomickou aktivitu v zemích EMU a ve Velké Británii

země	Reaguje nadprůměrně na měnový šok.	Reaguje podprůměrně na měnový šok.
Belgie	Kouparitsas (1999), Ramaswamy a Sloek (1997), Ehrmann (1998), Cecchetti (1999)	BIS (1995)
Finsko	Ramaswamy a Sloek (1997), Carlino a DeFina (1998b)	Kouparitsas (1999), Ehrmann (1998), Gerlach a Smets (1995)
Francie	BIS (1995), Ehrmann (1998), Cecchetti (1999), Britton a Whitley (1997)	Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998), Ramaswamy a Sloek (1997), Carlino a DeFina (1998b)
Irsko	Carlino a DeFina (1998b), Cecchetti (1999)	Kouparitsas (1999)
Itálie	Kouparitsas (1999), BIS (1995), Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998)	Ramaswamy a Sloek (1997), Carlino a DeFina (1998b), Gerlach a Smets (1995)
Německo	Kouparitsas (1999), Ramaswamy a Sloek (1997), Ehrmann (1998), Cecchetti (1999), Gerlach a Smets (1995), Britton a Whitley (1997)	Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998)
Nizozemí	Kouparitsas (1999), Ramaswamy a Sloek (1997)	BIS (1995), Carlino a DeFina (1998b)
Portugalsko		Ramaswamy a Sloek (1997), Ehrmann (1998), Cecchetti (1999)
Rakousko	Kouparitsas (1999), Ramaswamy a Sloek (1997)	
Španělsko	Kouparitsas (1999), Carlino a DeFina (1998b)	Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998), Ramaswamy a Sloek (1997), Ehrmann (1998), Cecchetti (1999)
Velká Británie	Ramaswamy a Sloek (1997)	Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998), Cecchetti (1999), Britton a Whitley (1997)

3. Rozdíly v přenosu měnové politiky

Předcházející kapitola dokumentuje, že změny v „nastavení“ společné měnové politiky mají pravděpodobně na reálnou ekonomickou aktivitu členských zemí EMU rozdílný dopad. To vyžaduje analýzu důvodů, jež stojí za existencí pozorovaných regionálních disparit. Výzkum kanálů transmise měnové politiky je již dlouhou dobu vděčným tématem moderní makroekonomie a teorie různých transmisních mechanismů měnové politiky tvoří pevnou součást tradičních učebních textů – viz např. (Mishkin, 1992). Shrnutí nedávného výzkumu zabývajícího se transmisí měnových impulzů nabízí například Bernanke (1993), Cecchetti (1995), Hubbard (1995) či Kashyap a Stein (1997a, 1997b). My se vzhledem k cíli tohoto textu zaměříme pouze na některá relevantní východiska dané problematiky, zejména na rozdíl mezi tradičním „monetaristickým kanálem“ a mechanismem, pro který se vžilo označení „úvěrový kanál.“ Závěrem pak zmíníme i některá alternativní vysvětlení. Při této diskuzi se budeme držet působení měnové politiky na reálnou ekonomiku, neboť implikace pro přenos měnových impulzů do cenové oblasti nejsou pro nás v tomto textu rozhodující.

3.1. Úvěrový kanál transmisního mechanismu měnové politiky

Výsledný dopad opatření měnové politiky do ekonomiky se obecně odvíjí od schopnosti měnové autority ovlivnit chování bank změnou rezerv. Změna

rezerv může být v zásadě vyvolána buď změnou povinných minimálních rezerv, nebo změnou reálných rezerv. Schopnost centrální banky ovlivnit reálné množství rezerv je dána existencí nominálních rigidit, jimiž jsou strnulé mzdy a ceny.⁷ Monetaristický a úvěrový kanál se však liší způsobem, jakým změna rezerv ovlivní reálnou ekonomiku.

Monetaristický kanál transmisního mechanismu předpokládá existenci dvou typů aktiv. První typ aktiva, který není používán pro transakce a nese úrok, nazýváme obecně obligacemi. Druhý typ aktiva je naopak používán zejména pro transakce a podle původní teorie úrok nenesou. Tento typ aktiva, označovaný jako peníze, se vyskytuje především ve formě hotovosti a depozit. Centrální banka je ze zákona jediným emitentem hotovosti a kontroluje ji tudíž přímo. Depozita vznikají multiplikační způsobem činností bank, jež si nicméně k depozitům vytvářejí (povinné či dobrovolné) rezervy. Tyto rezervy jsou, jak bylo uvedeno, rovněž pod kontrolou centrální banky, která takto ovlivňuje množství peněz v ekonomice, a tedy i relativní cenu peněz a obligací – úrokovou sazbu.⁸ Jestliže za daných předpokladů centrální banka např. sníží množství peněz v ekonomice, pak při zmíněné existenci nominálních rigidit vede tento krok k růstu reálné úrokové sazby. Vyšší reálná úroková sazba se následně odrazí v poklesu investic (působí úrokový kanál) a v reálné apreciaci měnového kurzu (působí kurzový kanál), která je doprovázena poklesem čistého vývozu. Snížení dynamiky růstu – či dokonce absolutní pokles – objemu investic a čistého vývozu se projeví zpomalením tempa růstu či poklesem reálné ekonomické aktivity. Shrnuto a podtrženo, opatření měnové politiky se podle logiky monetaristického transmisního mechanismu přenáší do reálné ekonomiky především prostřednictvím pasiv bankovního sektoru.

Monetaristický model měnové transmise má však mnoho nedostatků na více úrovních přenosu. Pro naši argumentaci je podstatné zejména nedostatečné rozdělení finančních aktiv na peníze a obligace. Naproti tomu teorie úvěrového kanálu rozeznává kromě peněz a obligací další typ aktiva, jímž jsou bankovní úvěry. Samotný název „úvěrový kanál“ je odvozen od předpokladu, že banky na změnu měnové politiky reagují v úvěrové oblasti. Za hlavní přenosový mechanismus je zde považován vliv měnové politiky na aktivní operace banky. Základním stavebním kamenem mechanismu je to, že objem úvěrů je citlivý na změny v měnové politice a objem investic je citlivý na množství úvěrů. Jinými slovy: firmy nemají k dispozici dokonalý substitut k úvěrům. Jak však upozorňují například Bernanke a Gertler (1995), úvěrový kanál nelze chápat jako samostatný, alternativní kanál transmise měnové politiky, nýbrž jako doplnění a rozšíření vlivu úrokových sazeb na reálnou ekonomiku. Podstata úvěrového kanálu spočívá v tom, že přímý efekt úrokových sazeb na ekonomiku, jak je popsán výše, je zvýrazněn endogenními změnami v *prémii externího financování*. Tato premie je definována jako rozdíl mezi náklady na získání vnitřních zdrojů a náklady na získání vnějších zdrojů, přičemž první z nich jsou představovány náklady obětované příležitosti ze zadržovaného zisku a druhé z nich vyjadřují náklady na emise dluhu či akcií odrážející nedokonalosti na úvěrovém

⁷ Empirický výzkum „psychologie“ mzdové nepružnosti provádí např. Akerlof, Dickens a Perry (1996).

⁸ Opustíme-li předpoklad, že peníze nenesou úrok, a uvažujeme i úročené bankovní účty, pak měnová autorita kontroluje rozdíl mezi výnosem z obligací a úrokem plynoucím z držby peněz.

trhu.⁹ Růst nebo pokles úrokových sazeb vede ke změně prémie stejným směrem. Důvod lze hledat jednak v dopadu změny úrokových sazeb na *finanční situaci podniků* odrážející se v jejich účetních výkazech (účetní rozvaze, výkazu zisků a ztrát), jednak v dopadech na *chování bank* v aktivních obchodech. Obě cesty nyní stručně popíšeme.

Čím vyšší je vlastní jmění podniku, tím nižší platí podnik obvykle prémie externího financování. Tato skutečnost je vyvolána nedokonalostmi na trhu úvěrů, které vedou k tomu, že věřitelé vyžadují, aby dlužníci plnili různá úvěrová kritéria (například známé poměrové ukazatele) a poskytovali záruky (nemovitostní, peněžní). Podniky s vyšším vlastním jměním jsou podle hypotézy úvěrového kanálu schopny plnit úvěrová kritéria a poskytovat záruky snadněji. Protože zmíněná prémie ovlivňuje úvěrové možnosti podniku, ovlivňuje i jeho možnosti investiční.¹⁰ Restriktivní měnová politika zatíží rozvahu podniků dvojím způsobem: vede k růstu úrokových plateb z již poskytnutých i budoucích úvěrů¹¹ a zároveň, vzhledem k inverznímu vztahu mezi úrokovými sazbami a cenami aktiv, k poklesu hodnoty zástav podniků.¹² Dopad měnové restrikce není však pro všechny subjekty stejně nepřijemný. Vzhledem k tomu, že malé firmy jsou tradičně více závislé na externím financování než firmy velké, může vést měnová restrikce k citelnému útlumu činnosti, či dokonce k likvidaci malých firem.

Druhým kanálem je dopad měnové restrikce na chování bank. Při restriktivní politice stahuje centrální banka operacemi na volném trhu zá-půjční fondy z bank. Klíčovým předpokladem pro to, aby se snížení prostředků pro realizaci aktivních operací promítlo do snížení objemu úvěrů, je, že banky nejsou schopny plně nahradit stažené prostředky alternativními způsoby financování, např. emisí dluhu (v podobě depozitních certifikátů, obligací) či kapitálu (v podobě akcií). Ovšem i v případě, že banky jsou schopny úbytek fondů vyřešit za pomoci alternativních zdrojů, potýkají se nutně s vyššími náklady na jejich získání.¹³ To má samozřejmě za následek růst prémie externího financování.

Testováním hypotézy funkčnosti úvěrového kanálu měnové politiky se jako jedni z prvních zabývali Bernanke a Blinder (1992). Pomocí analýzy

⁹ Pokud na problém nahlížíme očima mikroekonomické teorie, pak prémie externího financování představuje ztrátu mrtvé váhy spojenou s existencí vztahu „*principal-agent*“ mezi věřiteli a dlužníky. K problému nedokonalých informací a morálního hazardu na trhu úvěrů se vyjadřují např. Jaffee a Stiglitz (1990) nebo Stiglitz a Weiss (1987).

¹⁰ Toto procyklické chování účetní rozvahy podniků nazýváme „*finančním akcelerátorem*“.

¹¹ Růst úrokových sazeb může zároveň prostřednictvím působení na agregátní poptávku vést k nahromadění zásob, na jejichž financování si firmy musejí mnohdy dále vypůjčit, což vede k dalšímu nárůstu úrokového zatížení podniků.

¹² Tento kanál transmise dopadů měnové politiky bývá nazýván „*kanálem cen aktiv*“. Jeho působení na ekonomickou aktivitu lze rozdělit na důchodový efekt s vlivem na spotřebu a na „*efekt Tobinova q*“ s vlivem na investice. Dornbush, Favero a Giavazzi (1998) uvádějí, že nemovitostní zástavy jsou v Evropě zvláště rozšířené ve Velké Británii (59 % všech úvěrů), ve Švédsku (61 %) a poměrně hodně také ve Francii (41 %) a Itálii (40 %). Zvýšení úrokových sazeb by podle logiky fungování úvěrového kanálu mělo tyto země postihnout v relativně větší míře než země ostatní. Pro některé zajímavé paralely v české ekonomice viz Hampl – Matoušek, 2000).

¹³ Důvodem je například to, že depozitní certifikáty nepředstavují pojištěné vklady, mají nízkou likviditu a investoři z nich tudíž vyžadují vyšší výnos. Navíc je mohou vydávat pouze silně kapitálově vybavené banky, resp. banky, jež jsou pomocí ratingu schopny snížit informační asymetrii mezi sebou a věřiteli. Jak kapitálová vybavenost, tak to, zda byl bance přidělen rating, se v praxi často odvíjí od velikosti banky.

modelem VAR dospěli k závěru, že úvěrový kanál v USA funguje, ač „úvěry nezpůsobují v Grangerově smyslu nezaměstnanost“ (s. 920). Tato citace, jež tvoří zároveň poslední větu zmíněné práce, v mnohém vypovídá o původní metodologii testování přítomnosti úvěrového kanálu. Autory nalezený důkaz o vztahu mezi objemem úvěrů a reálnou ekonomickou aktivitou – ať už vyjádřenou mírou nezaměstnanosti, nebo jiným agregátem – však ve skutečnosti existenci úvěrového kanálu nepotvrzuje.¹⁴ Jak uvádějí např. Bernanke a Gertler (1995) či nověji Kashyap a Stein (1997a), podobná korelace může být způsobena i změnami poptávky po úvěrech a nemusí tudíž odrážet působení úvěrového kanálu. Těto výtece se později několik autorů snažilo předejít zakomponováním proměnné aproximující substituty úvěrového financování (v podobě objemu vydaných obligací apod.) do testovaných modelů s tím, že výsledky modelů potvrdily existenci úvěrového kanálu. Kashyap a Stein (1997b) zkoumali úvěrový kanál podrobnou analýzou amerického bankovního sektoru a podpořili hypotézu, že způsob financování bank je svázán s jejich velikostí a že úvěrový kanál hraje v přenosu americké měnové politiky významnou roli. Práce Kashyapa a Steina (1997a) shrnuje výsledky mnoha empirických studií provedených na amerických reáliích, jež dále potvrzují platnost hypotézy úvěrového kanálu. Ukazuje se, že (1) zásoby malých firem skutečně na měnovou restrikcii reagují statisticky výraznějším vzestupem než zásoby firem velkých, (2) výnosy velkých firem jsou postiženy měnovou restrikcí méně než výnosy firem malých a (3) zaměstnanost v malých firmách je na změnu měnové politiky – v souladu s očekáváními – mnohem citlivější než zaměstnanost ve firmách velkých.

3.2. Úvěrový kanál a rozdílné dopady měnové politiky v EMU

Ve druhé kapitole jsme ukázali, že jednotná měnová politika ECB bude mít s největší pravděpodobností na reálnou ekonomickou aktivitu členských zemí EMU dopady rozdílné. Podle úvěrového kanálu měnové transmise by měnová restrikce ECB měla mít větší dopad na reálnou ekonomickou aktivitu v zemích s větším podílem malých firem k velkým firmám, s horším přístupem k mimobankovnímu financování a v zemích s větším počtem malých a kapitálově „slabších“ bank. Vzhledem k tomu, že evropské firmy jsou tradičně silně závislé na bankovních úvěrech,¹⁵ lze očekávat, že úvěrový kanál hraje v přenosu měnové politiky do ekonomiky v EMU významnou roli. Je tomu skutečně tak?

Kashyap a Stein (1997a) definovali několik proxy veličin, které využili ke zkoumání existence úvěrového kanálu ve vybraných evropských zemích. První skupina proměnných byla svázána s velikostí a s finančním zdravím jednotlivých bank. Druhá skupina proměnných sledovala jednak závislost firem na bankovních úvěrech prostřednictvím podílu malých a velkých firem, jednak dostupnost nebankovních financí za pomoci podílu kapitalizace akciového trhu k HDP, resp. podílu státních obligací k HDP. Výsledky vý-

¹⁴ Podobně jako Bernanke a Blinder (1992) postupoval ve své práci Ramey (1993). Na rozdíl od uvedených autorů však systematický vztah mezi objemem úvěrů a reálnou ekonomickou aktivitou nenalezl.

¹⁵ Jak uvádějí Favero, Giavazzi a Flabbi (1999), v Německu představují úvěry 85 % všech pasiv nefinančních firem, ve Francii 80 %, ve Španělsku 77 % a v Itálii dokonce 95 %, zatímco v USA jsou úvěry v pasivěch firem zastoupeny pouze 30 %.

zkumu autorů ukázaly, že úvěrový kanál měnové transmise je potenciálně nejsilnější v Itálii a Portugalsku a poměrně silný ve Francii a Španělsku. Naproti tomu v Belgii a v Anglii se zdá být vliv úvěrového kanálu na dopad měnové restrikce ze všech sledovaných zemí nejslabší. Pro zbývající země nelze přijmout jistý závěr. Tyto výsledky potvrdila i studie Cecchettiho (1999), ve které autor využil podobnou metodologii, ačkoliv vycházející z preciznějšího zkoumání.

Favero, Giavazzi a Flabbi (1999) se pokoušeli verifikovat existenci úvěrového kanálu pohledem na detailní strukturu bilancí 651 bank operujících ve čtyřech členských státech EMU (Francie, Německo, Itálie, Španělsko). Autoři zkoumali reakci bankovních bilancí na měnovou restrikci, která se ve všech zmíněných zemích odehrála simultánně v roce 1992. Závěrem jejich práce je, že existence úvěrového kanálu není v Evropě doložena. Uvedená práce má však mnoho metodologických nedostatků, z nichž některé zmiňují i sami autoři. Ačkoliv autoři neidentifikovali výraznější reakci v objemu úvěrů bank v důsledku měnové restrikce, jejich data neumožňují sledovat potenciální změnu ve složení dlužníků. Menší firmy přitom mohou být ve statistikách bank nahrazeny většími firmami, a to v souladu s hypotézou o vlivu restrikce na menší firmy prostřednictvím úvěrového kanálu. Dále: studovaný vzorek bank obsahuje pouze velké a středně velké banky, což – vzhledem k hypotéze o odlišné reakci malých bank na měnovou restrikci – může být rovněž příčinou značného vychýlení výsledků. Jedním z největších nedostatků práce však zřejmě zůstává skutečnost, že autoři zkoumali změnu objemu úvěrů v bilancích bank bezprostředně po měnovém šoku, a tedy abstrahovali od fenoménu časového zpoždění. „Průkopníci“ studia úvěrového kanálu Bernanke a Blinder (1992) přitom na empirických datech USA jasně dokumentovali, že úvěry reagují na měnový šok s přibližně dvouletým zpožděním.

Na základě zhodnocení závěrů těchto studií a práce Carlina a DeFiny (1998b) se zdá, že transmise měnové politiky úvěrovým kanálem by mohla mít potenciálně nejsilnější dopady na reálnou ekonomickou aktivitu ve Francii, Německu, Itálii, Portugalsku a Španělsku. Naopak nízký dopad by měla mít v Belgii a Nizozemí (a ve Velké Británii). Nejistý je výsledek pro Rakousko, Finsko a Irsko.

Pro potvrzení či vyvrácení hypotézy, že rozdílný dopad měnové politiky ECB na jednotlivé členské státy EMU lze vysvětlit pomocí úvěrového kanálu, je nutné porovnat tyto závěry s výsledky uvedenými v tabulce 1. Ukazuje se, že Německo, Rakousko a Francie, u kterých by měla transmise měnové politiky prostřednictvím úvěrového kanálu hrát výraznou roli, jsou zároveň zeměmi, které nadprůměrně reagují na měnový impuls. Další země, u kterých lze vzhledem ke struktuře ekonomiky očekávat výrazné působení úvěrového kanálu (Itálie, Španělsko), nevykazují v souboru analyzovaných studií takovou reakci reálné ekonomické aktivity na měnový šok, která by se výrazně lišila od průměru. Naopak Portugalsko reaguje na měnový šok podprůměrně, což je v rozporu s předpokládanou silnou rolí úvěrového kanálu. Na opačném konci spektra stojí Velká Británie, která na měnový šok reaguje podprůměrně, což je v souladu s předpokládaným velmi slabým působením úvěrového kanálu. Nízkou reakci ekonomiky na měnový šok lze dále očekávat v případě Nizozemí, kde však nelze hypotézu jednoznačně přijmout ani odmítnout, a v případě Belgie, kde hypotéza není v souladu se skutečnými údaji. U zbývajících dvou zemí (Finsko, Irsko) jsou výsledky neutrální. Celkově se ukazuje, že specifická reakce ekonomiky na měnový šok

poměrně úzce souvisí s úvěrovým kanálem měnové transmise ve čtyřech zemích (Francie, Německo, Rakousko, Velká Británie), u dvou zemí se hypotéza úvěrového kanálu ukázala pro vysvětlení dopadu měnové politiky do ekonomiky jako nevhodná (Portugalsko, Belgie) a ve zbývajících pěti zemích souvislost sice existuje, nicméně výsledky neumožňují hypotézu jednoznačně přijmout ani odmítnout.

3.3. Další kanály mechanismu transmise měnové politiky

Regionální disparity v dopadu měnového šoku mohou být vysvětlovány i jinými mechanismy, než je působení úvěrového kanálu. Mezi důležité mechanismy transmise monetárních impulzů např. bezesporu patří vliv „úrokového“ kanálu. Hovoříme-li o vlivu úrokových sazeb na rozdílné regionální dopady měnové politiky, předpokládáme, že oblasti s relativně velkým podílem ekonomické aktivity generované stavebnictvím, strojírenstvím a dalšími odvětvími produkujícími kapitálové statky, resp. statky dlouhodobé spotřeby, budou nadprůměrně monetárně citlivé (*ceteris paribus*). Logika tohoto předpokladu se odvíjí od myšlenky, že firmy optimalizují svou produkční kapacitu v závislosti na vývoji tržní poptávky po finálních výrobcích nebo meziproduktech. Tržní poptávka po jednotlivých typech výrobků je ovšem různě citlivá na změny úrokových sazeb. Tyto změny pravděpodobně citelně ovlivní poptávku průměrných domácností po bytech, ledničkách, osobních počítačích, automobilech a dalších statcích dlouhodobé spotřeby nebo statcích luxusních. Méně se již změny úrokových sazeb promítnou do poptávky po statcích běžné spotřeby, resp. statcích nezbytných. Lze tedy očekávat, že výrobci stavebních materiálů, obráběcích strojů či elektrotechniky budou v konečném důsledku postiženi měnovým opatřením centrální banky podstatně více než např. výrobci potravin či oděvů. Nerovnoměrné rozmístění produkčních kapacit v zemích EMU potom může být jedním z důvodů vzniku disparit v transmisi měnové politiky do reálné ekonomiky.

Ganley a Salman (1997) zkoumali 24 sektorů ekonomiky Velké Británie, aby zjistili, jaké jsou reakce jednotlivých odvětví na neočekávaný vzestup oficiálních úrokových sazeb. Autoři odhadli pro každý sektor model VAR a následně srovnávali účinky měnového šoku se zřetelem k ostatním makroekonomickým vlivům reflektovaným prostřednictvím reálného HDP a implicitního cenového deflátoru (IPD). Jako komparační báze přitom sloužil odhad účinku měnového šoku v národním hospodářství jako celku získaný za pomoci systému VAR s úrokovými sazbami, HDP a IPD. Z průběhu impulzních funkcí vyplynulo, že některá odvětví britské ekonomiky jsou – z hlediska velikosti a načasování kontrakce své aktivity – na zprísnění měnových podmínek nadprůměrně citlivá. U jiných odvětví byla naopak prokázána nižší než průměrná citlivost. V souladu s očekávanými se např. ukázalo, že stavebnictví reaguje na měnovou restrikcí podstatně rychleji a s daleko větší intenzitou než služby či zemědělská výroba. Rovněž tak se ukázalo, že zatímco produkce potravin, nápojů a tabákových výrobků odráží změny úrokových sazeb jen v minimální míře, v případě gumárenství, elektrotechniky či papírenského průmyslu je tomu přesně opačně. Jak se zdá, studie Ganleye a Salmana (1997) nepřímou potvrzuje racionalitu úvahy o úrokovém kanálu jako možném potenciálním zdroji rozdílů v regionálních dopadech měnové politiky. Také explicitní studie regionálních účinků měnové politiky ve Spojených státech napovídají, že jsou to právě oblasti se

značnou koncentrací stavebnictví a zpracovatelského průmyslu, jež vykazují monetární citlivost vyšší, než činí federální průměr (Carlino – DeFina, 1996, 1998a, 1999a).¹⁶

Jak již bylo uvedeno, ne ve všech případech se prokázalo, že země s relativně vysokým podílem malých firem a bank jsou totožné s těmi zeměmi, jež vykazují zvýšenou míru citlivosti na změny úrokových sazeb Evropskou centrální bankou. Důvodem této nekonzistence může být skutečnost, že přenos měnových impulzů do ekonomiky některých členských zemí EMU ovlivňuje rozdílné složení úrokově citlivých odvětví. Carlino a DeFina (1998b) porovnali odvětvovou strukturu v západoevropských zemích se zkušenostmi ohledně úrokové citlivosti segmentů americké ekonomiky. Zjistili, že z hlediska podílu průmyslové výroby na tvorbě reálného HDP by měly nadprůměrnou monetární citlivost vykazovat Německo a Portugalsko, podprůměrnou monetární citlivost pak Nizozemí. Z hlediska podílu stavební výroby na tvorbě reálného HDP se zase jako monetárně nejcitlivější jeví Finsko a Španělsko, na druhém konci „citlivostní škály“ naopak stojí Irsko. Tyto výsledky korespondují s údaji uvedenými v tabulce 1, jež shrnuje skutečnou citlivost výstupu jednotlivých zemí EMU na měnový šok. Německo se jeví obecně jako výrazně nadprůměrně citlivé, pro Španělsko, Finsko, Nizozemí a Irsko zaznamenávají jednotliví autoři různé výsledky, nicméně znaménka indikátorů úrokové citlivosti odpovídají u těchto zemí znaménkům indikátorů úvěrového kanálu. Naopak Portugalsko se ukazuje jako země s podprůměrnou reakcí na měnový šok a v jeho případě se tedy hypotéza o výrazném vlivu úrokového (ani úvěrového) kanálu nepotvrzuje.

Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998) v reakci na práci Carlina a DeFiny (1998b) konstatovali, že rozdíly v podílu stavební a průmyslové produkce na tvorbě HDP nejsou mezi členy EMU natolik výrazné, aby samy o sobě byly příčinou rozdílných dopadů politiky ECB v jednotlivých zemích. Autoři naopak upozornili na potenciální hospodářské implikace odlišné míry otevřenosti ekonomik či odlišné úrovně zadluženosti zemí. Vezmeme-li v potaz dopad společné měnové politiky na kurz eura vůči americkému dolaru, pak je zřejmé, že např. apreciacie evropské měny sníží čistý export zejména těch zemí, které jsou poměrně intenzivně zapojeny do obchodní výměny se státy ležícími vně eurozóny. Podle údajů autorů by měly být na měnovou restrikcii nejcitlivější ekonomiky Francie, Německa, Irska a Itálie, naopak nejméně citlivou by měla být ekonomika Portugalska. Tyto hypotézy souhlasí s výsledky uvedenými v tabulce 1.

Autoři dále vyslovili hypotézu, že monetární restriktce v EMU negativně zasáhne vysoce zadlužené ekonomiky, jež budou muset hradit vyšší náklady spojené s úrokovými platbami, případně se získáváním dalších půjček. Mezi země s tradičně vysokým veřejným dluhem patří v EMU zejména Belgie a Itálie, jež podle výsledků uvedených v tabulce 1 skutečně reagují na měnový šok nadprůměrně, resp. neutrálně. Toto zjištění hypotézu autorů nepřímo potvrzuje.

4. Namísto závěru: vyhlídky EMU ve světle regionálních disparit

Je zřejmé, že budoucnost Evropské měnové unie se bude do značné míry odvíjet od míry úspěšnosti měnové politiky ECB.¹⁷ Předchozí kapitoly na-

¹⁶ Závěry těchto studií podrobněji analyzují Macháček a Kolcunová (1999).

značují, že dopad této politiky na ekonomickou aktivitu jednotlivých členských zemí EMU může být velmi rozdílný. Nicméně, jak již bylo řečeno, odstartování EMU s sebou přineslo takovou změnu hospodářskopolitického režimu, jež podle některých výzkumníků může sama o sobě vyústit ve větší harmonizaci kanálů transmise měnové politiky. Například Dornbusch, Favero a Giavazzi (1998) argumentují, že zavedení eura povede ke zvýšení významu nebankovního financování firem a také k růstu finanční dezintermediace. Autoři dokonce tvrdí, že existence společné měny může vést k tomu, že se finanční struktura EMU brzy přiblíží struktuře americké ekonomiky. Tato hypotéza se při srovnání počtu obyvatel (EMU – 292 mil., USA – 270 mil.), hrubého domácího produktu (EMU – 6,8 bil. USD, USA – 8,1 bil. USD) a míry otevřenosti obou „superekonomik“ (dovozy v EMU i v USA se podílejí na HDP cca 10 procenty) může na první pohled jevit jako přijatelná. Finanční struktura obou ekonomických celků, ale i jednotlivých zemí EMU je však zatím výrazně odlišná a nelze se domnívat, že pouhá podobnost celků z hlediska hospodářského rozměru, resp. zavedení společné měny bude pro konvergenci finančních struktur dostačujícím faktorem. Ani předpokládaný růst konkurenčních tlaků ve finančním sektoru – vedoucí ke spojování bankovních domů, internacionalizaci bankovního podnikání a dezintermediaci (ECB, 1999) – nemusí být rozhodujícím impulzem. Rozličná finanční struktura jednotlivých zemí se totiž do značné míry odvíjí od přetrvávajících rozdílů v oblasti daňového zatížení, regulace a související legislativy.

Domníváme se, že právě přetrvávající rozdíly v legislativě mohou tvořit poměrně významnou překážku dosažení rychlé konvergence finančních struktur jednotlivých zemí. Investoři jsou logicky vysoce citliví na bezpečnost vložených prostředků, což v případě věřitelů vede k bedlivému zkoumání možností nabytí zástav za ztrátové úvěry (*de iure* i *de facto*) a v případě akcionářů například k posuzování možnosti ovlivnit složení managementu firmy, ve které drží podíl. Jak uvádějí La Porta a Lopez-de-Silanes (1998), v tomto ohledu se právní rámec pro podnikání v jednotlivých zemích markantně liší. V zemích s méně rozvinutou finanční legislativou lze očekávat hůře fungující kapitálový trh, což zdůrazňuje roli úvěrového kanálu v transmisi měnových impulzů. Tuto hypotézu empiricky testoval Wyplosz (1999), jenž dospěl k závěru, že Francie, Itálie, Portugalsko, Španělsko a další země s problematickou finanční legislativou skutečně vykazují poměrně silnou tendenci k působení úvěrového kanálu. Sjednocení legislativy členských zemí EMU se tak jeví jako důležitá podmínka konvergence evropských finančních struktur, a tedy kanálů transmise měnových impulzů v jednotlivých regionech. Vzhledem ke skutečnosti, že výrazná změna v legislativní oblasti je časově poměrně náročná, je otázkou, jak se překlenutím regionálních disparit vyrovnají země EMU v mezidobí.

Momentální oficiální rétorika uvádí, že ECB bere při svých rozhodnutích v potaz pouze agregátní data za celý Eurosystem. Uspořádání řídicích orgánů ECB¹⁸ však může vést k formování koalic a k iniciaci jednání o regionálních problémech – viz např. (Šmídková – Tůma, 1999). Navíc „jádro“

¹⁷ Chápání pojmu „úspěšnost“ by v tomto kontextu vyžadovalo samostatnou práci, neboť je zřejmé, že nehledě na zákonem definovaný cíl ECB bude úspěšnost EMU posuzována veřejností především podle vývoje nezaměstnanosti. Wyplosz (1999, s. 17) uvádí, že podle statistických údajů vidí 92 % obyvatel EU-15 jako jednoznačnou národohospodářskou prioritu boj s nezaměstnaností, zatímco inflace v očích Evropanů aktuálním problémem není.

ECB (tj. skupina, která sleduje zájmy celku) je slabší než reprezentanti jednotlivých států a může být proto přehlasováno účinnými koalicemi, které budou sledovat regionální zájmy.¹⁹ Také analyticky vybavení ECB je, co do počtu zaměstnanců mnohem slabší než u většiny národních centrálních bank. Tyto banky tak dokáží daleko lépe analyzovat regionální situaci, což může posílit jejich pozici v rozhodovacím procesu ECB a vést ke zohledňování regionálních zájmů. Pokud však vycházíme z oficiálních postojů ECB, pak se pro potlačování regionálních disparit nabízí pouze fiskální politika.²⁰

Mnozí autoři ze Spojených států s oblibou vyzdvihují skutečnost, že přes prokazatelně se vyskytující regionální odlišnosti ve vývoji produkce a zaměstnanosti funguje „Americká měnová unie“ (AMU) poměrně uspokojivě – viz např. (Zaretsky, 1998), (Little, 1998). Zdůrazňují, že jednou z významných příčin existence tohoto fenoménu je vysoký stupeň *fiskálního federalizmu*, jež je v ekonomice USA v současné době uplatňován. Sachs a Sala-i-Martin (1989) či Masson a Taylor (1992) zkoumali roli fiskálního federalizmu v procesu eliminace regionálních poptávkových šoků a konstatovali, že tato role je velmi důležitá. Jak uvádí Englander a Egebo (1993, s. 35), ve Spojených státech je zhruba 30–40 % regionálních výkyvů důchodu potlačeno prostřednictvím zvýšených transferů z federální úrovně, v Kanadě je to jen o něco méně (20–30 %). Sjedenocené Evropě však dosud „fiskální polštář“ v podobě jednotného systému progresivních důchodových daní či účinného sociálního záchranného programu jednoznačně chybí.

V minulosti mohly národní fiskální politiky stabilizovat situaci v jednotlivých problémových regionech Evropy takřka stejně efektivně, jako to dnes činí fiskální politika USA. V červnu 1997 byl však na Amsterdamském summitu ratifikován Pakt růstu a stability (*Growth and Stability Pact*), jenž v zájmu vytvoření podmínek pro udržitelný a neinflační ekonomický růst v EMU požaduje po členech Unie dodržování přísné fiskální disciplíny.²¹ Nyní již tedy členské státy EMU nemohou neomezeně fiskálně intervenovat bez toho, že by se vystavily nebezpečí nesplnění kritérií stanovených Paktem. Jako řešení se v dané situaci nabízí implementace společné fiskální politiky, jež by prostřednictvím transferových plateb z centrálního evropského rozpočtu pružně reagovala na potřeby jednotlivých regionů spojené s existencí nedokonale synchronizovaných národních hospodářských cyklů. Bohužel, současný rozpočet EU je příliš malý na to, aby mohl vý-

¹⁸ Výkonný výbor je složen z prezidenta, viceprezidenta a čtyř členů jmenovaných Evropskou radou. Řídící rada je tvořena Výkonným výborem a guvernéry centrálních bank 11 zemí eurozóny. *Generální rada* je složena z prezidenta a viceprezidenta ECB a guvernérů všech národních bank EU.

¹⁹ Naproti tomu u Fed je „jádro“ silnější a je tak zaručena vyšší míra nezávislosti centra proti regionům.

²⁰ Zajímavou problematikou, která by však opět vydala na zvláštní práci, je interakce mezi celým Systémem evropských centrálních bank (ESCB) a národními vládami, vztah mezi samotnou ECB a národními vládami a konečnou i vztah mezi vládami jednotlivých členských zemí. Wyplosz (1999) rovněž zmiňuje existenci problému „černého pasažéra“, jenž souvisí s interakcí fiskální a měnové politiky při nenulových nákladech stabilizační politiky.

²¹ Pakt např. vyžaduje, aby členské země EMU udržovaly ve střednědobém horizontu své rozpočtové pozice vyrovnané či přebytkové, přičemž stanovuje explicitní sankce za opakované fiskální deficity přesahující 3 % HDP konkrétní země. Překročení schodku je možné pouze ve výjimečných situacích definovaných v Paktu. Ačkoliv Wyplosz (1999) uvádí, že výjimka by byla mezi roky 1995–96 udělena ve více než polovině případů, kdy rozpočtový schodek přesáhl zmíněná 3 %, situace se může díky samotnému působení Paktu změnit. Blíže o problematice Paktu a jeho makroekonomických implikacích pojednává Spiegel (1997).

znamněji ovlivnit rozdílný průběh hospodářských procesů odehrávajících se v heterogenním prostoru EMU.

Spojené státy disponují oproti EMU ještě jednou výhodou v boji s regionálními ekonomickými výkyvy: kromě účinného systému fiskálních intervencí napomáhá v USA odstraňování regionálních disparit rovněž otevřený a dostatečně pružný trh práce, jenž umožňuje redistribuovat nezaměstnanost mezi odlišně se rozvíjejícími regiony. Žádný ze členů EMU se svou mírou nezaměstnanosti příznivě situaci Spojených států ani nepřibližuje a v posledních několika letech tomu nebylo jinak. Důvody existence tohoto jevu je třeba hledat jednak v tradičně nízké míře geografické mobility evropské pracovní síly, jednak v legislativě upravující podmínky na evropském trhu práce. Z hlediska posílení významu trhu práce pro synchronizaci regionálních hospodářských cyklů v EMU se tedy jeví jako nezbytné, aby byly harmonizovány jednotlivé národní politiky zaměstnanosti a aby došlo k zavedení norem, jež by umožňovaly pružněji reagovat na konjunkturální výkyvy. S tím, jak vlivem snížení transakčních nákladů z titulu eliminace kurzových rizik vzroste na vnitřním trhu EMU konkurence mezi výrobci, stoupne jistě zájem podnikatelů o redukci nákladů na práci. Bude ovšem záležet na tom, do jaké míry se podaří překonat odpor relativně mocných evropských odborů, toužících po uchování současného stupně rigidity na trhu práce v EMU.²²

Jistým metodologickým nedostatkem naší práce je skutečnost, že jsme se soustředili převážně na problematiku měnových šoků a nevěnovali jsme adekvátní pozornost otázkám působení dalších šoků, které ekonomiku EMU zasahují.²³ Pokud bychom vzali v potaz regionální vlivy ropných šoků či důchodových šoků, mohl by výsledek hodnocení EMU z pohledu optimální měnové oblasti vypadat poněkud příznivěji.

Jaké jsou tedy vyhlídky EMU ve světle regionálních disparit? Z diskuze současného stavu v oblasti harmonizace finanční legislativy, realizace fiskální politiky či optimalizace evropského trhu práce vyplývá, že minimálně ve střednědobém výhledu nebude politika ECB bez reálných nákladů, jež jednotlivé členské země ponесou značně nerovnoměrně. Tyto náklady mohou, ale nemusejí být natolik významné, aby zapříčinily samovolné zhroucení EMU. Pokud občané Francie, Španělska nebo i Německa prokáží dostatek trpělivosti a budou snášet potenciálně větší náklady dezinflační politiky ECB do té doby, než se EMU stane také unií fiskální, je možné, že EMU nakonec truchlivý osud ptáka doda sdílet nebude.

²² K některým zajímavým aspektům flexibility evropského trhu práce se vyjadřuje Burda (1999). Vliv EMU na sílu odborů podrobně diskutují Cukierman a Lippi (1999).

²³ Disponujeme toliko jedinou prací, která se zabývá zkoumáním vlivu nemonetárních šoků v prostředí EMU v rámci koncepce regionálních cyklů (Kouparitsas, 1999). Závěry této práce nás neopravňují k vyvozování závěrů týkajících se EMU jako potenciální optimální měnové oblasti (OCA). To je otázkou případného dalšího výzkumu v dané oblasti. Stojí za pozornost, že mnoha zajímavým souvislostem EMU a teorie OCA se z mírně odlišného úhlu pohledu, než je náš, věnoval Petráš (1999).

LITERATURA

AKERLOF, G. – DICKENS, W. – PERRY, G. (1996): The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, no. 1, pp. 1–76.

BARRAN, F. – COUDERT, V. – MOJON, B. (1997): La Transmission des Politiques Monétaires dans le Pays Européens. *Revue Française d'Economie*, vol. 12, 1997, no. 2, pp. 133–176.

BERNANKE, B. S. (1993): Credit in the Macroeconomy. *FRB of New York Quarterly Review*, Spring 1993, pp. 50–70.

BERNANKE, B. S. – BLINDER, A. S. (1992): The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review*, vol. 82, September 1992, pp. 901–921.

BERNANKE, B. S. – GERTLER, M. (1995): Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, 1995, no. 4, pp. 27–48.

BIS (Bank for International Settlements) (1995): *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*. 1995.

BLANCHARD, O. J. (1990): Why Does Money Affect Output? A Survey. In: Friedman, B. M. – Hahn, F. H.: *Handbook of Monetary Economics*. Vol. II, Elsevier, 1990, pp. 779–835.

BORTS, G. H. (1960): Regional Cycles of Manufacturing Employment in the United States, 1914–1953. *Journal of American Statistical Association*, March 1960.

BRAYTON, F. et al. (1997): The Evolution of Macro Modeling at the Federal Reserve Board. *Finance and Economics Discussion Series*, 1997–29 (Federal Reserve Board, Washington, D.C.).

BRITTON, E. – WHITLEY, J. (1997): Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany, and the United Kingdom: Some Issues and Results. *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 37, 1997, no. 2.

BURDA, M. C. (1999): European Labour Markets and the Euro: How Much Flexibility Do We Really Need? *CEPR Discussion Paper*, 1999, no. 2217.

CARLINO, G. A. – DEFINA, R. H. (1996): Does Monetary Policy Have Differential Regional Effects? *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, March/April 1996, pp. 17–27.

CARLINO, G. A. – DEFINA, R. H. (1997): The Differential Regional Effects of Monetary Policy: Evidence from the U.S. States. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, no. 97–12/R.

CARLINO, G. A. – DEFINA, R. H. (1998a): The Differential Regional Effects of Monetary Policy. *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, 1998, pp. 572–587.

CARLINO, G. A. – DEFINA, R. H. (1998b): Monetary Policy and the U.S. States and Regions: Some Implications for European Monetary Union. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, no. 98–17.

CARLINO, G. A. – DEFINA, R. H. (1999a): The Differential Regional Effects of Monetary Policy: Evidence from the U.S. States. *Journal of Regional Science*, vol. 39, 1999, no. 2.

CARLINO, G. A. – DEFINA, R. H. (1999b): Do States Respond Differently to Changes in Monetary Policy? *Business Review* (Federal Reserve Bank of Philadelphia), July/August 1999, pp. 17–27.

CARLINO, G. A. – SILL, K. (1996): Common Trends and Common Cycles in Regional per Capita Incomes. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, no. 96–13.

CARLINO, G. A. – SILL, K. (1997): Regional Economies: Separating Trends from Cycles. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, May/June 1997, pp. 19–31.

CECCHETTI, S. G. (1995): Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism. *FRB of St. Louis, Economic Review (Proceedings)*, May 1995, pp. 83–97.

CECCHETTI, S. G. (1999): Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism. *NBER Working Paper*, 1999, no. 7151.

CUKIERMAN, A. – LIPPI, F. (1999): *Labor Markets and Monetary Union: A Strategic Analysis*. Tel Aviv University, July 1999 – mimeo.

ČIHÁK, M. (2000): Hrubý domácí produkt z regionálního pohledu. *Hospodářské trendy* (Komerční banka, Praha), 2000, č. 24, pp. 6–8.

DEGRAUWE, P. – VANHAUERBEKE, W. (1991): Is Europe an Optimal Currency Area? Evidence from Regional Data. *CEPR Discussion Paper*, no. 555, May 1991.

- DOMAZLICKY, B. (1980): Regional Business Cycles: A Survey. *Regional Science Perspectives*, vol. 10, 1980, pp. 15–34.
- DORNBUSH, R. – FAVERO, C. A. – GIAVAZZI, F. (1998): The Immediate Challenges for the European Central Bank. *NBER Working Paper*, 1998, no. 6369.
- ECB (European Central Bank) (1999): *Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term*. February 1999.
- EHRMANN, M. (1998): Will EMU Generate Asymmetry? Comparing Monetary Policy Transmission Across European Countries. *European University Institute Working Paper*, no. 98/28.
- ENGLANDER, A. S. – EGEBO, T. (1993): Adjustment Under Fixed Exchange Rates: Application to the European Monetary Union. *OECD Economic Studies*, no. 20, Spring 1993.
- ENGLE, R. F. – KOZICKY, S. (1993): Testing for Common Features. *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 11, 1993, pp. 369–395.
- ENGLE, R. F. – ISSLER, J. V. (1995): Estimating Common Sectoral Cycles. *Journal of Monetary Economics*, vol. 35, 1995, pp. 83–113.
- FAVERO, C. A. – GIAVAZZI, F. – FLABBI, L. (1999): The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Bank's Balance Sheets. *CEPR Working Paper*, 1999, no. 2303.
- GANLEY, J. – SALMON, CH. (1997): The Industrial Impact of Monetary Policy Shocks: Some Stylised Facts. *Bank of England Working Paper*, 1997.
- GERLACH, S. – SMETS, F. (1995): The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the G-7 Countries. *CEPR Working Paper*, 1995, no. 1219.
- GUHA, D. – BANERJI, A. (1998): Testing for Regional Cycles: A Markov-Switching Approach. *ECRI-Economic Cycle Research Institute Working Paper*, October 1998.
- HAMPL, M. – MATOUŠEK, R. (2000): *Úvěrová kontrakce v ČR - její příčiny a důsledky*. (Výzkumná práce ČNB č. 19), Praha, Česká národní banka, 2000.
- HUBBARD, G. R. (1995): Is There A 'Credit Channel' of Monetary Policy? *FRB of St. Louis, Economic Review (Proceedings)*, May 1995, pp. 63–82.
- JAFFEE, D. – STIGLITZ, J. (1990): Credit Rationing. In: Friedman, B. M. – Hahn, F. H.: *Handbook of Monetary Economics*. Vol. II. Elsevier, 1990, pp. 837–888.
- KASHYAP, A. K. – STEIN, J. C. (1997a): The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implications for the European Monetary Union. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, September/October 1997, pp. 2–18.
- KASHYAP, A. K. – STEIN, J. C. (1997b): What a Million Banks Have to Say About the Transmission of Monetary Policy. *NBER Working Paper*, 1997, no. 6056.
- KIELER, M. – SAARENHEIMO, T. (1998): Differences in Monetary Policy Transmission? A Case not Closed. *European Commission Economic Papers*, 1998, no. 132.
- KOUPARITSAS, M. A. (1999): Is the EMU a Viable Common Currency Area? A VAR Analysis of Regional Business Cycles. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, vol. 23, 1999, no. 4, pp. 2–20.
- KRUGMAN, P. (1991): *Geography and Trade*. Cambridge (Mass.), MIT Press, 1991.
- LA PORTA, R. – LOPEZ-DE-SILANES, F. (1998): Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, December 1998, pp. 1113–1155.
- LITTLE, J. (1998): E Pleribus EMU? How Will Europe Copy with a Single Currency? *Federal Reserve Bank of Boston Regional Review*, vol. 8, 1998, no. 4, pp. 12–17.
- LUCAS, R. E. (1976): Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: Brunner, K. – Meltzer, A. (eds.): *The Phillips Curve and Labor Markets*. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1976, no. 1, pp. 19–46.
- MACHÁČEK, M. – KOLCUNOVÁ, E. (1999): Recese v každém okrese: jak a proč se liší? *Banovníctví*, 1999, č. 8, s. 16–17.
- MASSON, P. – TAYLOR, M. P. (1992): Common Currency Areas and Currency Unions: An Analysis of the Issues. *CEPR Discussion Paper*, 1992, no. 617.
- MISHKIN, F. S. (1992): *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Third Edition. HarperCollins Inc., 1992.

- McLAUGHLIN, G. (1930): Industrial Diversification in American Cities. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 45, 1930, pp. 131–149.
- NELSON, CH. R. – PLOSSER, CH. I. (1982): Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series. *Journal of Monetary Economics*, 1982, no.10, pp. 139–162.
- PETRÁŠ, M. (1999): Úvod do teorie optimálního měnového prostoru. *Politická ekonomie*, 1999, č. 6, s. 764–776.
- PHILLIPS, K. R. (1994): Regional Indexes of Leading Economic Indicators. In: Niemira, M. P. – Klein, P. A. (red.): *Forecasting Financial and Economic Cycles*. New York, John Wiley and Sons, 1994, pp. 347–361.
- RAMASWAMY, R. – SLOEK, T. (1997): The Real Effects of Monetary Policy in the European Union: What Are the Differences? *IMF Working Paper*, December 1997, no. 97/160.
- RAMEY, V. A. (1993): How Important Is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy? *NBER Working Paper*, 1993, no. 4285.
- SACHS, J. – SALA-I-MARTIN, X. (1992): Federal Fiscal Policy and Optimum Currency Areas. *CEPR Discussion Paper*, 1992, no. 632.
- SPIEGEL, M. M. (1997): Fiscal Constraints in the EMU. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 1997, no. 97–23.
- STIGLITZ, J. – WEISS, A. (1987): Macro-Economic Equilibrium and Credit Rationing. *NBER Working Paper*, 1987, no. 2164.
- ŠMÍDKOVÁ, K. – TŮMA, Z. (1999): Soudobé evropské pojetí nezávislosti centrální banky. *Finance a úvěr*, roč. 49, 1999, č. 9, s. 507–524.
- VAHID, F. – ENGLE, R. F. (1993): Common Trends and Common Cycles. *Journal of Applied Econometrics*, vol. 8, 1993, pp. 341–360.
- VINING, R. (1945): Regional Variation in Cyclical Fluctuations Viewed as a Frequency Distribution. *Econometrica*, vol. 13, 1945, pp. 182–213.
- VINING, R. (1949): The Region as an Economic Entity and Certain Variations to be Observed in the Study of Systems of Regions. *American Economic Review*, vol. 39, 1949, pp. 89–104.
- WYPLOSZ, C. (1999): Towards a More Perfect EMU. *CEPR Discussion Paper*, 1999, no. 2252.
- ZARETSKY, A. M. (1998): Will the EMU Go the Way of the Dodo? Yes, This EMU Will Fly, But Will It Stay Aloft? *Federal Reserve Bank of St. Louis The Regional Economist*, July 1998, pp. 4–9.

SUMMARY

JEL Classification: E52, E58

Keywords: EMU – monetary policy transmission mechanism – credit channel

Is EMU an Endangered Specie? Regional Impacts of Single Monetary Policy

Viktor KOTLÁN – Czech National Bank; Faculty of Economics, Technical University of Ostrava

Martin MACHÁČEK – Faculty of Economics, Technical University of Ostrava

The authors of this paper argue that European Monetary Union (EMU) member countries are likely to respond differently to the single monetary policy of the European Central Bank. Disparities are inevitable, they maintain, given differences in monetary policy transmission due mainly to the so-called credit channel and its different strength in individual countries. The authors develop their argument on two tracks: First, a regional cycles hypothesis is applied to EMU member states *and* literature is surveyed to illustrate how monetary policy shocks are very likely to bring about different reactions in the development of real economic activity of different EMU member countries. Second, theory and empirical research regarding the so-called credit channel of monetary policy and its strength in the EMU countries is presented. The authors link the two issues and argue that the different regional impacts of single monetary policy in the EMU are caused, to a large extent, by the differing economic structures of EMU member countries, thus supporting the credit-channel explanation. The paper concludes by asserting that the economic structure of the Eurosystem will converge gradually, with the speed of convergence greatly dependent on the degree of unification of EMU jurisdiction. In the meantime, fiscal policy in the EU will be constrained by the Growth and Stability Pact and the EMU will thus have to stay patient not to go the way of dodo bird.