

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou a Federálním cenovým úřadem

© SNTL — nakladatelství technické literatury, n. p., Spálená 51, Praha 1

Adresa redakce:

Krakovská 8, 113 02 Praha 1, Nové Město

Telefon: 26 43 51—8

meziměstské hovory: 26 43 07

Vedoucí redaktor:

Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

Ing. J. TOŠOVSKÝ: Bankovní měnová politika při přechodu k tržní ekonomice 145

Ing. P. VOJTÍŠEK: Bankovní měnová politika v roce 1990 151

Ceny

Ing. V. ONDRUŠ, CSc.: Odhad stupně deformace cenových struktur před přestavbou VC a NC a po ní 158

Teorie financí

Ing. A. BULÍŘ: Teorie deficitního rozpočtu 165

Ekonomická reforma

Dr. ing. J. NOVÁK: K problematice rovnováhy v rozpočtovém sektoru 184

Poznámky a zkušenosti

Ing. M. MAŠEK: Banka a nové formy hospodářské a vědeckotechnické spolupráce se SZ 190

Finance a úvěr v zahraničí

Ing. K. ŠUBERT: Transformace mezinárodního finančního systému 195

Ing. I. KLAČANSKÝ: K likvidaci stratových podnikov v Maďarsku 205

Informace

Ing. J. ŠUCHMAN — Ing. V. VÁLEK, CSc.: IX. kongres mezinárodní ekonomické asociace

Z obsahu zahraničních finančně-úvěrových časopisů 216

Издает Федеральное министерство финансов, в сотрудничестве с Государственным банком Чехословакии и Федеральным управлением цен

© СНТЛ — издательство технической литературы, н. п., Спалена ул. № 51, Чехословакия

Редакция: Краковска ул. № 8, 113 02 Прага 1, ЧССР

Главный редактор:

Иван Кочарник

СОДЕРЖАНИЕ

Й. ТОШОВСКИ: Банковская денежная политика при переходе к рыночной экономике 145

П. ВОЙТИШЕК: Банковская денежная политика в 1990 г. 151

Цены

В. ОНДРУШ: Оценка степени деформации ценовых структур до — и после перестройки цен 158

Теория финансов

А. БУЛИРЖ: Теория дефицитного бюджета 165

Экономическая реформа

Я. НОВАК: К проблематике равновесия в бюджетном секторе 184

Заметки и обмен опытом

М. МАШЕК: Банк и новые формы экономического и научно-технического сотрудничества с социалистическими странами 190

Финансы и кредит за рубежом

К. ШУБЕРТ: Трансформация международной финансовой системы 195

И. КЛАЧАНСКИ: К ликвидации убыточных предприятий в Венгрии 205

Информация

Я. ШУХМАН — В. ВАЛЕК: IX. конгресс международной экономической ассоциации 213

REDAKČNÍ RADA: ing. Belo Bosák, CSc., ing. Arnošt Culík, ing. Miroslav Filip, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., ing. Milan Jurčeka, CSc., ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. František Krejča, ing. Vratislav Kulhánek, ing. Hugo Kysilka, CSc., prof. ing. Vladimír Kyzlink, DrSc., ing. Kamil Mikulič, CSc., ing. Oldřich Nepraš, ing. Michal Oláh, CSc., prof. ing. Jiří Petřivalský, DrSc., ing. Ivan Světek, ing. Lubomír Šedřta, ing. Stanislav Šourek (předseda), ing. Marián Tkáč, CSc., ing. Vladimír Valach, ing. Anton Vavro, CSc., ing. Jan Velek, doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jan Vrba, ing. Jaromír Zahradník

finance a úvěr v zahraničí

DT: 339.7 (100.2)

Transformace mezinárodního finančního systému

Ing. Karel ŠUBERT

Podobně jako mezinárodní *měnový* systém doznal od doby brettonwoodských ujednání do současnosti velmi podstatných změn, i mezinárodní *finanční* systém (jímž zhruba, bez nároku na přesnost definice, rozumíme mechanismus umožňující různé formy mobilizace peněžních a kapitálových zdrojů a jejich použití pro financování výrobní a obchodní aktivity v mezinárodním měřítku) prošel od skončení druhé světové války neméně bouřlivým rozvojem.

Počátečním impulsem tohoto vývoje byla úspěšně probíhající rekonstrukce a modernizace ekonomik západoevropských států, která kulminovala 13 let po skončení druhé světové války v zavedení konvertibility jejich měn v roce 1958. Od této doby nabral rozvoj mezinárodního finančního systému nové tempo v kvantitativním i kvalitativním smyslu. Zvyšující se objem světového obchodu a s ním spojená rostoucí míra vzájemné závislosti národních ekonomik spolu se snadnými převody plateb mezi jednotlivými státy přispěly k růstu objemu finančních fondů, které mohly být v krátké době konvertovány z jedné měny do druhé. Ruku v ruce s tím probíhaly i kvalitativní změny založené zejména na pokračující integraci mezinárodního kapitálového trhu. Nejvýraznější inovací na počátku 60. let byl ovšem vznik *euroměnového* (z počátku především *eurodolarového*) trhu.

Euroměnový trh

Připomeňme si ve stručnosti charakteristiku a genezi tohoto trhu: euroměnové depozitum je vklad v bance, která sídlí v jedné zemi, denominovaný v měně jiné země. Trh začal fungovat nejprve v Londýně, kde banky (tj. britské banky i londýnské pobočky nejrůznějších evropských bank) začaly přijímat depozita v USD. Odtud původní název „eurodolarový trh“; dnešní název „euroměnový trh“ — poněkud nevystižné — označuje transakce v nejrůznějších finančních centrech celého světa (mj. v Singapuru, Hongkongu, v karibské oblasti, v Bahrajnu a v řadě dalších center od 70. let, dále v New Yorku a Tokiu od 80. let ad.). Mezi *hlavní faktory* počátečního růstu eurodolarového trhu je třeba zařadit:

— deficit platební bilance USA, který vedl ke kumulaci dolarových aktiv v evropských bankách,

- růst operací nadnárodních společností, zejména amerických firem v Evropě,
- interní měnověpolitická opatření v USA (např. zavedení úrokové vyrovnávací daně v roce 1964, která v podstatě uzavřela newyorský kapitálový trh pro zahraniční vypůjčovatele; pozdější dobrovolný program omezování zahraničních investic americkými bankami, který donutil americké korporace k hledání zdrojů na eurodolarovém trhu; dále např. tzv. Ustanovení Q Federálního rezervního systému, které stanovilo maximální výši úrokových sazeb, jež bylo možné platit z různých kategorií depozit ad.),
- do jisté míry i snahu východoevropských zemí udržovat z různých důvodů své zůstatky konvertibilních měn mimo území USA.

Spektrum účastníků euroměnového trhu bylo od začátku velmi široké. Mezi hlavní účastníky tradičně patří komerční banky a nadnárodní společnosti. Ústřední banky byly velmi významnými účastníky, svoji angažovanost však v 70. letech značně omezily poté, co převládl názor, že jejich aktivita na euroměnovém trhu podrývá kontrolu mezinárodní likvidity. Konečnými uživateli krátkodobých půjček jsou většinou obchodníci a mezinárodní přepravci zboží, dlouhodobých půjček používají hlavně velké korporace k financování investičních projektů (ti však získávají tyto zdroje obvykle na trhu euroobligací). Mezi důležité vypůjčovatele patří i rozvojové země a orgány místní samosprávy a různé právnické osoby ve vyspělých zemích.

Závrtné tempo růstu euroměnového trhu (po dlouhou řadu let zhruba o 20 % ročně) je dobře známé. Je nadevší pochybnost, že euroměnová inovace měla nesmírný význam pro rozvoj mezinárodního financování. Vedle devizového trhu, kde se devizy *prodávají a kupují*, vznikl trh, kde se devizy *půjčují a vypůjčují*.

Rozvoj mezinárodního finančního systému se však nezastavil u euroměnového fenoménu, ale od konce 70. a počátku 80. let pokračoval sérií dalších strukturálních inovací, které tento systém transformovaly do nové podoby.

Strukturální změny v mezinárodním finančním systému

Než se budeme podrobněji zabývat tímto vývojem, uveďme alespoň stručně tři dřívější charakteristické rysy mezinárodního finančního systému, které v posledním desetiletí doznaly největších změn:

- a) První se týká určité *separace mezinárodního pohybu kapitálu od finančních transakcí spojených s mezinárodní výměnou zboží a služeb*. Důsledkem toho bylo i oddělení mezinárodního peněžního trhu a mezinárodního kapitálového trhu. Již bretonwoodské dohody o mezinárodním měnovém systému se soustředily především na otázku mechanismu, který bude eliminovat nevyrovnanost mezinárodních plateb; avšak otázka pohybu kapitálu a jeho kontroly nebyla jasně definována. Článek VI. Statutu Mezinárodního měnového fondu pouze dosti neurčitě stanovil, že členský stát nemůže použít své úvěrové tranše ke krytí velkého nebo trvalého odlivu kapitálu, avšak zdrojů Fondu lze použít pro kapitálové transakce „v rozumné výši“. Zřejmě se věřilo, že krátkodobé pohyby kapitálu bude možné vyrovnávat saldy obchodní bilance a tzv. neviditelného obchodu.
- b) Tomuto pojetí odpovídaly i používané *formy financování mezinárodního obchodu*. Naprosto převažující roli hrály bankovní mezinárodní půjčky (úvěry) ve formě bankovních zprostředkovatelských obchodů tradičního typu. Tím je třeba rozumět dohodu mezi vypůjčovatelem a půjčovatelem zprostředkovanou bankou ve formě placené služby o poskytnutí půjčky (úvěru) a záruky jejího splacení při minimalizaci doprovodných rizik pro všechny partnery zmíněné dohody.

c) Tento mechanismus našel svůj *odraz i v institucionální sféře*. V podstatě neexistovaly univerzální banky, které by zajišťovaly financování mezinárodního obchodu všemi známými formami — poskytováním půjček (úvěrů) byť za použití nejširší škály známých instrumentů, převzetím odpovědnosti za úpis emitovaných cenných papírů či jinými bankovně technickými operacemi. Tedy: komerční banky byly specializovány na poskytování „klasických“ bankovních půjček (úvěrů), jiné finanční instituce se zaměřily na financování potřeb svých zákazníků operacemi na kapitálovém trhu apod. Tato segmentace mezinárodního finančního trhu byla sankcionována i legislativně (s řadou odlišností v různých státech). Nebankovní instituce (např. i nadnárodní společnosti) tehdy byly přitom pouze zákazníky různých bankovních a finančních institucí — nic víc.

Dramatické změny v tomto systému se začaly projevovat od konce 70. let a plně se rozvinuly v 80. letech; představují po vzniku euroměnového trhu druhou vlnu principiálních změn mezinárodního finančního systému. Snad s dostatečnou mírou výstižnosti je lze charakterizovat jako přechod od financování prostřednictvím půjček (úvěrů) poskytovaných velkými mezinárodními bankami k *přímému financování* pomocí obchodovatelných instrumentů a dalších inovací na rozvíjejícím se globálním integrovaném finančním trhu.

Tyto změny odrážejí určité *trendy*, které lze rozdělit do tří skupin: sekuritizace¹, internacionalizace a inovace. Všechny tyto trendy působí současně, u každého z nich lze vymezit důvody vzniku a příčiny dalšího rozvoje, stejně tak každý má své nesporné výhody, ale skrývá i určitá nebezpečí ohrožující další rovnovážný vývoj mezinárodního finančního systému. V dalším se budeme těmito trendy zabývat podrobněji:

Sekuritizace

Tento trend znamená v podstatě proces přechodu od získávání finančních zdrojů prostřednictvím výpůjček od bank k *mobilizaci finančních zdrojů cestou emise cenných papírů*. V úvěrových proudech se tedy projevuje ústup od bankovních půjček (úvěrů) a zvýšené používání dlouhopisných nástrojů obchodovatelných na trhu. Oproti dřívějšímu modelu fungování mezinárodního finančního trhu se od formy financování zprostředkovaného bankami přechází k *přímému (nezprostředkovanému) financování* za pomoci negociovatelných instrumentů. Kvantitativní rozsah změny těchto proporcí ukazují údaje v *tabulce č. 1*.

Tabulka č. 1 Čisté půjčky na mezinárodních trzích v letech 1984—1988 (meziroční změny stavu v mlrd. USD po vyloučení vlivu změn devizových kursů)

	1984	1985	1986	1987	1988
čisté mezinárodní bankovní půjčky	90	105	195	300	225
čistá emise nových obligací	84	126	162	110	138

pramen: Bank of England Quarterly Bulletin, May 1989.

¹ V angl. „securitization“, odvozeno od „securities“, tj. „cenné papíry“. I v originálním znění se tento název většinou považuje za nešťastně zvolený, avšak je naprosto vžitý a monoverbální český ekvivalent zřejmě nelze nalézt.

Z kvalitativního hlediska sekuritizace značně modifikovala dřívější charakteristické rysy mezinárodního finančního systému; zejména jde o tyto modifikace:

- a) Od původní relativně značné *izolovanosti* mezinárodního peněžního trhu a mezinárodního kapitálového trhu se přechází ke stále silnější *integraci* obou těchto trhů. (Obchodní) banky jako hlavní představitelky mezinárodního peněžního trhu nemohly ignorovat pokles zájmu o bankovní půjčky (úvěry), které byly základem jejich obchodů, a podstatně rozšířily a současně diverzifikovaly své pasivní i aktivní operace. V pasivních operacích zvýšily své výpůjčky na mezinárodním kapitálovém trhu, aby posílily svou kapitálovou bázi, dosáhly větší symetrie mezi dlouhodobými půjčkami a jejich krytím a získaly možnost účasti na inovačních operacích. V aktivních operacích bank lze pozorovat zvýšenou držbu dlouhodobých obchodovatelných cenných papírů a rozvoj inovací v bankovních technických operacích, které mají podporovat obchodovatelnost aktiv.
- b) Pokud jde o samotné formy financování, sekuritizace znamená zásadní průlom do tradičního systému finančního zprostředkování spojeného s bankovními půjčkami (úvěry). Víme, že toto zprostředkování lze rozložit do tří základních prvků:
 - *dohoda o půjčce (úvěru) mezi vypůjčovatelem a bankou (jako zprostředkovatelem)*, která je pro obě strany závazná; vždy je však možné pružně projednat změnu jejich podmínek. Dlužník si může ve formě ujednání o půjčce či o úvěrovém rámci zvolit objem a termín čerpání půjčky (úvěru) a banka se v podstatě zavazuje k poskytnutí těchto finančních prostředků v době, kdy je dlužník potřebuje, tedy když má nedostatek likvidních aktiv. Naproti tomu dlužník se může zavázat, že do doby splacení půjčky (úvěru) umožní bance určitou kontrolu svého hospodaření a bude dodržovat určitá omezení v této činnosti. Celá dohoda mezi dlužníkem a bankou je přitom zcela diskrétní;
 - *služby poskytované bankou jako zprostředkovatelem*: jde o oboustranné uspokojení požadavků vypůjčovatelů a investorů, kdy očekávaný výnos banky může být snížen či úplně eliminován vysokými náklady. Banka tedy vždy nese určitá rizika, která může značně rozmělnit díky rozsahu svých depozitních a úvěrových operací a znalosti finančního trhu;
 - *dohoda mezi bankou (jako zprostředkovatelem) a investorem*, na jejímž základě má tento věřitel pohledávku za bankou ve formě depozita. Mezi základní vlastnosti takového vkladu patří absence jakéhokoli nominálního cenového, popř. úvěrového rizika, nízké operační náklady a vysoký stupeň likvidity.

Sekuritizace pak znamená *substituci všech těchto tří prvků* jinými, tj. substituci půjček cennými papíry, substituci finančního zprostředkování přímým umístěním dlužních pohledávek a substituci depozit cennými papíry. Zmíňme se jen stručně o některých důsledcích:

- v oblasti půjček poskytnutých formou nákupu cenných papírů nejde o sjednání žádné předběžné dohody mezi vypůjčovatelem a investorem. Upisovatel (obvykle specializovaná banka) prostě projedná podmínky emise cenných papírů s vypůjčovatelem a snaží se najít investora, který přistoupí na příznivější podmínky. Investor také nemá žádnou dohodu s upisovatelem, může nanejvýš očekávat, že tato specializovaná banka je schopna obchodovat s cennými papíry svých zákazníků. Upisovatel však není sám zdrojem financování a nesleduje vývoj hospodářské situace vypůjčovatele;
- pojednání o transformaci zprostředkovatelské funkce by si vyžádalo kompa-

rativní analýzu nákladů spojených s tradičními formami zprostředkování a s jejich substitucemi v podmínkách sekuritizace. Z objektivního vývoje na počátku 80. let (vysoké úrokové sazby, požadavky na vysokou kapitalizaci bank, inovace bankovně technických operací apod.) lze však i bez toho vyvodit, že došlo k poklesu operačních nákladů na kapitálovém trhu, a tím k rozšíření zprostředkovatelské činnosti na tomto trhu;

v oblasti depozit byl přesun ve prospěch držby cenných papírů zčásti způsoben vysokými tempy inflace na přelomu 70. a 80. let. I jiné faktory však podporovaly tuto tendenci, mj. postupy tzv. institucionálních investorů (pojišťovacích společností, penzijních a jiných fondů), kteří z řady důvodů dali v zájmu diverzifikace a celkové správy svého portfolia aktiv přednost nákupu cenných papírů před tradiční spoluprací se zprostředkovateli založenou na depozitech. Dalším faktorem je úsilí investorů o větší likviditu či převoditelnost jejich aktiv, kterou na rozdíl od depozit poskytují pouze cenné papíry díky své obchodovatelnosti na sekundárním trhu. Posledním faktorem je možnost technické ochrany proti řadě rizik, kterou sekuritizace investo-
rům poskytuje.

Internacionalizace

Tento trend ve své podstatě znamená proces integrace národních finančních trhů, kde se původně obchodovalo v jediné zemi, v určitém časovém období do jediného *mezinárodního finančního trhu*², který funguje po 24 hodin denně bez ohledu na geografickou polohu či vzdálenost a bez ohledu na časové zóny. Evoluce mezinárodního finančního systému směrem k internacionalizaci nebyla jednoduchá a prošla minimálně těmito stadii:

- a) Bezprostředně po roce 1945 se aktivita na mezinárodním kapitálovém trhu soustředila jen na poskytování oficiální pomoci USA zemím západní Evropy, Japonska a některým rozvojovým zemím s tím, že omezený proud soukromého kapitálu obcházel mezinárodní trh a měl formu *přímých kapitálových investic*, které byly financovány mobilizací zdrojů na domácím kapitálovém trhu.
- b) Druhým stadiem byl vznik a rozvoj *euroměnového trhu*, který doznal největšího rozvoje v polovině 70. let v souvislosti s první ropnou krizí, kdy země vyvážející ropu investovaly po zvýšení její ceny své obrovské devizové přebytky na euroměnovém trhu, a naopak země dovážející ropu financovaly deficity své obchodní bilance výpůjčkami na euroměnovém trhu. Tím došlo k prohloubení a rozšíření euroměnového trhu z hlediska objemu obchodovaných částek i ke značnému rozšíření počtu účastníků a následně k posílení internacionalizace trhu euroměn.
- c) Dalším stupněm internacionalizace byly *syndikátní euroměnové půjčky*; vznikly zejména po zpřísnění kontroly vývozu kapitálu z USA v 60. letech, které donutilo americké společnosti financovat jejich přímé investice v zahraničí dolarovými výpůjčkami na tammím trhu. Syndikátní forma půjček nebyla angloamerickému bankovníctví cizí – jednotlivé americké banky

² Z mnoha definic této kategorie uvádíme jeden příklad: „Mezinárodní peněžní trh je trh euroměn a mezinárodní kapitálový trh je mechanismus střednědobého až dlouhodobého financování umožňovaný mezinárodními syndikátními bankovními půjčkami a dvěma třídami mezinárodních obligací: (1) tradičními zahraničními obligacemi pro nerezidentní vypůjčovatele na domácím kapitálovém trhu a (2) euroobligacemi umístovanými ve světě mezinárodními syndikáty bank a firem zabývajícími se operacemi s cennými papíry [...] Tyto dva trhy považujeme [...] za mezinárodní finanční trh.“ (viz Hauge [8a])

měly stanoveny limity půjček pro jednotlivé zákazníky a britské bankovní akceptní domy již dlouho praktikovaly poskytování akceptačních úvěrů používaných pro financování běžných zahraničněobchodních transakcí.

- d) Dalším stadiem byl vznik *trhu euroobligací* po zavedení úrokové vyrovnávací daně v USA v roce 1963. Důsledkem tohoto opatření, které uzavřelo americký kapitálový trh pro zahraniční vypůjčovatele (ve snaze získat čas pro reformu mezinárodního měnového systému), bylo zahájení emise dolarových obligací v zemích mimo USA. V roce 1964 pak vznikl trh obligací denominovaných v DEM a následovaly další.
- e) Posledním a rozhodujícím krokem k úplné internacionalizaci mezinárodního finančního trhu byly *změny v platební pozici* nejvyspělejších průmyslových států, tj. prohlubující se deficit obchodní bilance USA a doprovodný vysoký přebytek platebních bilancí Japonska a NSR spojený s externí liberalizací národních kapitálových trhů. Tento trend vyvolal přímé pohyby obrovských finančních fondů mezi národními kapitálovými trhy, a to i na základě nepatrných úrokových či výnosových diferencí bez ohledu na geografickou pozici či denní čas.

Inovace

V daném kontextu rozumíme pod inovacemi v obecném slova smyslu používání nových finančních instrumentů a technických postupů, které přinášejí všem uživatelům nižší náklady, větší flexibilitu a snížení rizik. Zájem o takové přínosy ovšem měli uživatelé vždy; proto také v celé historii vývoje finančního systému byly postupně objevovány a zaváděny nové finanční instrumenty a postupy (např. nové druhy a formy úvěrů, termínové devizové operace, různé druhy krytí proti úvěrovým rizikům ap.). I v období posledních 10 let představují některé finanční inovace jen rozvinutí či obohacení dříve používaných forem, současně však dochází v inovačním procesu k podstatným změnám, které lze rozdělit do těchto základních skupin:

- a) Předně jde o *změny kvantitativní*, tj. zavádění stále většího počtu finančních instrumentů a postupů, které nepředstavují jen modifikace dřívějších forem, ale zcela nové nástroje, jichž stále přibývá, zprostředkovávají neustále rostoucí objem finančních transakcí. Zároveň s tím probíhá řada kvalitativních změn.
- b) Finanční transakce se uskutečňují ve stále větší míře ve formě tzv. *mimorozvahových operací*, kde lze nových finančních instrumentů a postupů nejvíce využít. Názvem „mimorozvahové operace“ označujeme takové bankovní obchody, z kterých plyne bance určitý výnos, avšak které se neobjevují v rozvaze banky ani na straně aktiv, ani na straně pasív. Banky i další finanční instituce prováděly některé obchody tohoto druhu již dříve – jde např. o bankovní akceptování směnek, termínové devizové operace, různé druhy záruk, úvěrové přísliby a v širším slova smyslu i o různé druhy bankovních služeb, jako sjednávání syndikátních půjček, poradenskou činnost, zpracování hromadných dat atd.
- c) Objevily se *nové instrumenty* vhodné pro mimorozvahové operace, které se rychle ujaly a rozšířily, např. termínové finanční obchody, pohotovostní akreditivy a další, z nichž zvláštní pozornosti zasluhují čtyři nejdůležitější:
 - *emise dlužních úpisů a euromerčních dlužních úpisů*: jedná se o střednědobá revolvingová ujednání, která umožňují vypůjčovateli emitovat proud krátkodobých dlužních úpisů, kde upisující banky přejímají závazek buď koupit ty dlužní úpisy, které vypůjčovatel nemůže prodat, anebo

poskytnout pohotovostní úvěr. Dlužní úpisy mají formu krátkodobých depozitních certifikátů pro bankovní vypůjčovatele a formu platebních příslibů (promissory notes) pro nebankovní vypůjčovatele. Odlišností eu-rokomerčních dlužních úpisů je jejich emise vypůjčovatelem podle tržních požadavků, podle investorské poptávky;

- *měnové a úrokové swapy*: u měnových swapů jde o transakci, v níž se dva účastníci dohodnou o počáteční směně proudů plateb ve dvou různých měnách a pozdější obrácené směně, přičemž obě tyto výměny zahrnují nejen základní smlouvenou částku, ale i proudy plateb úroku. U úrokových swapů se vyměňují jen úrokové platby a základní částka se nesměňuje ani při sjednání kontraktu, ani při jeho ukončení;
- *devizové a úrokové opce* znamenají dohodu, která zakládá právo, nikoliv však závazek koupit nebo prodat specifikovaný finanční instrument za pevně stanovenou cenu v určený den v budoucnosti nebo dříve (nikoliv však později);
- *termínové úrokové operace* znamenají dohodu dvou účastníků o zaplacení úroku v určený den v budoucnosti z depozita, které má určitou dobu splatnosti. V době vypršení kontraktu proběhne pouze platba úrokové diference mezi termínovou sazbou a referenční sazbou uvedenou ve smlouvě. Ke směně základní částky nikdy nedojde.

V rámci tohoto článku však nelze ani zdaleka vyčerpat a třeba i jen stručně charakterizovat všechny inovační instrumenty a jejich četné modifikace.

Příčiny strukturálních změn

Každá změna je podmíněna jednak vznikem své potřeby, jednak existencí příležitostí pro své uskutečnění. Oba tyto předpoklady se v mezinárodním finančním systému postupně vytvořily a rozhodující měrou přispěly k jeho transformaci.

Potřeby změn byly vyvolány zejména těmito faktory:

- a) procesem prohlubující se *vzájemné závislosti národních ekonomik* ve světovém měřítku. Některé odhady uvádějí, že poměr objemu světového obchodu ke světovému hrubému národnímu produktu dosáhl v polovině 80. let asi 22 %, takže se za předchozích dvacet let takřka zdvojnásobil. Navíc se ukazuje, že ve světě mnohdy tvorba nového kapitálu předbíhá tempo jeho investování (snad mj. proto, že investiční projekty nelze uvážít a zpracovat tak rychle, jak přesuny ve směrech pohybu mezinárodních úspor a investic mění teritoriální strukturu rozdělení finančních zdrojů – viz např. pokles objemu finančních prostředků (přebytků) členských zemí OPEC, přeměnu USA ze světového věřitele ve světového dlužníka, vysoké přebytky bilance běžného účtu některých zemí západní Evropy a Japonska apod.). Tento vývoj tedy neprobíhá ve všech zemích rovnoměrně a mimo jiné vyvolává snahu o maximální svobodu pohybu kapitálu – např. ze zemí, kde je nadbytek kapitálu, do zemí, kde je kapitálu nedostatek a kde má tedy zpravidla vysokou marginální produktivitu;
- b) *inflačním vývojem* a doprovodnou *fluktuaací devizových kursů a úrokových sazeb* v 70. letech. Za těchto podmínek byla značně utlumena aktivita na mezinárodním kapitálovém trhu, zejména v oblasti emise obligací, a rozhodující podíl financování se přesunul na mezinárodní peněžní trh, tedy do oblasti bankovních půjček, a současně se rozšířilo používání řady instrumentů zaručujících krytí proti devizovým a úrokovým ztrátám. Po snížení

temp inflace v hospodářsky nejvyspělejších státech pak došlo k intenzivní obnově emisí obligací a osvědčené inovace finančních instrumentů a postupů zůstaly zachovány. Tato tendence pak byla posílena nedůvěrou ve schopnost bank poskytovat úvěry, jež byla vyvolána jejich pohledávkami za rozvojovými zeměmi v období vzniku krize mezinárodního dluhu. Tlak měnových autorit na větší kapitalizaci³ bank právě v době, kdy náklady na získání dodatečného kapitálu byly vysoké, donutil banky k hledání vyšších výnosů prostřednictvím mimorozvahových operací;

c) zvýšenou konkurencí na mezinárodním finančním trhu, o niž se nejvíce zasloužil vstup nebankovních organizací (popř. bank, které byly dříve specializovány jen na určitý omezený druh obchodů) mezi plnohodnotné účastníky tohoto trhu. Jde tedy jednak o větší konkurenci mezi různými národními finančními trhy, jednak o větší konkurenci mezi bankami a nebankovními finančními institucemi na národních finančních trzích. Tento proces se rozvíjel po dvou liniích:

— velké společnosti, především nadnárodní korporace, které bývaly zákazníky jedné banky, vykazaly v průběhu let takový hospodářský růst, jemuž banky prostě nestačily. Proto velké korporace začaly používat služeb většího počtu bank, ale přešly i k přímým půjčkám jiným korporacím prostřednictvím trhu obchodních dlužních úpisů. Zkušenosti získaných ze spolupráce s bankami a z vlastních přímých operací na finančním trhu využily tyto korporace pro přechod k široké škále samostatných operací na mezinárodních finančních trzích;

— zaváděné inovace urychlily odstranění dřívějších bariér mezi různými segmenty finančních trhů a původně specializované organizace (banky zabývající se pouze operacemi s cennými papíry, akceptní a emisní bankovní domy, spořitelny, hypoteční banky, ale i jiné instituce, jako např. pojišťovny a správci různých účelových fondů) se postupně staly univerzálnějšími institucemi anebo alespoň aktivními účastníky tržních operací. Tento proces neprobíhá rovnoměrně ve všech zemích; např. zatím v USA a v Japonsku ještě platí dřívější zákonná ustanovení, která od sebe oddělují instituce zabývající se bankovními obchody a instituce zabývající se operacemi na trhu cenných papírů (viz např. Glassův-Steagallův zákon v USA).

Příležitosti k uskutečnění strukturálních změn mezinárodního finančního systému poskytl tento vývoj:

a) *vědeckotechnický pokrok v oblasti počítačových a telekomunikačních systémů*. Tyto systémy umožnily zpracování ohromných objemů různých komplexních transakcí, mezinárodní clearing, čtyřřadvacetihodinové provádění devizových operací denně ap. za současného poklesu nákladů na toto zpracování. Žádný z finančních trhů není mimo dosah těchto systémů, takže je možné rychle vyhledat dva obchodní partnery na dříve izolovaných trzích, nemluvě o expanzi zpracování informací v nejširším slova smyslu;

b) *ústup od regulace národních finančních trhů a přechod k liberalizaci*, který začal probíhat na přelomu 70. a 80. let a přinesl s sebou řadu opatření, jako je uvolnění či úplné zrušení devizové kontroly, odstranění limitů úrokových sazeb, uvolnění restrikcí zabráňujících zahraničnímu přístupu na domácí finanční trhy, snížení daňových bariér a zrušení dřívější kategorizace finančních institucí podle trhů, na nichž směly působit. Nutno dodat, že tyto změny proběhly a probíhají v různých zemích s odlišnou intenzitou a v odlišném rozsahu; obecná tendence k deregulaci je však nesporná.

³ tj. poměr kapitálu k bilančním aktivům bank

Rizika finančního systému a potřeby dohledu

Finanční transakce prováděné v rámci jakéhokoli systému s sebou vždy nesou určitá rizika pro účastníky, která lze rozdělit do 5 hlavních skupin:

- *tržní (cenové) riziko*: tržní hodnota finančního instrumentu může v průběhu doby poklesnout v důsledku změny devizových kursů nebo úrokových sazeb;
- *úvěrové riziko*: dlužník nedodrží podmínky splatnosti půjčky či úvěru (např. při svém bankrotu);
- *riziko tržní likvidity*: finanční instrument nelze z různých důvodů rychle prodat za cenu blízkou jeho tržní hodnotě;
- *platební riziko*: banka splatí svůj závazek jednomu věřiteli dříve, než má jistotu, že obdrží platbu od jiného dlužníka;
- *státní (transferové) riziko*: určitý stát najednou nemůže plnit své mezinárodní finanční závazky, popř. nedovolí určitému subjektu splacení závazku do zahraničí, i když tento subjekt je plně solventní.

Současná transformace národního finančního systému nejen zostrila všechna tato rizika, ale současně má závažné implikace pro další činnost ústředních bank v oblasti finančního dohledu i v oblasti měnové politiky, a to z těchto důvodů:

- a) inovační postupy vedou k redistribuci různých kategorií rizik mezi půjčovateli, vypůjčovatelé a finančními zprostředkovateli tak, aby daný druh rizika nesl ten, kdo má pro jeho minimalizaci optimální předpoklady. Při rychlém růstu objemu transakcí, a tím i konkurence proto současně dochází k tak rozsáhlému snížení operačních nákladů, že vzniká nebezpečí natolik *nedostatečného ocenění poskytovaných finančních služeb*, že jejich výnos by nemusel stačit ke krytí reziduálních rizik. Kromě toho existují obavy z možného selhání technických systémů, jež zpracovávají stále větší počet stále složitějších finančních operací s nedozírnými následky pro mezinárodní platební styk;
- b) nejsnadnější přístup na mezinárodní kapitálový trh mají nejkvalitnější vypůjčovatelé, tedy subjekty s nejvýše zaručenou schopností splácení úvěrů. Proto mobilizují potřebné finanční prostředky na trhu cenných papírů, což musí vést k *poklesu průměrné kvality aktiv bank*, neboť bankovní úvěr budou požadovat jen vypůjčovatelé, kteří nejsou schopni umístit své obligace na kapitálovém trhu za přijatelných podmínek. K tomu přistupuje i hledisko likvidity, neboť negociovatelnost finančního instrumentu ji nikterak nezaručuje. Takový instrument je likvidní, jen pokud se podaří najít jeho kupce;
- c) zvýšená mezinárodní mobilita kapitálu vede ve svých důsledcích k tomu, že těžiště měnové politiky se od regulace dostupnosti úvěru přesouvá do oblastí devizových kursů a úrokových sazeb. To ovšem znamená, že ohledy na tyto dvě kategorie, a zejména na úroveň devizového kursu získávají stále větší váhu při formulaci měnové politiky a *zahraničně ekonomické vztahy se stávají limitujícím faktorem pro provádění nezávislé měnové politiky*. To platilo již delší dobu o menších otevřených ekonomikách, ale v poslední době pociťují makroekonomickou vzájemnou závislost i nejvyspělejší průmyslové země jako USA, Japonsko a další;
- d) strukturální změny a inovace v mezinárodním finančním systému mají vliv i na *cílové měnové agregáty*, zejména pokud jsou původně široce pojaty (např. včetně depozitní báze bank). Potom např. deregulace umožňuje nebankovním institucím úspěšnou konkurenci s bankami, mimorozvahové operace bank vylučují potřebu depozitní báze, sekuritizace vede k omezování operací bank, mezinárodní mobilita kapitálu dovoluje investorům přesuny mezi finančními systémy různých zemí atd. Proto také v řadě zemí dochá-

- zí k periodickým změnám v definici měnových agregátů ve směru k jejich zužování;
- e) účastníky finančních trhů se staly nebankovní instituce a firmy, které *nejsou spoutány regulačními opatřeními ústředních bank* tak, jako je tomu v případě obchodních bank.

Ústřední banky si všechna tato rizika plně uvědomují a postupně zavádějí a rozvíjejí potřebné formy dohledu a regulačních opatření. Účel těchto postupů nelze spatřovat jen v ochraně vkladatelů a platebního systému, ale také v zajištění silné bankovní soustavy jako zdroje likvidity a systému pro provádění měnové, především pak úvěrové politiky. Hovořil o tom mj. před několika lety guvernér Bank of England, který upozornil i na *rizikový lidský faktor*: v mnoha případech rozumí technickým podrobnostem operací jen několik specialistů, takže vedoucí pracovníci institucí nemusejí být schopni pochopit rozsah rizik.

Závěr

Světový trend rostoucí vzájemné závislosti ekonomických struktur v mezinárodním měřítku našel svůj odraz i ve finanční sféře. Zhruba v posledním desetiletí došlo k výrazné transformaci mezinárodního finančního systému, jejíž příčiny i důsledky se vzájemně podmiňují. Strukturální změny tohoto systému směřují k vytvoření globálního finančního trhu. Již v dnešním vývojovém stadiu nabízí mezinárodní finanční trh oproti dřívějšímu stavu mnohem bohatší škálu instrumentů pro mobilizaci finančních zdrojů i pro krytí nebo alespoň rozmělnění nejrůznějších rizik. Vznikají ovšem rizika nová, jimž musí postupnými opatřeními koordinovanými v mezinárodním měřítku čelit měnové autority hospodářsky vyspělých států. Procesy integrace a zavádění doprovodných inovací v mezinárodním finančním systému jsou však pro nejbližší budoucnost zřejmě nezvratné.

LITERATURA

- [1] Bank for International Settlements Annual Reports. Basle 1984, 1985, 1988.
- [2] Bank for International Settlements Recent Innovations in International Banking. Basle 1986.
- [3] Bank of England Quarterly Bulletin, May 1989.
- [4] CROCKETT, A.: International Money, Issues and Analysis, 1982.
- [5] CUMMING, C., The Economics of Securitization. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, 1987, č. 3.
- [6] LEIGH-PEMBERTON, R.: Innovation in International Banking. Bank of England Quarterly Bulletin, June 1986.
- [7] OLŠOVSKÝ, R.: Obchodování operacemi options a futures. Finance a úvěr, 1988, č. 6.
- [8] Per Jacobsson Lectures. Washington, D. C., The Per Jacobsson Foundation
 - a) HAUGE, G. — HOFFMEYER, E.: The International Capital Market and the International Monetary System (1978)
 - b) WITTEVEEN, H. J.: Developing a New International Monetary System: A Long-Term View (1983)
 - c) MORSE, J.: Do We Know Where We're Going? (1985)
 - d) KASHIWAGI, Y.: The Emergence of Global Finance (1986)